



Università
Ca'Foscari
Venezia

Corso di Laurea
in
Amministrazione,
Finanza e
Controllo
ordinamento ex D.M.
270/2004

Tesi di Laurea

La valutazione d'azienda nelle società quotate

Il metodo finanziario
e l'applicazione dei
mutlipli di borsa: il
caso Ima Spa.

Relatore

Prof. Enrico Maria Cervellati

Correlatore

Prof. Carlo Marcon

Laureando

Maverik Allegro

Matricola 844388

Anno Accademico

2017 / 2018

*A mio nonno Paride,
che con la sua dolcezza e generosità
mi ha insegnato ad amare la vita e a darle valore
sempre.*

Indice

Indice	1
Indice delle figure	3
Introduzione	5
Capitolo 1	9
La valutazione d'azienda	9
1.1. Introduzione alla materia	9
1.2. Definizione	10
1.3. Il capitale economico	14
1.4. Aspetti generali della valutazione d'azienda	16
1.5. Le configurazioni del capitale e del valore aziendale	22
1.6. Il valore ed il prezzo	24
1.7. Le fasi del processo di valutazione	26
Capitolo 2	32
I metodi di valutazione d'azienda	32
2.1. Una visione generale del processo valutativo	32
2.2. Il metodo patrimoniale	37
2.3. I metodi basati sui flussi: il metodo reddituale e il metodo finanziario	42
2.4. Il metodo reddituale	49
2.5. Il metodo finanziario	54
2.5.1. Il metodo dei flussi di cassa attualizzati (Discounted Cash Flow)	59
2.5.2. La stima dei tassi di sconto	64
2.5.3. I metodi applicativi	67
2.5.4. Il metodo finanziario sintetico	69
2.5.5. Il metodo finanziario analitico	71
2.5.6. La stima del Terminal Value	72
2.6. Il metodo dei multipli	74
2.6.1. I multipli asset-side	81
2.6.2. I multipli equity-side	84
Capitolo 3	88
La valutazione d'azienda: il caso aziendale IMA S.p.A.	88
3.1. Il Gruppo IMA	88
3.2. Il settore industriale delle macchine automatiche per il confezionamento e l'imballaggio	98

3.3. L'approccio valutativo	101
3.4. La valutazione di IMA S.p.A. mediante il metodo DCF	113
Capitolo 4	138
L'approccio comportamentale alla finanza aziendale	138
4.1 Approccio teorico alla finanza comportamentale	138
4.2. I diversi tipi di trappole comportamentali	141
4.2.1. Bias	142
4.2.2. Euristiche	143
4.2.3. Effetti di framing	145
4.3. La valutazione d'azienda: implicazioni comportamentali	148
Conclusioni	153
Bibliografia	156
Sitografia	159
Banche dati	161

Indice delle figure

FIGURA 1	RELAZIONE TRA AMBITI E OPERATORI COINVOLTI NELLA VALUTAZIONE.	12
FIGURA 2	RAPPORTO TRA VALORE DEL CAPITALE PROPRIO E VALORE D'IMPRESA.	15
FIGURA 3	EVOLUZIONE DEL PROCESSO DI VALUTAZIONE LUNGO IL CICLO DI VITA DELL'IMPRESA.	20
FIGURA 4	CONFIGURAZIONI DI VALORE AZIENDALE.	24
FIGURA 5	I METODI DI VALUTAZIONE D'AZIENDA.	30
FIGURA 6	LE FASI DEL PROCESSO DI VALUTAZIONE.	31
FIGURA 7	I METODI DI VALUTAZIONE PIÙ UTILIZZATI DAGLI ANALISTI FINANZIARI.	37
FIGURA 8	APPROCCI ASSET SIDE E EQUITY SIDE.	44
FIGURA 9	RICLASSIFICAZIONE GESTIONALE DELLO STATO PATRIMONIALE.	48
FIGURA 10	CONFIGURAZIONI DI STIMA CON IL METODO REDDITUALE.	52
FIGURA 11	DETERMINAZIONE DEL FLUSSO DI CASSA OPERATIVO DISPONIBILE (FCFO).	61
FIGURA 12	DETERMINAZIONE DEL FLUSSO MONETARIO NETTO DISPONIBILE PER GLI AZIONISTI (FCFE).	63
FIGURA 13	IL COSTO MEDIO PONDERATO DEL CAPITALE (WACC).	66
FIGURA 14	LE COMBINAZIONI DEI METODI FINANZIARI.	68
FIGURA 15	I MULTIPLI PIÙ UTILIZZATI, SUDDIVISI PER CONFIGURAZIONE ASSET-SIDE ED EQUITY SIDE.	79
FIGURA 16	NUMERATORE E DENOMINATORE DEI PRINCIPALI MULTIPLI.	79
FIGURA 17	LA STRUTTURA DEL GRUPPO IMA.	90
FIGURA 18	ANDAMENTO ECONOMICO GENERALE DEL GRUPPO IMA 2012-2017.	91
FIGURA 19	LE DIVISIONI PRODUTTIVE DEL GRUPPO.	95
FIGURA 20	INCIDENZA DEI RICAVI E DEGLI EBITDA SETTORIALI SUI RISPETTIVI TOTALI.	96
FIGURA 21	ORGANIGRAMMA DEL GRUPPO.	97
FIGURA 22	INDICATORI FONDAMENTALI DEL SETTORE.	99
FIGURA 23	SETTORI INTERESSATI DALLA DOMANDA DI MACCHINE AUTOMATICHE PER IL PACKAGING.	101
FIGURA 24	IMA NELLA DEFINIZIONE DI GRUPPO.	105
FIGURA 25	SITUAZIONE PATRIMONIALE-FINANZIARIA CONSOLIDATA DEL GRUPPO IMA (2017).	108
FIGURA 26	PROSPETTO DELL'UTILE D'ESERCIZIO (2017).	110

FIGURA 27 CONTO ECONOMICO COMPLESSIVO (2017).	110
FIGURA 28 CONTO ECONOMICO CONSOLIDATO CLASSIFICATO PER DESTINAZIONE (2017).	111
FIGURA 29 MODALITÀ DI CALCOLO DEL FLUSSO DI CASSA LORDO (2017).	114
FIGURA 30 DETERMINAZIONE DEL TASSO ALFA MEDIO E DEL CAPEX.	116
FIGURA 31 DETERMINAZIONE DEI FLUSSI DI CASSA OPERATIVI: UNO SCENARIO OTTIMISTICO.	118
FIGURA 32 DETERMINAZIONE DEI FLUSSI DI CASSA OPERATIVI: UNO SCENARIO PESSIMISTICO.	118
FIGURA 33 DETERMINAZIONE DEI FLUSSI DI CASSA OPERATIVI: UNO SCENARIO NEUTRALE.	118
FIGURA 34 FLUSSI DI CASSA UNLEVERED DEFINITIVI.	118
FIGURA 35 DETERMINAZIONE DEL COEFFICIENTE DI MERCATO BETA.	122
FIGURA 36 IDENTIFICAZIONE DELLO SPREAD DI MERCATO.	124
FIGURA 37 DETERMINAZIONE DEL RAPPORTO D/E DI IMA.	125
FIGURA 38 ATTUALIZZAZIONE DEI FLUSSI DI CASSA UNLEVERED.	127
FIGURA 39 ROE DI IMA (2012-2017).	128
FIGURA 40 ROE DEI PRINCIPALI COMPETITORS NAZIONALI DI IMA (2014-2017).	129
FIGURA 41 ROE DEI PRINCIPALI COMPETITORS INTERNAZIONALI DI IMA (2014-2017).	129
FIGURA 42 CONFRONTO ROE DI IMA E ROE DEL SETTORE MACHINERY.	131
FIGURA 43 DETERMINAZIONE DEL PLOWBACK RATIO MEDIO STORICO.	133
FIGURA 44 ANDAMENTO STORICO DEL PLOWBACK RATIO DI IMA E DELLE COMPARABLES.	134

Introduzione

La valutazione aziendale è sempre più oggetto di grande attenzione da parte del mondo accademico e di quello operativo. Tale interesse è riconducibile al crescente fabbisogno di valutazioni dovuto a diversi fattori, come la tendenza delle aziende a crescere per vie esterne tramite operazioni di M&A e l'esigenza di dotarsi di nuovi di strumenti di controllo, tra cui appunto la quantificazione del valore creato o dissipato dalla gestione.

La valutazione d'azienda, inoltre, consente agli investitori di comprendere il valore potenziale dei loro titoli, dal momento che il valore dell'azienda di un'impresa non può basarsi solamente sull'analisi attuale e storica dei documenti sociali e dei dati passati. Il processo valutativo consente di conoscere il valore corrente dell'azienda e di stimare le sue performance future, prendendo in considerazione ipotesi e scenari evolutivi differenti e utilizzando variabili concernenti l'andamento economico generale e di settore. In sostanza, non ci sono strumenti in grado di misurare in modo così completo lo stato attuale e le prospettive di un'impresa.

Questa materia ha suscitato in me grande interesse, in parte perché è una disciplina "sintetica", dal momento che presuppone la conoscenza di nozioni in diverse aree dell'economia – macroeconomia, economia aziendale, strategia d'impresa, diritto commerciale, statistica, diritto tributario etc. – in parte perché è un argomento estremamente attuale e molto utilizzato per formulare delle previsioni sull'andamento delle imprese.

L'elaborato si compone di quattro capitoli, ciascuno dei quali prevede una suddivisione in un numero variabile di paragrafi, a seconda della complessità e della diversità degli argomenti trattati. La struttura dell'elaborato non è casuale, dal momento che la sequenza dei capitoli è programmata per consentire una graduale e corretta comprensione della materia. In particolare, dopo aver fornito una solida base teorica, frutto di una sintesi bibliografica basata prevalentemente sulla letteratura di riferimento, si è voluto applicare quanto esposto ad un caso aziendale.

Il *Capitolo 1* introduce alla disciplina della valutazione d'azienda, definita come il processo utilizzato per quantificare il capitale economico aziendale. La stima di tale valore avviene attraverso la scelta e l'applicazione di metodi valutativi appropriati, nonché delle modalità di stima più idonee e dei diversi parametri valutativi. Negli ultimi anni, tale materia ha subito uno sviluppo notevole, soprattutto grazie ai suoi numerosi ambiti applicativi. La crescente tendenza a svilupparsi per via esterna da parte delle aziende, l'intervento degli investitori istituzionali sui mercati finanziari, la necessità delle società a rendere conosciuto il proprio valore e la valutazione della performance aziendale ai fini di controllo interno, sono tutti fattori che hanno contribuito al successo e allo sviluppo di questa disciplina. Infine, vengono illustrate le fasi principali di cui si compone il procedimento valutativo, ossia la comprensione del motivo e dell'obiettivo della valutazione, la raccolta e l'analisi delle informazioni, la scelta e l'applicazione del metodo di stima e la giustificazione delle scelte intraprese

Il *Capitolo 2* entra nel dettaglio del processo e presenta i metodi di valutazione più diffusi, declinandoli alle diverse situazioni.

Il valutatore deve essere in grado di organizzare il proprio lavoro e di scegliere le informazioni correttamente. Inoltre, egli deve riconoscere la fattispecie valutativa da affrontare, applicando il metodo più opportuno e mantenendo un approccio imparziale e professionale. Se ciò non avviene, il risultato ottenuto non riflette il corretto valore d'azienda, dal momento che l'applicazione di ogni metodo per la stessa situazione, non restituisce il medesimo risultato.

Il valutatore, dunque, deve essere sempre in grado di argomentare le proprie decisioni, giustificando anche la scelta o l'esclusione di alcune variabili. In particolare, nel secondo capitolo verranno approfonditi il *metodo DCF (Discounted Cash Flow)* ed il *metodo dei multipli*, ovvero quelli maggiormente utilizzati nella prassi per la valutazione delle aziende quotate.

Con il *Capitolo 3*, si entra nel vivo del processo valutativo. I primi due paragrafi forniscono una presentazione del Gruppo IMA e del settore produttivo in cui è inserito. Dopo aver esaustivamente contestualizzato l'azienda, si procede ad organizzare le informazioni e a strutturare il procedimento. Si è deciso di optare per il metodo DCF

nella versione *asset-side a due stadi*, basato sull'attualizzazione dei flussi di cassa futuri generati dalla gestione caratteristica operativa ed alla determinazione di un Valore Terminale, calcolato in ipotesi di crescita *steady-state*. Questo metodo è largamente il più utilizzato nella prassi e gode di una buona considerazione da parte della dottrina, che ne riconosce il fondamento scientifico.

IMA S.p.A. – come molte altre grandi imprese industriali – ha un impatto economico e sociale molto forte non solo sul territorio in cui opera. Le sue scelte, che siano corrette o errate, possono avere ripercussioni sui propri *stakeholder* e anche sulle piccole-medio imprese di filiera che essa stessa ha contribuito a far crescere, fino alla creazione di un vero e proprio distretto: la *Packaging Valley* emiliana.

Imprese di tali dimensioni, prevedono l'impiego di molte competenze specializzate e diversificate, che per contribuire a creare valore, devono essere organizzate e coordinate in modo efficiente ed efficace. La valutazione d'azienda, dunque, determina un valore che è il giudizio sull'operato di chi l'azienda la guida e la fa funzionare ogni giorno.

Il processo valutativo viene svolto da un soggetto, interno o esterno all'entità da valutare, il cui compito è quello di effettuare una stima completa, imparziale e corretta. Il valore pervenuto, verrà poi adeguatamente analizzato dal management per implementare delle strategie di massimizzazione del valore e soddisfare le aspettative degli *stakeholder* e degli *shareholder*.

Si precisa che la valutazione d'azienda non è una scienza esatta. A prescindere dalla natura del valutatore, il valore finale dipenderà, anche in minima parte, dai suoi punti di vista e dalle sue convinzioni. Considerando l'importanza di questo aspetto, si è voluto approfondire il tema applicando alcuni concetti di finanza aziendale comportamentale alla materia della valutazione d'azienda.

In particolare, nel *Capitolo 4* verranno esposti gli atteggiamenti che possono indurre il valutatore a cadere in alcune “trappole comportamentali”, approfondendo gli errori tipici commessi da un'analista finanziario in sede di valutazione con metodo DCF.

Gli errori generati durante il processo valutativo, possono condurre alla determinazione di valori d'impresa sovrastimati o sottostimati, con la conseguenza che

investitori e manager effettuino delle scelte errate sulla base di un valore inesatto. Il lavoro svolto in tal sede, è servito anche da autocritica per l'analisi del caso aziendale IMA S.p.A..

Dopo aver approfonditamente scandagliato il panorama italiano delle imprese quotate, si è deciso di optare per IMA S.p.A., fiore all'occhiello dell'industria italiana e leader mondiale nella produzione di macchine automatiche per il confezionamento. I motivi che mi hanno portato a scegliere IMA S.p.A. sono sostanzialmente due.

Il primo, coincide con l'intenzione di analizzare una grande impresa industriale italiana, dal momento che tale settore ha sempre suscitato interesse in me. L'industria meccanica rappresenta una realtà estremamente importante e sviluppata del nostro Paese e sebbene stia riprendendosi dalla profonda recessione che l'ha travolta, i dati a nostra disposizione indicano che la strada da fare per riacquisire competitività e produttività, è ancora lunga.

Il secondo motivo, concerne la grande quantità di informazioni disponibili per IMA S.p.A. e per il suo settore di appartenenza. Questo aspetto mi hanno consentito di condurre una ricerca mirata ed affidabile. Le fonti che ho utilizzato maggiormente – oltre alla letteratura di riferimento – sono stati i documenti societari, i report finanziari, le banche dati e gli studi inerenti al settore di appartenenza e a quelli di riferimento per IMA S.p.A..

Capitolo 1

La valutazione d'azienda

1.1. Introduzione alla materia. – 1.2. Definizione. – 1.3. Il capitale economico. – 1.4. Aspetti generali della valutazione d'azienda. – 1.5. Le configurazioni del capitale e del valore aziendale. – 1.6. Il valore ed il prezzo. – 1.7. Le fasi del processo di valutazione.

1.1. Introduzione alla materia

L'attività dell'impresa è diretta alla produzione di nuovo valore, destinato a soddisfare le aspettative dei suoi *stakeholder*. Questo obiettivo si realizza mediante la *massimizzazione del valore del capitale* investito nell'impresa e ciò comporta la misurazione dei risultati conseguiti, per verificarne l'andamento. La stima del *valore economico del capitale*, effettuata a limitati intervalli di tempo, rappresenta dunque uno strumento opportuno per tutte le imprese (quotate e non quotate) al fine di misurare la modificazione del valore del capitale derivante dalla gestione. Per le imprese quotate si tratta, per di più, di un'operazione inevitabile per attivare, mediante un'adeguata informazione, un'efficace politica di diffusione del nuovo valore prodotto anche sui prezzi di borsa delle azioni negoziate¹. L'attività informativa e la trasparenza sono caratteristiche che si sono dimostrate essere essenziali per la stabilità delle società quotate. Il processo informativo deve interessare sia gli azionisti di minoranza, che

¹ M. Cattaneo, *Principi di valutazione del capitale d'impresa*, p. 13, Il Mulino, 1998.

investono nel capitale dell'impresa con obiettivi non durevoli e di natura solo finanziaria, sia gli azionisti di controllo, che hanno interesse a mantenere il controllo della società e di evitare, da un lato, instabilità dovute a una sovrastima del prezzo azionario, e dall'altro lato, di evitare tentativi di scalata a causa di una sottostima del prezzo.

La periodica stima del valore del capitale economico rappresenta un valido strumento da affiancare ai risultati di bilancio, che spesso da soli non sono sufficienti a delineare lo stato di salute della società e l'apprezzabilità delle sue performance correnti e future. Questi, infatti, non sono adeguatamente strutturati per cogliere gli effetti dell'inflazione sull'attendibilità dei dati e sono insufficienti per consentire di valutare la dinamica delle componenti immateriali del capitale².

1.2. Definizione

La valutazione d'azienda è il processo con cui viene quantificato il capitale economico aziendale (azienda o ramo d'azienda) o di una quota di capitale (pacchetti azionari o quote sociali), mediante la scelta e l'applicazione di metodi valutativi appropriati, nonché delle modalità di stima più idonee dei diversi parametri valutativi (flussi di cassa, flussi di reddito, tassi di crescita, tassi di sconto)³.

Negli ultimi anni la valutazione d'azienda ha richiamato l'attenzione di molti studiosi, manager e analisti. Il crescente fabbisogno valutativo di aziende è riconducibile a:

- *La crescente tendenza allo sviluppo delle aziende per via esterna.* Un'azienda può svilupparsi e incrementare i propri profitti per via interna, perseguendo strategie di vantaggio di costo o di differenziazione del prodotto, oppure per via esterna, attraverso operazioni M&A. In questo caso gli obiettivi di sviluppo

² M. Cattaneo, *Principi di valutazione del capitale d'impresa*, p. 14, Il Mulino, 1998.

³ E. Gonnella, *Logiche e metodologie di valutazione d'azienda – Valutazioni stand alone*, p. 15, 2008, Pisa University Press.

e maggior profitto sono raggiunti, ad esempio, attraverso l'acquisizione di aziende, rami d'azienda, partecipazioni o altre operazioni di finanza straordinaria. Dall'aumento di tali operazioni emerge la necessità di valutare l'azienda target, allo scopo di formulare l'offerta relativa all'eventuale prezzo di acquisto.

- *Il forte intervento degli investitori istituzionali sui mercati finanziari (fondi comuni d'investimento, banche, compagnie assicurative).* Quando si verificano casi di finanza straordinaria, gli amministratori della società sono chiamati a redigere un progetto e ad indicare il rapporto di cambio. Emerge dunque la necessità di calcolare il valore dell'azienda e spesso il management commissiona tale compito a società di revisione o banche d'investimento.
- *La necessità delle società a rendere conosciuto il proprio valore.* In particolare, le società a larga base azionaria, ovvero quelle che possiedono un capitale molto frazionato e dunque potenzialmente esposte al rischio di scalata. Per non incorrere in tale rischio, una società deve attuare le dovute precauzioni affinché il prezzo di mercato delle azioni ne rifletta il valore correttamente. Contestualmente il management deve comunicare agli azionisti il valore dell'azienda per dissuaderli dal vendere le loro azioni. Contrariamente, nel caso in cui la società fosse sottovalutata e dunque il prezzo di mercato delle azioni fosse inferiore al loro valore, si incentiverebbero tentativi di scalata.
- *La valutazione della performance aziendale.* Molto spesso il bilancio d'esercizio presenta dei limiti nella rappresentazione dei valori, come nel caso degli asset intangibili (es. *know how*, coesione dei dipendenti, reputazione e immagine dell'impresa), sempre più alla base della competitività di un'azienda. Per riuscire a stimare la ricchezza creata o distrutta dall'azienda, il management effettua dunque delle stime periodiche, affiancando l'analisi dei documenti di bilancio con un giudizio di performance.

- *La redazione del bilancio d'esercizio per le società che impiegano i principi contabili internazionali.* I principi contabili internazionali tendono ad accentuare la convergenza tra la materia del bilancio e quella della valutazione d'azienda, presupponendo la conoscenza e l'impiego delle tecniche valutative. Ad esempio, lo IAS 36 prevede l'impairment test, volto a verificare se le attività aziendali abbiano subito una perdita di valore. L'applicazione di questo principio richiede un'approfondita conoscenza delle metodologie valutative.
- *La privatizzazione delle aziende pubbliche.* Dopo l'epopea delle privatizzazioni degli anni '90, la commistione tra pubblico e privato è un fenomeno oggi frequente. Per tale motivo, spesso accade che enti pubblici cedano quote di capitale a privati, che necessitano di conoscere il suo valore prima dell'acquisizione.

Ambiti	Operatori
Operazioni di finanza straordinaria	<ul style="list-style-type: none"> ◇ Banche di investimento ◇ Professionisti ◇ Società di revisione contabile
Bilancio di esercizio	<ul style="list-style-type: none"> ◇ Amministratori ◇ Consulenti esterni
Performance dell'azienda	<ul style="list-style-type: none"> ◇ Management
Analisi di borsa	<ul style="list-style-type: none"> ◇ Analisti finanziari

Figura 1 *Relazione tra ambiti e operatori coinvolti nella valutazione.*

Dall'interessamento alla materia valutativa sono poi nati accesi dibattiti sull'utilizzo dei metodi di valutazione, portando all'elaborazione di approcci diversi a seconda della categoria dei soggetti sia incaricati sia sottoposti alla valutazione.

In particolare, gli analisti finanziari e i consulenti aziendali prediligono l'impiego di metodi basati sui flussi (reddituali e finanziari). I professionisti e i revisori, influenzati

dalle normative e dalle prassi locali, utilizzano sia i metodi patrimoniali che quelli basati sui flussi.

I soggetti predisposti al processo valutativo subiscono l'influenza di due principali culture in questo ambito: la cultura anglosassone e la cultura mitteleuropea. La *cultura anglosassone* adotta prevalentemente approcci valutativi basati sui metodi finanziari (in particolare DCF) e sui multipli di borsa. Questa corrente è dominante in Gran Bretagna, USA e Canada. Secondo la teoria della scuola anglosassone l'obiettivo da perseguire nella valutazione d'azienda è la massimizzazione del valore di mercato delle azioni. La *cultura mitteleuropea*, invece, ritiene che in assenza di mercati finanziari sviluppati ed efficienti, l'entità che deve essere massimizzata è il capitale economico.

Per conseguenza, la teoria e la pratica anglosassoni si basano maggiormente sui metodi finanziari, mentre la scuola mitteleuropea, pur riconoscendo un maggior rigore formale a tale logica, avanza dubbi sulla sua applicazione pratica, poiché essa presuppone la prevedibilità di eventi futuri spesso incerti. Per tale ragione la scuola mitteleuropea predilige l'applicazione dei metodi reddituali, meno elaborati da calcolare e meno incerti sotto il profilo temporale.

Sia il metodo finanziario che quello reddituale si basano su grandezze di flusso, tuttavia il primo considera maggiormente la distribuzione degli utili, mentre il secondo si focalizza sulla loro produzione.

Negli ultimi anni tuttavia, si è assistito a una propensione maggiore verso i metodi finanziari in molti paesi europei. Il nostro Paese ha sviluppato una propria cultura valutativa che potremmo definire una commistione tra le due culture sopracitate, le quali convivono quasi pariteticamente, per via della notevole diffusione assunta dai metodi finanziari negli ultimi anni. Una ricerca effettuata in Italia nel triennio 2004-2007 dimostra che nel 24% delle operazioni M&A, la valutazione d'azienda è stata effettuata con il metodo finanziario⁴.

⁴ O. Ferraro, *La valutazione d'azienda nelle operazioni di M&A. Un'analisi delle principali scelte valutative*, Quaderno Monografica RIREA, 2008.

1.3. Il capitale economico

L'art. 2555 del Codice Civile definisce l'azienda come "il complesso dei beni organizzati dall'imprenditore per l'esercizio d'impresa". L'azienda si distingue dai beni singoli che la compongono: il trasferimento integrale o parziale di questi ultimi non implica necessariamente la sua contemporanea cessione, poiché essa può perseguire i propri scopi con altri beni o servizi. L'azienda dunque è il mezzo con il quale l'imprenditore esercita l'attività a fini di lucro. Condizione imprescindibile è l'esistenza e l'organizzazione dei beni impiegati nel processo produttivo, tra cui denaro, crediti, merci, beni mobili, immobili, valori immateriali, etc. I beni, però, non devono essere dissociati l'uno dall'altro e Balducci sostiene, esaustivamente, che «*il complesso dei beni organizzati dall'imprenditore ricomprende l'universitas rerum che contribuisce direttamente a realizzare la funzione unitaria e globale dell'azienda*»⁵.

L'azienda è considerata come un complesso organico di elementi organizzati per l'esercizio dell'impresa, comprensivo dell'avviamento: l'azienda non consiste semplicemente in una somma di beni strumentali all'esercizio d'impresa, ma consiste in un insieme di elementi, materiali e immateriali, che idoneamente organizzati in un complesso organico sono adeguati a conseguire lo scopo in vista del quale la coordinazione fra essi è stata posta in essere.

Il processo valutativo è finalizzato alla stima del valore aziendale, ossia il valore del *capitale economico* dell'impresa. In tale configurazione, il capitale non dipende dalla diretta considerazione dei singoli elementi che lo compongono, per apparire nella sua globalità come massima espressione della loro complementarietà e coordinazione, e viene stimato come valore unitario mediante un processo di sintesi⁶. Il processo di valutazione ha per oggetto il capitale economico dell'impresa disponibile in un determinato momento, nell'ottica della continuità aziendale e delle aspettative future.

Il capitale economico viene quantificato da un valutatore indipendente mediante una valutazione *stand alone*, ossia considerando l'azienda autonomamente e

⁵ Balducci D., "La valutazione dell'azienda", p. 20, FAG Milano, 1998.

⁶ Balducci D., "La valutazione dell'azienda", p. 26, FAG Milano, 1998.

nella sua attuale condizione di funzionamento, nell'ipotesi di mantenimento della forma imprenditoriale. I fattori che lascino prevedere migliori performances future (ad esempio, tasso di crescita del settore, livello di concentrazione della clientela, grado di differenziazione delle offerte produttive), non vengono dunque presi in considerazione.

Si sottolinea l'importante differenza che sussiste tra il valore del capitale economico e il *valore del capitale proprio*, che rappresenta i diritti detenuti dagli azionisti nell'impresa. Nelle società quotate il valore del capitale proprio corrisponde alla *capitalizzazione*, ossia il valore di mercato del capitale proprio. Il valore aziendale (EV), invece, comprende il valore di mercato del capitale proprio e il valore di indebitamento dell'azienda, i suoi fondi pensionistici, gli interessi di minoranza e altri diritti, ed è rappresentativo sia del valore delle attività primarie che di quelle secondarie.

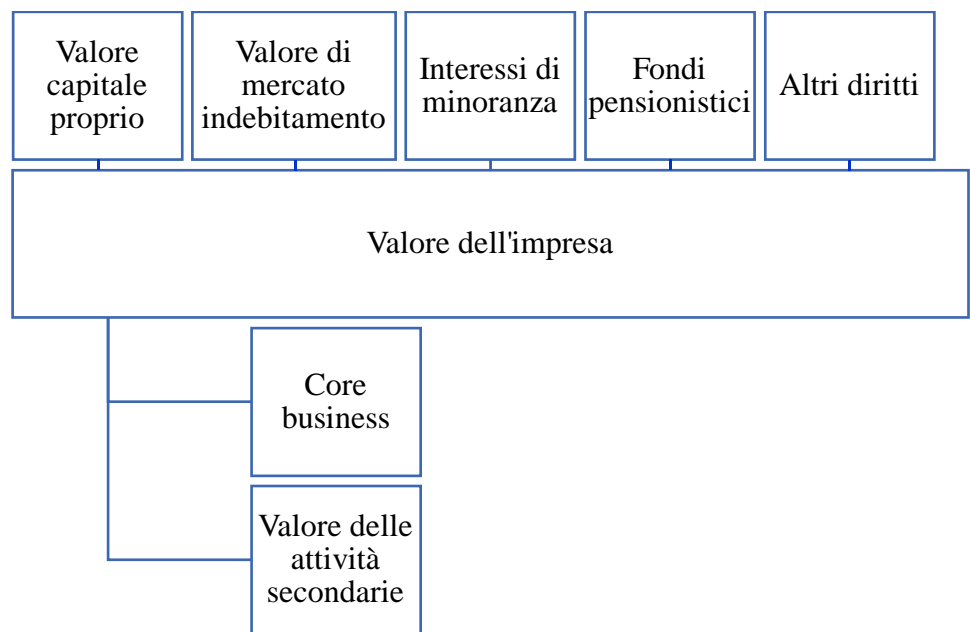


Figura 2 Rapporto tra valore del capitale proprio e valore d'impresa.

1.4. Aspetti generali della valutazione d'azienda

Differentemente da quanto accade nell'ambito valutativo riferibile alla redazione del bilancio d'esercizio, in cui si osservano valori certi (ad es. fatturato, costi documentati da fattura), stimati (ad es. fondi spese) e congetturati (ad es. ammortamenti) in caso di valutazione d'azienda non è possibile determinare valori certi in assoluto, ma solo valori realistici. Per questa ragione, per uno stesso oggetto, si possono avere valori diversi in relazione al mutare del soggetto che completa la stima. Per questo motivo, prima di procedere con la valutazione, per ottenere un valore coerente e obiettivo, è necessario considerare:

- *Lo scopo della valutazione.* Cambiamenti dello scopo valutativo possono indurre modifiche dei metodi e dei parametri di valutazione, nonché del valore a cui si perviene. Per esempio, la valutazione d'azienda effettuata per la richiesta di un fido bancario o di una garanzia, verrà espressa con un valore che tende a coincidere con quello di liquidazione, poiché viene considerata l'esigibilità del debito. Se, invece, la funzione della valutazione è la richiesta di una copertura assicurativa, il valore sarà espresso in termini di mercato, nell'ottica del teorico indennizzo⁷.

Il valore dell'azienda è dunque un valore *relativo*, non unico né definitivo, proprio perché risente delle esigenze aziendali per le quali viene quantificato e perché il valutatore conserva un discreto margine di soggettività nella valutazione, comunque circoscritto da principi dettati dalla legge e dalla prassi professionale. I principi riguardano l'attendibilità delle stime, la neutralità delle valutazioni, l'unitarietà e significatività dei dati interni ed esterni, il grado di analiticità, l'indipendenza e la professionalità del valutatore, che deve essere obiettivo, corretto e riservato.

- *La natura dell'azienda.* I metodi utilizzati per la stima cambiano in funzione del tipo di impresa in oggetto. Per esempio, un'impresa che possiede un elevato

⁷ Balducci D., *La valutazione dell'azienda*, p. 29, FAG Milano, 1998.

grado di patrimonializzazione, presenterà elevati investimenti materiali. Di converso, un'impresa attiva nel settore terziario, presenterà molti asset intangibili. Si può facilmente constatare che le entità appena citate necessitano di metodi valutativi diversi: la prima dovrebbe essere valutata con un metodo patrimoniale, la seconda con un metodo preferibilmente finanziario o basato sui multipli.

- *Il ciclo di vita dell'azienda.* Il valore dell'azienda dipende dalla sua capacità reddituale, ossia la capacità di generare flussi di cassa, che varia a seconda che l'azienda si trovi un determinato stadio della sua vita. Si può affermare che la valutazione è generalmente più semplice nelle ultime fasi di vita di un'impresa, poiché la maggiore disponibilità di dati storici e informazioni inerenti alle performance aziendali e di mercato e la maggiore disponibilità di aziende comparabili, rendono il processo valutativo più completo, veritiero e meno discrezionale⁸. Inoltre, la fase del ciclo di vita in cui si trova l'impresa, condiziona la scelta del metodo utilizzato per valutarla. Infatti, nelle fasi iniziali, non sarà possibile utilizzare il metodo dei multipli, sia a causa dello scarso numero di imprese comparabili, sia perché le variabili che si utilizzano all'interno del metodo fanno spesso riferimento a grandezze come i ricavi e gli utili, che nella fase primordiale di un'impresa sono spesso negativi. Tali grandezze compaiono a denominatore, dunque è facile comprendere come il modello sia inapplicabile per il fatto che non rispetterebbe il dominio della funzione.

La vita di un'azienda viene suddivisa in cinque fasi:

- *Start up.* Questa fase rappresenta lo stadio iniziale della vita di un'impresa. Il prodotto/servizio non ha ancora avuto un riscontro da parte del mercato. L'impresa compie un numero limitato di operazioni e non ci sono *comparables*. Le informazioni disponibili sono poche, dunque le stime che si andranno eventualmente ad effettuare rischiano di essere largamente inaccurate.

⁸ Damodaran A., *Valutazione delle aziende*, p. 11, Apogeo, 2002.

- *Sviluppo*. Dopo che l'azienda sarà riuscita a creare una propria rete di clienti e avrà guadagnato il proprio spazio all'interno del mercato, i suoi ricavi aumenteranno rapidamente, anche se non possono essere esclusi dei periodi in perdita. Le operazioni correnti forniscono utili informazioni su prezzi e crescita attesa. Tuttavia, i dati e le informazioni di cui l'azienda dispone sono ancora esigui e precari, soprattutto a causa dell'insufficiente storia operativa e dei continui cambiamenti all'interno del settore e del mercato. Inoltre, le *comparables* non sono affidabili, poiché spesso si trovano nella stessa fase e devono affrontare gli stessi problemi dell'impresa oggetto di analisi. La valutazione risulta dunque ancora difficoltosa e non attendibile

- *Crescita*. I ricavi e gli utili crescono rapidamente, anche se i secondi ad un tasso inferiore rispetto ai primi. Le operazioni correnti e quelle passate forniscono importanti informazioni ai fini della valutazione. Inoltre, il numero di *comparables* è ora stabile ed elevato, ed è possibile osservare imprese simili in diversi stadi del ciclo di vita.

- *Maturità*. Gli utili e i flussi di cassa continuano ad aumentare velocemente, grazie agli investimenti effettuati in passato. La necessità di effettuare nuovi investimenti diminuisce. Le operazioni correnti ora, diversamente da quanto accadeva nelle altre fasi del ciclo di vita, dove la fonte del valore era prevalentemente data dalla crescita futura attesa, forniscono sufficienti informazioni per quantificare il valore aziendale e per prevedere quali saranno le prospettive future, grazie anche all'elevato numero di informazioni reperibili dai dati storici. Inoltre, le *comparables* sono molte e si trovano spesso nella stessa fase del ciclo di vita.

- *Declino*. Le vendite e gli utili diminuiscono perché il business dell'impresa è maturo ed il mercato, saturo. La società ha sempre meno

bisogno di nuovi investimenti, poiché gli investimenti correnti continuano a creare flussi. Dunque il valore dell'impresa è dato totalmente dalle attività correnti. Le *comparables* si riducono e, spesso, si trovano nello stesso stadio di declino dell'impresa oggetto di valutazione.

	Start up	Sviluppo	Crescita	Maturità	Declino
Ricavi	Non esistenti o bassi	In crescita	In elevata crescita	In rallentamento	In decrescita o negativi
Utili	Negativi	Bassi o negativi	Positivi e in crescita	In crescita costante	In decrescita
Dati storici	Inesistenti	Limitati	Modesti	Sufficienti	Abbondanti
Imprese comparabili	Nessuna	Alcune (nella stessa fase del ciclo di vita)	Più imprese (in diverse fasi del ciclo di vita)	Molte imprese (in diverse fasi del ciclo di vita)	Meno imprese (scarse quelle presenti nella fase di declino)
Fonte del valore	Interamente la crescita futura	Prevalentemente la crescita futura attesa	Crescita futura attesa e attività in essere	La maggior parte del valore deriva dalle attività in essere	Il valore deriva interamente dalle attività in essere

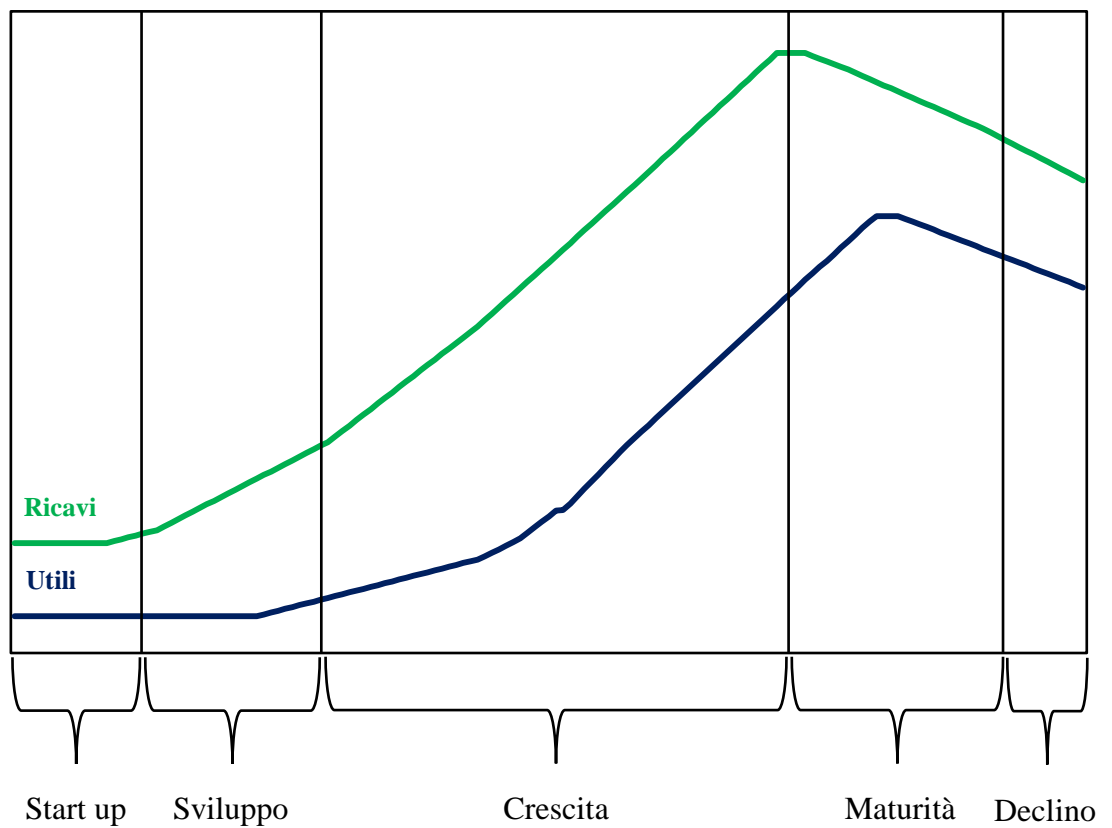


Figura 3 Evoluzione del processo di valutazione lungo il ciclo di vita dell'impresa.

- *La situazione economica dell'azienda.* La capacità dell'azienda di produrre reddito influisce sulla scelta del metodo di stima. Per esempio, non è indicato valutare un'azienda con metodi reddituali se questa è in perdita da anni, poiché il valore trovato risulterebbe negativo e non attendibile.
- *La prospettiva di osservazione.* Le valutazioni d'azienda possono essere compiute da periti indipendenti o da valutatori di parte, incaricati da una società oppure facenti parte della stessa all'interno del management. Un perito indipendente svolgerà la valutazione tralasciando gli effetti di trasferimento e non considerando le convenienze delle parti interessate. L'azienda sarà dunque valutata secondo logiche *stand alone*, pervenendo ad un valore neutrale. Il perito di parte, invece, effettuerà una valutazione considerando le convenienze specifiche dei contraenti e gli effetti economici che il trasferimento genererà,

come le sinergie che si verranno create, non agendo con la stessa ottica neutrale e obiettiva di un valutatore indipendente.

1.5. Le configurazioni del capitale e del valore aziendale

Il capitale aziendale assume diverse configurazioni in relazione al processo valutativo adottato e allo scopo o della stima.

- *Capitale di funzionamento.* Si riscontra all'interno del bilancio ed è necessario per definire il reddito d'esercizio. La situazione di riferimento è quella dell'azienda in funzionamento, per cui la stima si basa sul presupposto della continuità della vita aziendale. Nella valutazione di questa entità i singoli elementi patrimoniali attivi e passivi vengono valutati in funzione di tutti gli altri.
- *Capitale di liquidazione.* La situazione di riferimento è quella dell'azienda in liquidazione, dunque un'azienda nella sua fase terminale. In questo caso, gli elementi attivi e passivi del capitale vengono stimati disgiuntamente e poi sommati in un momento successivo. Le attività verranno stimate mediante il criterio del valore di presunto realizzo, le passività mediante quello del valore di presunta estinzione.
- *Capitale di trasferimento.* La situazione di riferimento è il trasferimento dell'azienda, in cui il complesso aziendale viene alienato e destinato strutturalmente a un nuovo imprenditore, con l'obiettivo di continuare l'attività svolta. Dunque cambia la proprietà, ma la vita aziendale continua. Ciò non implica che l'azienda debba essere ceduta *in toto*, poiché il trasferimento opera anche quando, con ripetute alienazioni di singoli beni aziendali, viene resa apparente la disgregazione del complesso in efficienza, ma l'unitarietà funzionale è sostanzialmente intatta.

All'interno della definizione di capitale di trasferimento si trova la definizione di *capitale economico*, già stata discussa al paragrafo 1.2.

Il capitale economico rappresenta il *valore* ottenuto con riferimento alla redditività già dimostrata dall'azienda ed è un valore generale, stimato da un valutatore indipendente con una logica *stand alone* preferibilmente nel breve periodo.

Un'altra configurazione del valore d'azienda è rappresentata dal *valore potenziale*, ottenuto considerando la capacità reddituale acquisibile dall'azienda nel medio-lungo periodo a seguito della sua crescita e delle sue strategie. Ci si riferisce al valore che avrebbe l'azienda se modificasse la propria forma imprenditoriale, senza comunque considerare le sinergie. Un esempio può essere rappresentato dal *leverage buy out*.

Il *valore limite di acquisizione* è il valore attribuito dai potenziali acquirenti all'azienda target, basato sulla sua redditività potenziale e anche sui vantaggi che sperano di ritrarre dall'acquisizione, ovvero le sinergie che verranno a crearsi dopo l'integrazione del complesso acquisito. Le *sinergie* possono essere:

- *Sinergie di mercato*. Tali sinergie sono riscontrabili quando l'acquisizione dell'azienda target permette l'ingresso in nuovi mercati, offrendo dunque la possibilità di espandere il business dell'acquirente e perfezionare le proprie conoscenze produttive. Oppure, quando l'acquisizione dell'azienda target, appartenente allo stesso settore di mercato, consente un incremento della propria quota di mercato e la soppressione di un concorrente.
- *Sinergie operative*. Emergono dalla condivisione di risorse produttive materiali o immateriali che consentono di risparmiare sui costi, come ad esempio lo sviluppo di economie di scala e di scopo.
- *Sinergie finanziarie*. Comportano un miglioramento del rapporto di indebitamento, delle condizioni di negoziazione dei finanziamenti e una riduzione del costo del capitale.
- *Sinergie fiscali*. Tali sinergie vengono ricercate spesso da gruppi costituiti da società dislocate in diversi Paesi, dove è possibile beneficiare di agevolazioni

fiscali decentrando, per esempio, il reddito all'azienda che opera nel Paese in cui è prevista una minore pressione fiscale.

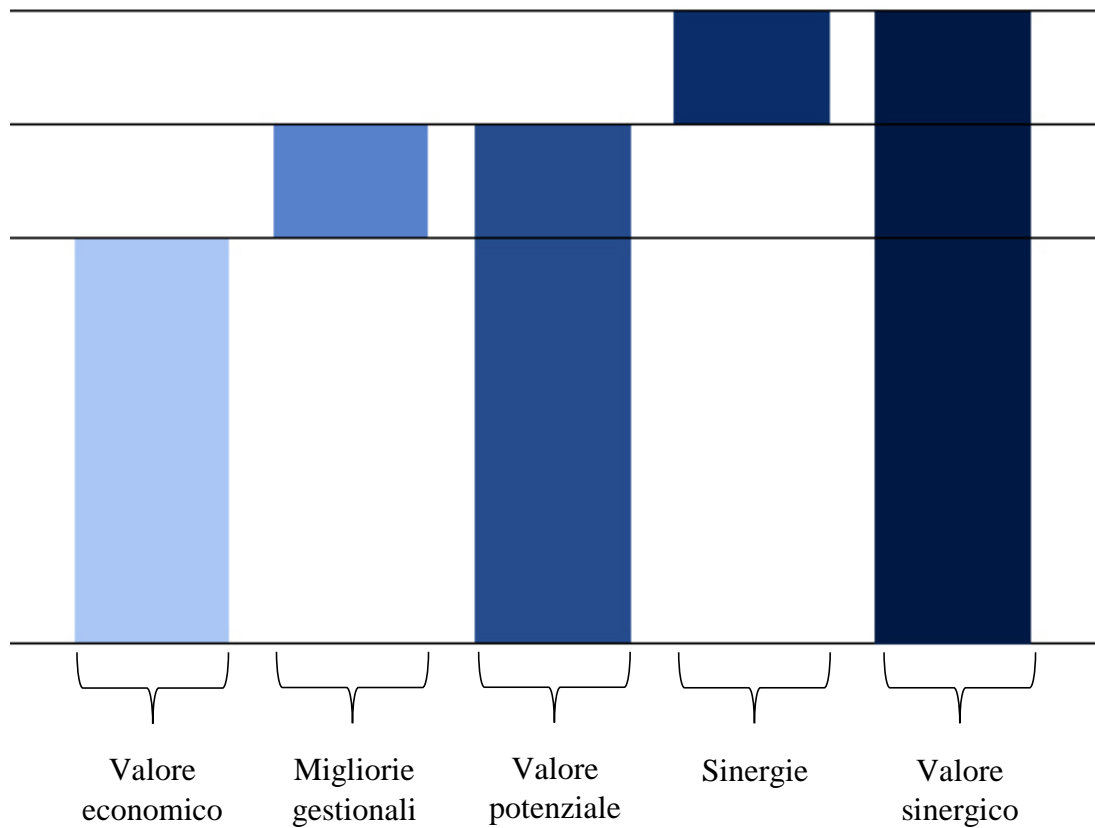


Figura 4 *Configurazioni di valore aziendale: il valore dell'azienda aumenta quando si considerano gli effetti di miglioramento gestionale e le sinergie.*

1.6. Il valore ed il prezzo

Apparentemente, il significato di capitale economico, ovvero del valore d'azienda in ottica *stand alone*, sembrerebbe coincidere con il *prezzo di trasferimento* a cui l'azienda dovrebbe essere ceduta. Tuttavia, valore teorico e prezzo non possono coincidere se non in un mondo ideale in cui vi sia completa simmetria informativa, mobilità dei capitali, assenza di conflitti d'interesse. Infatti, i due valori differiranno quasi sempre a causa di molteplici fattori, quali la forza contrattuale dei contraenti, i loro interessi economici (tra cui gli effetti fiscali potenzialmente positivi a carico dell'acquirente che, in base alla forma del trasferimento, generano dei correttivi al valore economico del capitale), le utilità prospettive (tra cui, per esempio, le economie di scala a cui l'impresa acquirente può pervenire dopo il trasferimento oppure alla maggiore quota di mercato acquisibile e dunque a maggiori profitti futuri), l'abilità commerciale, le modalità di pagamento e le clausole contrattuali.

Il *valore* risultante dal processo valutativo è da considerarsi come la quantità di denaro equivalente al bene "azienda", in base ad un giudizio quantitativo espresso da un soggetto valutante, il quale effettua una stima soggettiva. La soggettività, tuttavia, non è sinonimo di irrazionalità, in quanto il valore scaturisce da un processo di valutazione che si fonda su logiche e metodologie generalmente condivise.

Il *prezzo* risulta invece da un processo negoziale tra due parti e si forma dall'incontro tra una domanda e un'offerta. È improprio considerare il valore e il prezzo come due concetti completamente separati e autonomi. Infatti, il valore teorico costituisce il punto di partenza nelle contrattazioni per il trasferimento dell'azienda, poiché prima di giungere alla definizione del prezzo finale, è necessario maturare un'idea del valore dell'azienda *target*.

Alla luce di queste considerazioni, si deduce che esisterà un unico valore del capitale economico (dopo l'individuazione del metodo valutativo più idoneo alla fattispecie in causa) e molteplici prezzi, ovverosia valori di trasferimento.

La Borsa e i mercati regolamentati offrono una valutazione delle società quotate, chiamata *capitalizzazione*, che si ottiene moltiplicando il prezzo di mercato del titolo in oggetto per il numero di azioni emesse. Tale valore, tuttavia, non riflette efficacemente il valore della società, poiché le azioni circolanti in Borsa vengono negoziate in modeste quantità. Conseguentemente, il prezzo delle azioni può

presentare valori sottostimati. Inoltre, il prezzo non dipende solo da fattori economici, ma anche da fattori politici e sociologici, non ultimi dai movimenti speculativi. Un valore sottostimato della capitalizzazione espone la società ad un elevato rischio di scalate e anche per tale motivo il management deve fare in modo che la capitalizzazione si avvicini il più possibile al valore della società calcolato mediante articolati metodi valutativi, rendendo inoltre consapevoli gli azionisti di minoranza del valore reale delle azioni in loro possesso.

1.7. Le fasi del processo di valutazione

Il processo di valutazione viene sintetizzato in *quattro fasi* essenziali:

1. *La comprensione del motivo e dell'obiettivo della valutazione.*

Alla base di ogni valutazione d'azienda c'è sempre una motivazione che la rende necessaria e che può essere ricondotta:

- *ad un'operazione sul capitale*, come il trasferimento d'azienda sotto forma di conferimento, fusione o scissione. In questo caso il processo valutativo è volto a stabilire la quantità di azioni o quote da assegnare, ma anche a stimare il valore di cambio. Oppure si considerino i casi di aumento o riduzione del capitale sociale. Nella prima ipotesi verranno emesse nuove azioni e la valutazione avrà lo scopo di determinare il prezzo di emissione. Nella seconda, il recesso dei soci comporterà la necessità di determinare il prezzo di liquidazione delle loro azioni.
- *alla determinazione di una strategia*, per valutare la convenienza di un potenziale investimento previsto da un piano strategico. Ad esempio, prima di acquisire un'azienda, un ramo d'azienda o una partecipazione di un competitor oppure di un'impresa operante in un settore diverso da quello del potenziale acquirente, si necessita

una valutazione dell'impresa target al fine di comprendere se l'investimento di risorse che si andrà a effettuare sarà profittevole o meno e se andrà quindi a creare del valore per l'azienda. Questo tipo di valutazione viene spesso effettuata per stabilire la convenienza di un investimento in start-up innovative in settori emergenti. Di converso, anche nel caso in cui una società voglia cedere una partecipazione rilevante ma non determinante per il controllo, oppure un ramo d'azienda, effettuerà una valutazione per stimare la convenienza del disinvestimento.

- *alla stima di una performance periodica*, per ricavare degli indicatori di performance più idonei del reddito del periodo a mettere in evidenza la ricchezza che si forma e si distrugge.
- *alla redazione del bilancio*, nel caso in cui la società di riferimento utilizzi i principi contabili internazionali IAS/IFRS. Basti considerare, per esempio, al principio del *fair value* sostituitosi al principio del costo, che ha portato le società ad effettuare delle correzioni dai valori contabili a quelli di mercato mediante le regole valutative.

Una volta compreso il motivo che ha indotto la valutazione, si procede alla comprensione del motivo e dell'obiettivo della valutazione. Questa prima fase si articola attraverso la ponderazione di due passaggi:

- *L'obiettivo della valutazione*. La definizione dell'obiettivo della valutazione rappresenta un punto fondamentale del processo valutativo, in quanto definisce il suo fine e utilizzo. Durante questa fase preliminare il valutatore incaricato, sia esso interno o esterno alla società, potrà richiedere un colloquio con il richiedente della valutazione per ottenere maggiori informazioni ai fini dell'applicazione del corretto metodo e approccio valutativo. Allo stesso tempo, il valutatore delinea l'obiettivo della valutazione, ossia il tipo di valore da stimare. Per esempio, il valore a cui si vuole giungere quando si vuole stimare il trasferimento di un'azienda, coincide con il prezzo di mercato. Invece, qualora si procedesse alla

quotazione di una società, l'obiettivo della valutazione sarà quello di definire il valore dell'impresa ai fini della successiva quotazione.

- *La definizione del valore da stimare.* La definizione del valore stimato dipende dall'obiettivo e dal motivo della valutazione. Nel caso in cui dovessero mancare indicazioni specifiche da parte del committente della valutazione, il valutatore può scegliere liberamente la definizione del valore che ritiene maggiormente appropriata al caso in questione.

2. *La raccolta e l'analisi delle informazioni.*

La raccolta e l'analisi delle informazioni rappresenta una fase cruciale, poiché dalla qualità e correttezza delle informazioni raccolte dipende l'attendibilità della stima.

Ai fini di una migliore efficienza organizzativa, le informazioni sono suddivise in *interne* ed *esterne*.

- *Informazioni interne.* Sono rintracciabili all'interno dell'azienda e sono rappresentate:
 - *dalla storia aziendale.* Tutti i dati raccolti attraverso indagini e interviste, danno al valutatore un quadro di riferimento importante al quale rapportare tutte le informazioni che troverà in seguito, poiché sapere quali sono i valori aziendali, le risposte storiche ai cambiamenti e le regole non scritte su cui si muove l'organizzazione sociale, aiuterà il valutatore a determinare le previsioni sul futuro dell'assetto aziendale.
 - *dai documenti contabili.* La maggior parte dei dati quantitativi su cui verterà il processo valutativo sono ricavati da stati patrimoniali, conti economici, note integrative e rendiconti finanziari. Come già accennato, da questi documenti vanno adeguatamente riclassificati per ottenere i parametri idonei al metodo di valutazione che verrà utilizzato.

- *Informazioni esterne.* Le informazioni esterne concernono il settore e l'ambiente in cui opera l'azienda. che può essere locale, nazionale o extra-nazionale. L'analisi strategica del contesto ambientale e delle prospettive del settore di riferimento rappresentano elementi fondamentali per l'affidabilità degli scenari previsionali necessari alla valutazione.

Mediante la consultazione di associazioni di categoria e indagini statistiche promosse da enti pubblici e privati, si possono rinvenire informazioni su:

- *la situazione di mercato e aziende concorrenti*
- *l'aspettativa di crescita futura del settore*
- *la possibilità di espansione legata all'innovazione tecnologica e al reperimento di materiali*
- *l'andamento dell'inflazione e dei tassi d'interesse*

3. *La scelta e l'applicazione del metodo di stima.*

Tutti gli elementi e i fatti precedentemente analizzati sono propedeutici e finalizzati alla scelta di un metodo di stima idoneo, che sia in grado di rappresentare correttamente il valore dell'azienda. In sintesi, in base al tipo di azienda e allo stato in cui si trova, al settore di riferimento e al tipo di operazione aziendale, il valutatore utilizzerà:

- *Metodi basati su grandezze di flusso (redditi o flussi di cassa),* in cui si distinguono i *metodi reddituali*, che pongono in primo piano la redditività futura dell'azienda, e i *metodi finanziari*, che attribuiscono primaria importanza ai flussi di cassa disponibili in futuro.
- *Metodi basati su grandezze stock,* in cui compaiono i *metodi patrimoniali*, idonei alla valutazione di società con un elevato grado di patrimonializzazione.

- *Metodi misti*, i quali tengono conto esplicitamente, in un'unica formula, di valutazioni sia patrimoniali che reddituali.
- *Metodi basati sui multipli*, in cui trova collocazione l'approccio delle società comparabili, molto utilizzato dagli analisti finanziari per valutare gruppi e società quotate.

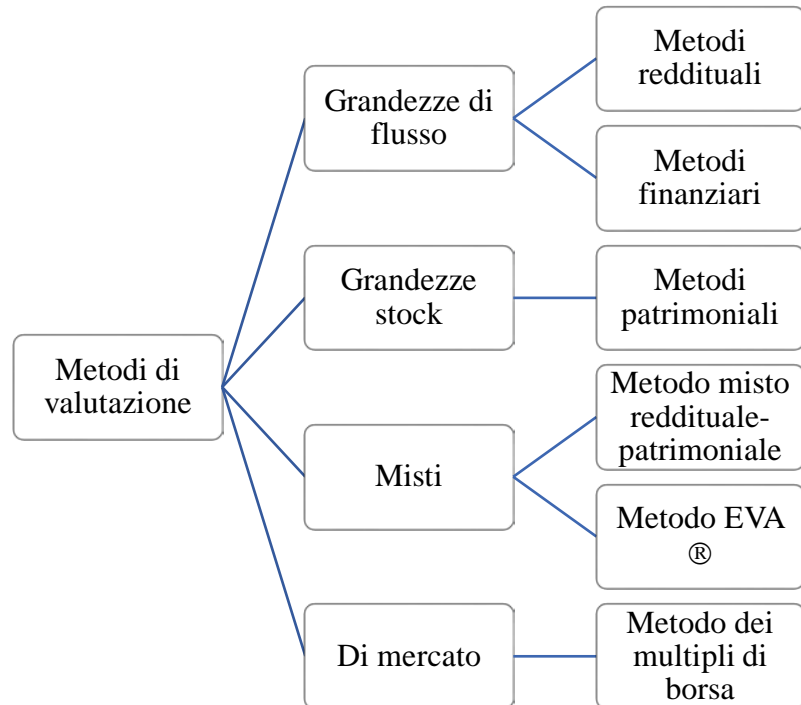


Figura 5 I metodi di valutazione d'azienda.

4. La stesura della relazione sulla valutazione.

La relazione di valutazione deve contenere informazioni riguardanti:

- *l'incarico al valutatore*
- *l'oggetto dell'incarico*
- *le fonti d'informazione e attendibilità dei dati*
- *l'ambito operativo*
- *l'indicazione dei metodi*

- *il grado di soggettività che il valutatore ha utilizzato*, applicando, per esempio, delle semplificazioni o delle assunzioni non dichiarate in fase preliminare.

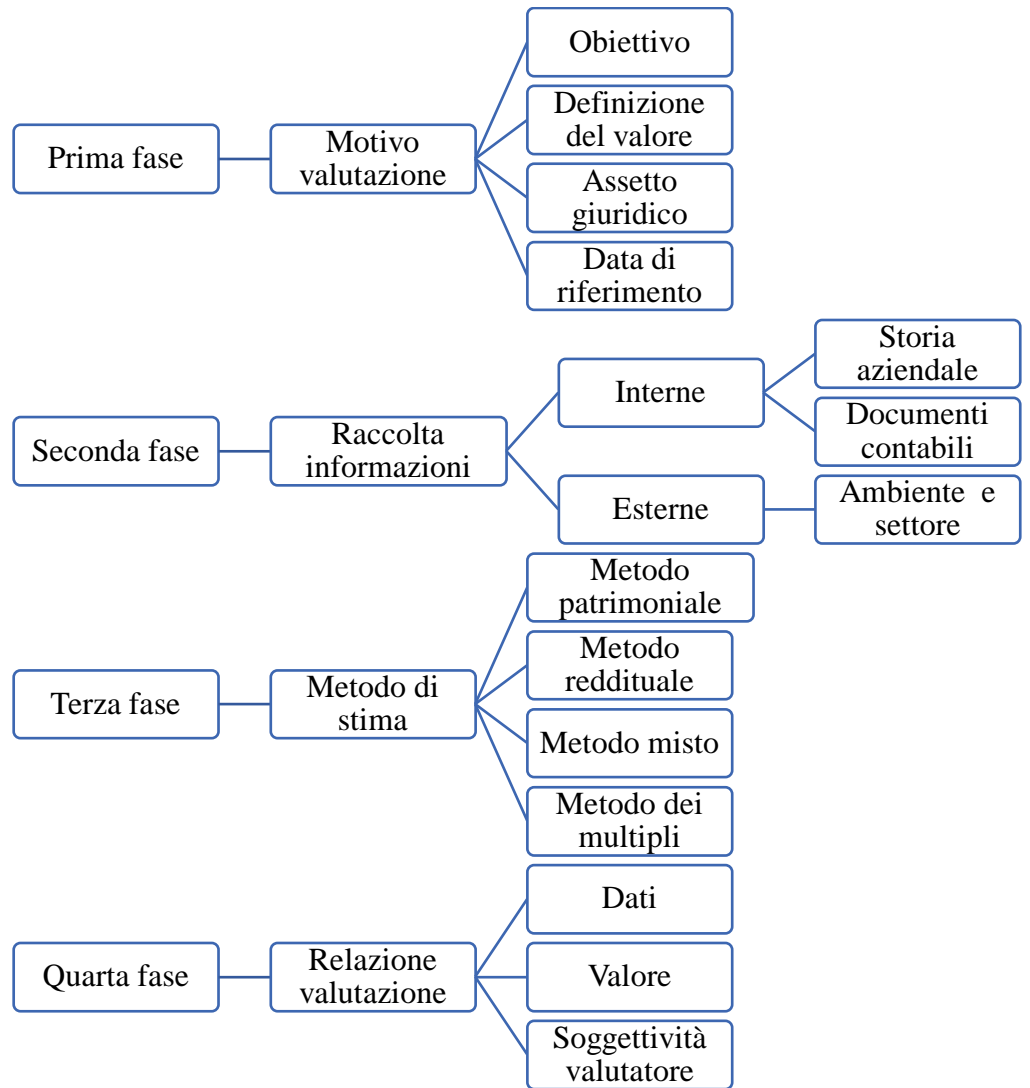


Figura 6 *Le fasi del processo di valutazione.*

Capitolo 2

I metodi di valutazione d'azienda

2.1. Una visione generale del processo valutativo. – 2.2. Il metodo patrimoniale. – 2.3. I metodi basati sui flussi: il metodo reddituale e il metodo finanziario. – 2.4. Il metodo reddituale. – 2.5. Il metodo finanziario. – 2.5.1. Il metodo dei flussi di cassa attualizzati (Discounted Cash Flow). – 2.5.2. La stima dei tassi di sconto. – 2.5.3. I metodi applicativi. – 2.5.4. Il metodo finanziario sintetico. – 2.5.5. Il metodo finanziario analitico. – 2.5.6. La stima del Terminal Value. – 2.6. Il metodo dei multipli. – 2.6.1. I multipli asset-side. – 2.6.2. I metodi equity-side.

2.1. Una visione generale del processo valutativo

La valutazione d'azienda è un'operazione complessa e delicata. Il valutatore deve esaminare diverse soluzioni e ponderare quale sia il metodo più adatto al caso in questione. Inoltre, la materia è in costante evoluzione e, se da un lato si assiste ad un'omogeneizzazione metodologica a livello globale, dall'altro la dottrina elabora nuove soluzioni. Ad ogni modo, non esiste un metodo universale, applicabile per ogni situazione, essendo ogni valutazione relativa allo specifico tipo di operazioni aziendali cui si riferisce. Per esempio, alcuni criteri e tecniche sono applicabili ad aziende

industriali o commerciali, ma non lo sono per aziende di servizi, dove è dominante il capitale umano rappresentato dall'imprenditore e dai soci, e non dall'organizzazione materiale. Allo stesso modo, non sono applicabili per banche, assicurazioni e società operanti nel settore terziario.

L'importanza della scelta del metodo di valutazione è fondamentale perché, a seconda del metodo scelto si otterrà un risultato diverso. Per limitare il grado di soggettività che, comunque, rimarrà sempre in minima parte in capo al soggetto valutatore, è opportuno verificare la sussistenza di quattro *caratteristiche richieste alle formule operative*:

1. *Obiettività*. Il contenuto del metodo deve essere esente il più possibile da considerazioni soggettive e discrezionali, ma riferito a dati certi e autonomi, corrispondenti alla realtà effettiva e controllabili. Alcuni procedimenti sono perfetti dal punto di vista teorico, ma non attendibili dal punto di vista dei risultati perché fanno riferimento a scelte arbitrarie e dati non disponibili. Dati e previsioni non sono credibili quando vengono stimati con effetti futuri lontani.
2. *Neutralità*. La valutazione non dovrebbe dipendere dagli interessi delle parti, da arbitrarietà immotivate e deve essere autonoma e generale. Nelle contrapposizioni e nella negoziazione delle parti, prescinde dagli effetti di domanda e offerta.
3. *Razionalità*. La scelta del metodo valutativo deve derivare da un processo logico e deve essere coerente con l'applicazione della formula teorica al caso in questione. Raramente il metodo è perfetto per il caso esaminato; il più delle volte si verificano degli scostamenti nella valutazione e quantificazione di alcune variabili.
4. *Stabilità*. Il valore non deve essere influenzato da elementi provvisori, mutevoli e da componenti straordinarie e non ripetibili. Se possibile si devono eliminare tutti gli elementi dubbi che possono far perdere credibilità alla valutazione.

5. *Unitarietà*. Il metodo valutativo scelto deve permettere la stima del valore aziendale come un complesso di beni e finalizzati allo svolgimento dell'attività d'impresa. A meno che l'impresa non si trovi in liquidazione, il metodo non deve riportare il capitale economico come risultato della semplice somma del valore dei beni che compongono il complesso aziendale.
6. *Temporalità*. L'azienda deve sempre collocarsi in una dimensione temporale definita, che consideri sia il suo attuale stato, sia i risultati futuri razionalmente prevedibili al momento della stima.

Tali principi sono difficili da riscontrare a pieno e contemporaneamente in tutti i metodi, spetterà al soggetto che compie la valutazione comprendere quale metodo risulta maggiormente idoneo anche in considerazione di questi principi generali.

Alla base dei diversi metodi elaborati per la valutazione del capitale economico aziendale, vi è una formula comune, che determina il valore dell'azienda dal punto di vista del potenziale investitore e dell'impresa.

- Per l'investitore, il valore d'azienda è rappresentato dalla rendita⁹:

$$V = \left[\sum_{k=1}^n D_k (A)^{-k} \right] + P_n (A)^{-n}$$

$V =$ *valore dell'azienda*

$D_k =$ *dividendo pagato nell'anno k*

⁹ Guatri L., *Trattato sulla valutazione delle aziende*, Egea, 1998 & Russo P., *Le determinanti del valore dell'impresa*, Egea, 2000.

$A = \text{fattore di attualizzazione} = (1 + i)$

$P_n = \text{ipotetico prezzo di vendita dell'azienda}$

- Nell'ottica dell'impresa, la formula diventa¹⁰:

$$V = \sum_{k=1}^n F_k (A)^{-k}$$

$F_k = \text{flusso atteso nell'anno } s, \text{ può avere natura economica o finanziaria}$

Queste formule tuttavia non sono adattabili alla realtà perché troppo semplicistiche e astratte, ma rendono l'idea generale e sottostante i metodi operativi che verranno in seguito analizzati.

Inoltre, non esiste un metodo ottimale per la stima del valore economico del capitale da applicare alle diverse fattispecie operative e la scelta deve considerare, come visto in precedenza, il motivo e l'obiettivo della valutazione, il settore di appartenenza etc.

Per tale ragione, nella prassi, si ricorre all'utilizzo di più metodi, che devono comunque essere idonei alla valutazione in oggetto. Dopo aver ottenuto un numero di valori diversi pari ai metodi utilizzati, si procederà ad effettuare una media aritmetica o ponderata, nel caso in cui il valutatore ritenga che i risultati abbiano pesi specifici diversi e che meritino dunque un trattamento diversi.

I metodi sono suddivisibili *in quattro categorie*:

1. *Metodi patrimoniali*. Questi metodi si fonda sul principio della valutazione analitica dei singoli elementi dell'attivo e del passivo che compongono il

¹⁰ Cattaneo M., *Principi di valutazione del capitale d'impresa*, Società editrice Il Mulino, 1998.

capitale. In base al trattamento riservato in sede di stima al patrimonio intangibile si avranno:

- *Metodi patrimoniali semplici*, che escludono i beni immateriali.
- *Metodi patrimoniali complessi*, che comportano la valorizzazione specifica delle risorse intangibili.

2. *Metodi basati sui flussi di risultato*. In tali metodi, il valore del capitale aziendale è quantificato in funzione del flusso dei risultati futuri attesi e può essere ottenuto mediante:

- *Metodi reddituali*, che individuano nel reddito il risultato rilevante ai fini della determinazione del valore dell'azienda.
- *Metodi finanziari*, che individuano nei flussi di cassa il risultato rilevante ai fini della determinazione del valore dell'azienda.

3. *Metodi misti*. Mediante tali metodi, il valore del capitale economico dell'azienda viene ricavato sia confrontando attività e passività aziendali, a valori correnti e/o di mercato, sia dai flussi di reddito attesi. La prassi prevede due configurazioni alternative:

- *Il metodo della media*.
- *Il metodo patrimoniale-reddituale della capitalizzazione limitata del sovrareddito*.

In questo elaborato, non verranno analizzati i metodi misti, sia perché non hanno importanza per lo scopo della tesi, sia perché la loro scarsa applicazione non induce ad approfondire il tema.

4. *Metodi basati sui multipli*. Il valore dell'equity deriva dall'applicazione all'impresa in oggetto di valutazione di parametri di stima riscontrati sul mercato per aziende simili. La dottrina e gli operatori non considerano tale metodo un vero e proprio metodo di valutazione, ma piuttosto una soluzione semplice e condivisibile per verificare l'adeguatezza della valutazione rispetto ai prezzi di scambio sul mercato riscontrati per aziende comparabili.

Si è già discusso del fatto che non esiste un metodo universale per la stima del valore del capitale economico e che la scelta del metodo rappresenta una fase cruciale del processo, in quanto ogni scopo e ogni fattispecie aziendale predilige l'applicazione di alcuni metodi rispetto che ad altri. Una scelta non corretta può portare ad ottenere un valore non veritiero, con tutte le ripercussioni che ne possono derivare.

La dottrina ha individuato i metodi reddituali, finanziari e patrimoniali come quelli più solidi e affidabili dal punto di vista teorico. Nella prassi viene parzialmente rispettato il parere della dottrina e i metodi più utilizzati dagli analisti sono quello finanziario (DCF) e quello basato sui multipli.

METODI DI VALUTAZIONE

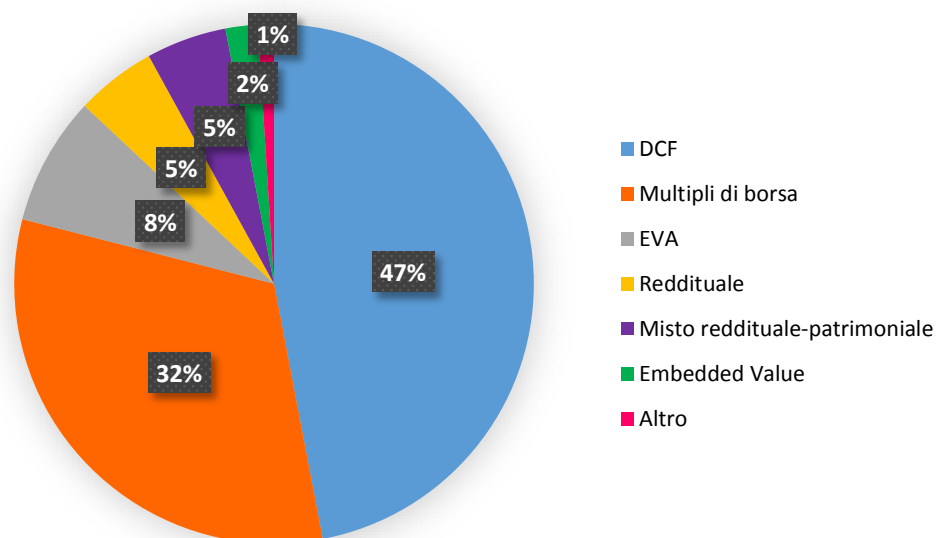


Figura 7 *I metodi di valutazione più utilizzati dagli analisti finanziari: il metodo finanziario DCF e il metodo dei multipli di borsa.*

2.2. Il metodo patrimoniale

Il metodo patrimoniale suggerisce di valutare le aziende in funzione dei beni aziendali posseduti. Punto di partenza è la situazione patrimoniale dell'azienda, espressa a valori di funzionamento. Il patrimonio netto è quantificato a valori contabili, risultanti dalle scritture e dal bilancio. Ai fini della valutazione dell'azienda, il patrimonio netto contabile viene rettificato, adeguando le sue singole parti, con autonome stime, ai valori correnti.

Le *attività* vengono valutate per l'importo di denaro che dovrebbe essere pagato se la stessa attività o sua equivalente fosse acquistata al momento attuale ovvero al presunto valore di realizzo.

Le *passività* vengono valutate per l'importo di denaro o suo equivalente che si prevede necessario per estinguere l'obbligazione al momento attuale ovvero al presunto valore di estinzione.

La rielaborazione dello stato patrimoniale dell'azienda oggetto di valutazione consente di rilevare un patrimonio netto rettificato del complesso aziendale considerato nel suo insieme, ma valutato nelle sue singole parti. Si conferisce un valore corrente ad ogni voce attiva e passiva di bilancio, prescindendo dalla appartenenza al complesso aziendale unitario e funzionale. Il valore di sintesi viene, di fatto, sottovalutato rispetto alla valutazione di ogni elemento, valutato a sé, come se fosse passibile di autonoma, anche se teorica cessione.

Il patrimonio netto rettificato viene inteso come l'ammontare delle risorse da investire per disporre di un analogo complesso di condizioni produttive patrimoniali, venendo a stimare valori espressivi di potenzialità economiche, che sostanziano e formano il valore attribuibile all'azienda oggetto di valutazione. Il valore dell'azienda corrisponde dunque al valore di ricostituzione del patrimonio nella prospettiva di funzionamento aziendale, ossia all'investimento netto che sarebbe necessario ad avviare un'impresa con una struttura patrimoniale identica a quella in oggetto.

Nei bilanci civilistici il capitale attribuibile ai soci è individuato dal patrimonio netto, scaturente dalla differenza tra il valore assegnato alle voci dell'attivo e del passivo sulla base dei corretti principi contabili. Tale valutazione è spesso sensibilmente diversa da quella di mercato. Si tratta quindi di identificare i singoli beni posseduti ed assegnare a ciascuno di essi il relativo valore.

Il metodo patrimoniale consente una valutazione meno soggettiva rispetto ad altri metodi perché la stima delle singole poste di bilancio trova immediato riscontro nella realtà aziendale e richiede l'applicazione di un minor numero di ipotesi. Infatti, non viene considerata la capacità di generare reddito futuro da parte dell'azienda. La mancata valorizzazione della redditività futura dell'azienda, da un lato, riduce l'incertezza della valutazione, dall'altro, però, crea una mancanza informativa relativa alle prospettive di crescita reddituale.

I beni accessori (immobili civili, terreni, partecipazioni non di controllo) non vengono ricompresi nella valutazione, in quanto non appartenenti alla gestione caratteristica, e sono solitamente valutati a parte con criteri di realizzo o liquidazione, anche se a volte non è immediato comprendere se un bene appartenga o meno alla gestione caratteristica.

In Italia il metodo patrimoniale gode di discreta considerazione e si ritiene adatto alla valutazione di aziende fortemente patrimonializzate, cioè dotate di ingenti attività immobilizzate, e ad aziende editoriali, immobiliari, non-profit e holding¹¹.

Sinteticamente, dunque, il valore d'azienda può essere rappresentato dalla differenza tra attività e passività:

$$\text{Valore azienda} = \text{Attivo a valori correnti} - \text{Passivo a valori correnti}$$

Dal momento in cui attività e passività vengono registrate a valori correnti, si deve prestare particolare attenzione agli effetti fiscali che tale impostazione può generare. La tassazione sulle plusvalenze da cessione di immobilizzazioni, ne è un esempio. L'importo a bilancio delle immobilizzazioni, considerando il processo di ammortamento, si riduce nel tempo. Tuttavia, il loro valore di mercato può discostarsi notevolmente dal valore contabilizzato, comportando una plusvalenza non manifesta che deve essere considerata nel processo di valutazione. Però, l'identificazione del maggior valore in capo al bene lo sottoporrebbe a tassazione sulla plusvalenza nel momento in cui uscirà dalla sfera aziendale e sarà gravato dall'aliquota d'imposta in vigore in quell'istante, potenzialmente anche molto diversa da quella del periodo della

¹¹ Balducci D., *La valutazione dell'azienda*, cap. 8, FAG Milano, 1998.

valutazione. Inoltre potrebbero esserci agevolazioni di vario tipo che potrebbero ridurre sensibilmente la tassazione al riguardo.

La soluzione di stima tenendo conto di tali componenti in termini generali:

$$\text{Valore azienda} = \text{Attivo a v. c.} - \text{Passivo a v. c.} - \text{effetto fiscale}$$

Il metodo patrimoniale può essere semplice o complesso, a seconda che vengano considerati o meno i beni intangibili:

- *Metodo patrimoniale semplice.* Il valore aziendale viene stimato effettuando opportune rettifiche al patrimonio netto.

$$V = K$$

V = Valore dell'azienda

K = Valore del patrimonio netto contabile rettificato

- *Metodo patrimoniale complesso.* Il valore aziendale è ottenuto mediante opportune rettifiche al patrimonio netto e includendo i *beni immateriali*, tra cui il know-how in tutte le sue declinazioni settoriali (industriale, commerciale, manageriale, tecnologico, finanziario), contratti, concessioni, brevetti, proprietà intellettuali, reti di vendita, credibilità, immagine e, in genere, tutti quei beni non fisici che creano valore e vantaggio competitivo all'azienda. Si può ulteriormente distinguere un metodo patrimoniale complesso *di primo grado* che prende in considerazione le attività immateriali iscritte a bilancio che possono essere oggetto di autonoma valutazione e compravendita (brevetti, marchi, etc.), e un metodo patrimoniale complesso *di secondo grado* che valorizza anche le componenti immateriali dell'attivo non iscritte a bilancio, generate internamente, ma che comunque sono suscettibili di separata compravendita rispetto all'attività o all'impresa nel suo complesso (per esempio, la rete commerciale).

$$V = K + I$$

V = Valore dell'azienda

K = Valore del patrimonio netto contabile rettificato

I = Valore dei beni immateriali

2.3. I metodi basati sui flussi: il metodo reddituale e il metodo finanziario

I metodi basati su grandezze di flusso si suddividono in metodi reddituali e metodo finanziari, a seconda della natura dei flussi considerati, che possono essere appunto reddituali o finanziari. Nella prima categoria rientrano il *risultato operativo* e il *risultato netto*, mentre appartengono alla seconda il *flusso monetario operativo* e il *flusso monetario disponibile per gli azionisti*. Considerando, poi, il trattamento che viene riservato, ai fini della stima dei flussi, all'inflazione, si possono distinguere i flussi in *nominali* e *reali*, siano essi reddituali o finanziari¹².

I primi, tengono conto dell'aumento generale dei prezzi nelle previsioni relative alle variazioni future dei prezzi di acquisto e di vendita, mentre i secondi si determinano ipotizzando la costanza dei prezzi, ovvero facendo riferimento al livello dei prezzi in essere al momento della valutazione, dal lato sia dell'acquisto, sia della vendita.

Qualora la domanda dei prodotti sia rigida, vi è la possibilità di trasferire gli aumenti dei prezzi di acquisto degli input sui prezzi dei prodotti venduti, senza temere conseguenze sui volumi di vendita. In tale situazione, quindi l'inflazione non produce significativi effetti sulla capacità reddituale dell'azienda.

Invece, quando la domanda dei prodotti è elastica, il trasferimento, anche parziale, dell'aumento dei prezzi dai fattori produttivi ai prodotti venduti potrebbe essere gravemente dannosa, a causa della flessione indotta nella domanda. In quest'ultimo caso gli effetti dell'inflazione si fanno avvertire anche sulla capacità di generare flussi in entrata. La crescita dei prezzi impoverisce l'azienda.

Nella maggior parte dei casi si preferiscono utilizzare i flussi nominali, perché consentono di valutare con precisione alcune grandezze importanti ai fini della valutazione, come il capitale circolante netto operativo e la posizione finanziaria netta.

Infine, tenendo conto o meno dei componenti della gestione finanziaria, i flussi si distinguono in:

¹² Per approfondimenti, si veda: Guatri L., Bini M., *Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende*, pp. 89-91; Massari M., Zanetti L., *Valutazione finanziaria*, p. 91.

- *Flussi lordi (o unlevered)*. I flussi lordi di tipo reddituale escludono gli oneri finanziari. I flussi lordi di tipo finanziario escludono gli oneri finanziari e anche la variazione dell'indebitamento netto.
- *Flussi netti (o levered)*. I flussi netti di tipo reddituale, invece, tengono in considerazione la dinamica finanziaria e tale tipo di flusso coincide con il reddito al netto degli oneri finanziari. I flussi netti finanziari tengono conto sia del costo del capitale, sia della posizione finanziaria netta e coincidono con i flussi di cassa.

Entrambe le tipologie di flussi sono da considerarsi al netto delle imposte. L'aggettivo netto non si riferisce dunque alla deduzione delle imposte, che in ogni caso vengono sottratte dai flussi, ma al trattamento degli elementi della gestione finanziaria.

I metodi basati sui flussi possono essere applicati con due approcci diversi che, tuttavia, restituiscono lo stesso valore d'azienda:

- L'approccio *asset side*. Prevede l'attualizzazione o capitalizzazione di *flussi unlevered* (siano essi reddituali o finanziari), che non tengono conto delle variazioni riconducibili alla gestione finanziaria¹³, ma si riferiscono alla sola gestione operativa. Il valore d'azienda risultante corrisponde al valore economico del capitale operativo investito. Il risultato operativo rappresenta la remunerazione del capitale investito da tutti i finanziatori. I flussi lordi remunerano tutti i finanziatori dell'azienda e devono essere scontati ad un tasso idoneo che sia anche rappresentativo del beneficio fiscale: il *WACC*, ossia il *costo medio ponderato del capitale*. Si deve pervenire dunque al valore dell'equity, perché, secondo il vincolo di bilancio, il valore dell'impresa è dato dalla somma tra la posizione finanziaria netta e il valore corrente del capitale di proprietà (equity value).

¹³ Quando si parla di grandezze reddituali, i flussi lordi non tengono in considerazione gli oneri finanziari, mentre, se ci si riferisce a grandezze finanziarie, i flussi lordi non considerano nemmeno la variazione della posizione finanziaria netta.

Il valore del capitale di proprietà sarà dunque determinato dalla differenza tra il valore d'impresa e la posizione finanziaria netta (approccio indiretto).

- L'approccio *equity side*. Prevede la determinazione diretta del valore dell'equity mediante l'attualizzazione di flussi levered (flussi operativi dopo il servizio del debito), che tengono conto sia della gestione operativa che di quella finanziaria, ad un tasso rappresentativo della normale remunerazione del solo capitale di proprietà: il K_e , ossia il *costo del capitale proprio*.

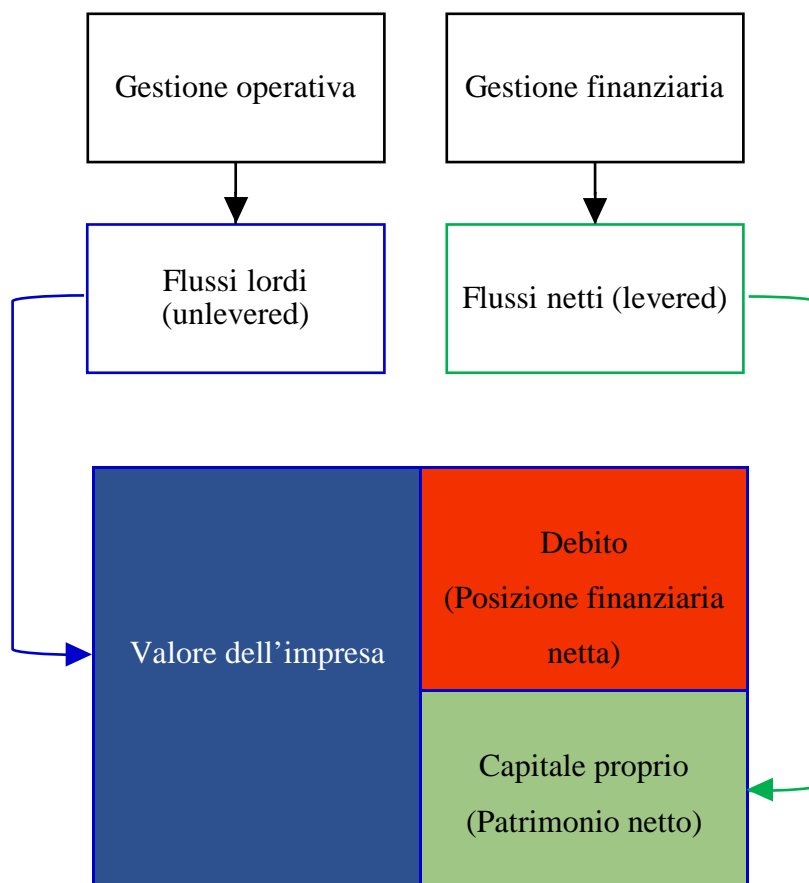


Figura 8 *Approcci asset side e equity side.*

Quando si considerano i flussi lordi, le imposte che devono essere sottratte al risultato operativo differiscono da quelle portate in diminuzione del risultato ante-

imposte in bilancio. Tali imposte vengono chiamate *pro-forma* e sono maggiori di quelle calcolate sul reddito ante-imposte, non essendo considerati gli oneri finanziari, che ridurrebbero l'imponibile a seguito dell'azione dello *scudo fiscale*. Le imposte pro-forma possono essere quantificate mediante la formula:

$$\text{Imposte pro - forma} = \text{IRAP} + \text{EBIT} * \text{aliquota IRES 24\%}$$

Oppure:

$$\text{Imposte pro - forma} = (\text{IRAP} + \text{IRES}) + (\text{oneri fiscali} * \text{aliquota IRES 24\%})$$

Si evidenzia che l'IRAP non viene calcolata sul reddito, poiché ha una sua specifica base di calcolo. L'IRES viene calcolata sul risultato operativo, che non sempre coincide con la parte di imponibile riferibile alla gestione operativa. Il limite della prima modalità consiste nel presupporre una coincidenza tra costi operativi e oneri deducibili dell'area operativa, così come tra ricavi operativi e ricavi imponibili riferibili all'area operativa, effettuando dunque una semplificazione. Nel caso fosse possibile, dunque, sarebbe preferibile calcolare le imposte con il secondo metodo.

Un ultimo importante elemento da considerare riguarda la *riclassificazione dello stato patrimoniale*. Il criterio utilizzato per riclassificare lo stato patrimoniale è il criterio gestionale, mediante il quale le poste aventi natura operativa vengono separate da quelle aventi natura finanziaria, indipendente dalla scadenza. Tale processo è fondamentale perché consente di individuare degli aggregati necessari alla quantificazione dei flussi nei metodi di valutazione finanziari.

In particolare, nella sezione dell'*attivo*:

- *Capitale circolante netto operativo (CCNO)*. È composto da quelle poste dello stato patrimoniale, frequentemente a rigiro relativamente rapido, che sono connesse al ciclo acquisto-produzione-vendita. Sono escluse da questo aggregato le poste di natura finanziaria, indipendentemente dalla loro scadenza. Il CCNO può essere positivo (sopravanzano le poste dell'attivo) o negativo (sopravanzano le poste del passivo). Un valore positivo indica un assorbimento di risorse finanziarie, mentre un valore negativo attesta la disponibilità di risorse

finanziarie che possono essere investite liberamente (senza che si producano oneri finanziari) nel ciclo degli investimenti fissi. Solitamente il CCNO è leggermente positivo, a causa dei tempi di rigiro delle poste clienti, fornitori e magazzino. Un innalzamento del valore delle poste positive non compensato dalle poste passive, può portare ad un disequilibrio finanziario, poiché significa che molte risorse finanziarie vengono assorbite e conseguentemente vi sarà un aumento del debito finanziario.

$$CCNO = \text{Magazzino} + \text{Cred. operativi} + \text{Ratei \& Risc. attivi} - \text{Deb. operativi} - \text{Ratei \& Risc. passivi}$$

- *Capitale fisso operativo netto.* Aggregato formato da immobilizzazioni materiali nette, immobilizzazioni immateriali nette e partecipazioni operative. Il capitale fisso operativo è naturalmente, al netto dei fondi di ammortamento relativi alle immobilizzazioni materiali e immateriali. Vengono incluse solo le immobilizzazioni finanziarie avente natura operativa (partecipazioni operative o strategiche).

$$\text{Capitale fisso operativo netto} = \text{Imm. mat.} + \text{Imm. immat.} + \text{Part. operative}$$

- *Fondi operativi.*

$$\text{Fondi operativi} = \text{TFR} + \text{F. di per rischi specifici} + \text{F. di per rischi e oneri}$$

Dalla somma di queste tre grandezze si ottiene il capitale operativo investito netto (CION), cui viene sommato il capitale extra-caratteristico al fine di ottenere il capitale investito netto (CIN), ossia l'attivo.

Dal lato del *passivo*, si individuano i seguenti aggregati:

- *Posizione finanziaria netta.*

$PFN = Deb. fin. - Cred. fin. - Liquidità - Part. non operative - Titoli negoziabili$

- *Patrimonio netto.*

$PN = Cap. sociale + Utile d'esercizio (-Perdita) + Riserve - Cred. vs soci per versamenti di cap. sociale ancora dovuti$

ATTIVO
<i>Rimanenze</i>
<i>Crediti commerciali</i>
<i>Ratei & risconti attivi</i>
<i>-Debiti commerciali</i>
<i>-Altri debiti operativi</i>
<i>-Ratei & risconti passivi</i>
= Capitale circolante netto operativo
<i>Immobilizzazioni immateriali</i>
<i>Immobilizzazioni materiali</i>
<i>Partecipazioni operative</i>
= Capitale fisso operativo
<i>-Fondi per rischi & oneri</i>
<i>-Fondo TFR</i>
= Fondi
Capitale investito operativo netto
<i>Capitale extra - caratteristico</i>
Capitale investito netto
PASSIVO
<i>Debiti finanziari</i>
<i>-Crediti finanziari</i>
<i>-Disponibilità liquide</i>
= Posizione finanziaria netta

<i>Patrimonio netto</i>
<i>= Coperture finanziarie</i>

Figura 9 *Riclassificazione gestionale dello stato patrimoniale.*

2.4. Il metodo reddituale

L'azienda acquisisce valore in virtù della sua capacità di produrre reddito, crea valore in quanto generatrice di risultati economici attesi positivi. Il valore dell'azienda viene quindi quantificato funzionalmente alla sua *redditività*, grandezza economica fondamentale nei processi espressivi del valore di capitale economico.

L'obiettivo del metodo reddituale consiste nel valutare l'azienda come complesso unitario mediante la valorizzazione dei suoi flussi di reddito: l'azienda vale se ed in quanto produce reddito, annualizzando/capitalizzando il reddito medio prospettico per un congruo tasso di valutazione, sulla base del periodo di tempo che si stima utile, a durata definita oppure indefinita.

Se si considera che l'azienda abbia una *durata illimitata*, la rappresentazione matematica del valore aziendale corrisponde alla formula di una rendita perpetua:

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

V = Valore dell'azienda

R = Reddito medio prospettico

i = Tasso di valutazione o costo del capitale

Se si considera, invece, che l'azienda abbia una *durata limitata*:

$$V = \sum_{k=1}^n R (1+i)^{-k} = R[(1+i)^{-1} + (1+i)^{-2} + \dots + (1+i)^{-n}]$$

$$V = R * a_{n|i}$$

V = Valore dell'azienda

R = Reddito medio prospettico

$a_{n|i}$ = Valore attuale di una rendita di una rendita di durata n al tasso i

Il valore aziendale varia dunque in considerazione di quattro importanti variabili: la redditività, il periodo in cui tale redditività si manifesta, il tasso di interesse *risk free* e la rischiosità dell'azienda. Tale parametro indica il reddito prospettico che l'azienda sarà mediamente in grado di generare in condizioni di normalità. Mediante un processo di capitalizzazione della variabile R , si otterrà il valore dell'azienda¹⁴.

In particolare:

- *La redditività.* Il valore dell'azienda dipende dalla sua capacità di generare reddito in futuro, rappresentata dal parametro medio presunto R , differenza tra ricavi e costi. In particolare, il reddito può assumere due configurazioni:
 - *Reddito operativo.* Rappresenta il risultato della gestione aziendale che esprime la redditività lorda spettante a coloro i quali investirono nell'impresa, i soci e gli istituti di credito. In sostanza, il reddito operativo è formato da due componenti: gli *oneri finanziari*, destinati a remunerare le banche sul capitale prestato, e il *reddito lordo*, ossia quanto residua dal reddito operativo dopo il aver pagato gli oneri finanziari, destinato alla remunerazione dei soci per il capitale e l'impegno profusi.
 - *Reddito netto.* Esprime la redditività, al netto delle imposizioni fiscali in capo alla società, che spetta ai soci. Questa configurazione del reddito è la preferita da chi effettua valutazioni con metodo reddituale.

- *Il costo del capitale.* Rappresenta il tasso di remunerazione richiesto dagli investitori con cui vengono attualizzati i flussi di reddito. Si ricava dalla somma di due componenti: la remunerazione corrisposta a chi compie investimenti privi di rischio e la rischiosità dell'azienda. La prima componente è rappresentata dal tasso di rendimento dei Buoni del Tesoro a medio-lungo termine, generalmente considerati titoli *risk free* perché la probabilità che un Paese fallisca è molto bassa. La seconda componente, invece, è rappresentativa

¹⁴ Tra R e il valore dell'azienda V sussiste un rapporto di tipo diretto: se aumenta la redditività, a parità di tutte le altre condizioni, aumenta anche il valore aziendale.

della maggiore rischiosità d'investimento in un'impresa. Chi investe in titoli *non risk free* vuole vedersi riconosciuta una remunerazione maggiore a fronte del maggior rischio intrapreso, per tale ragione la componente sommata al *tasso risk free* " r_f " prende il nome di *premio al rischio*. Il premio al rischio è specifico di ogni impresa e dipende dall'attività svolta, dalla maturità del settore in cui essa opera, dalla quota di mercato, dalla stabilità economico-finanziaria¹⁵.

$$i = r_f + s$$

i = tasso di capitalizzazione

r_f = tasso risk free

s = premio al rischio

- *Periodo di manifestazione del reddito stimato atteso*. È fondamentale conoscere per quanto tempo il reddito è destinato a rimanere pari all'entità stimata. Infatti, in base al periodo considerato, si possono avere quattro possibili scenari:
 - *Durata limitata della vita aziendale e stima analitica, anno per anno, del reddito previsto*. Il reddito previsto per ogni anno viene attualizzato al tasso di valutazione stimato, ottenendo il valore aziendale.
 - *Durata indefinita della vita aziendale e stima analitica, anno per anno, del reddito previsto in un lasso temporale infinito*. Tale applicazione non trova riscontro nella prassi, tuttavia è utile a dimostrare il funzionamento del modello a fini teorici.
 - *Durata limitata della vita aziendale e stima forfettaria del reddito annuo atteso*. In questo caso il reddito non viene stimato anno per anno, ma viene calcolato in base a quella che potrebbe essere una ragionevole previsione di quello che si ritiene essere il reddito medio annuo normale atteso.

¹⁵ Tra tasso di rischio e i e valore dell'azienda V sussiste una relazione inversa: se aumenta la rischiosità, a parità di tutte le altre condizioni, diminuisce il valore aziendale.

- *Durata indefinita della vita aziendale e stima forfettaria del reddito annuo atteso.*

L'affidabilità del metodo reddituale rispetto alle valutazioni patrimoniali è maggiore perché si basa su dati concreti e certi relativi alla gestione, come il reddito. Vengono eliminati molti dati soggettivi delle stime e l'assunzione di ipotesi, a volte astratte e non rispettate nella realtà. Il metodo reddituale viene molto spesso utilizzato nei casi di cessione d'azienda, dove le parti contraenti sono interessate alla valutazione della capacità reddituale futura dell'azienda.

È un metodo valido nelle aziende con basso grado di patrimonializzazione, con un'elevata dotazione di beni immateriali, anche per la semplicità di applicazione. L'azienda è valutata come un'entità unitaria, i beni che la compongono non vengono valutati singolarmente. Dal punto di vista pratico, il metodo reddituale richiede un minor dispendio di tempo e di analisi, anche se i risultati possono presentare un margine più o meno ampio di errore, dovuto all'approssimazione del tasso e alla stima dei redditi futuri da attualizzare.

		Reddito	
		Analitico	Medio
Durata	Limitata	$\sum_{t=1}^n \frac{R}{(1+i)^t}$	$R * a_{n i}$
	Indefinita	$\sum_{t=1}^{\infty} \frac{R}{(1+i)^t}$	$\frac{R}{i}$

Figura 10 Configurazioni di stima con il metodo reddituale.

Il reddito considerato è un reddito prospettico, ossia un valore che considera la futura capacità di generare reddito dell'azienda in confronto ai dati storici e attuali. Per

ottenere un'attendibile proiezione dei flussi occorre considerare i risultati storici. L'utile di bilancio, però, è sovente espressione di una rappresentazione incompleta talvolta inficiata da elementi che non appartengono alla gestione caratteristica, che si manifestano sporadicamente. Si palesa dunque la necessità di *normalizzare* il reddito, ossia di depurarlo dalle componenti reddituali straordinarie, sia positive che negative, come plusvalenze e minusvalenze, sopravvenienze attive e passive, rivalutazioni e svalutazioni, ed espresso al netto degli oneri finanziari e delle imposte.

L'obiettivo della *normalizzazione* consiste nell'individuare la reale e stabile capacità reddituale dell'azienda, sottraendo elementi di casualità, non ripetibilità e non pertinenza. Nel processo, in sintesi, il valutatore deve:

- *Ridistribuire nel tempo i proventi e gli oneri straordinari.* Si intendono sopravvenienze attive o passive, insussistenze attive o passive e plusvalenze o minusvalenze patrimoniali. Tali elementi non sono ripetibili in più esercizi vengono redistribuiti nuovamente nel tempo, mediante un valore medio in modo tale da non gravare esclusivamente su un unico esercizio quando i loro effetti sono ripetuti negli esercizi successivi¹⁶.
- *Eliminare i costi e i ricavi relativi agli asset non trasferiti.* Il conto economico deve essere depurato dei componenti di reddito relativi a enti attivi non oggetto di trasferimento.
- *Eliminare i proventi e gli oneri estranei alla gestione.* Gli investimenti accessori devono dunque essere trattati a parte, perché nella valutazione d'azienda si considera solamente la gestione caratteristica. Se sono stati originati da cause esterne, possono essere redistribuiti nel tempo. Più che un'eliminazione si avrà una valutazione separata del valore di realizzo dei beni generanti il flusso reddituale. Se invece i proventi o gli oneri sono originati

¹⁶ Nel caso in cui si tratti di elementi ricorrenti che si presentano con una certa regolarità, occorre effettuare una redistribuzione sulla base del periodo di maturazione. Si tratta delle plusvalenze inserite tra il valore della produzione alla voce A5 «altri ricavi e proventi» o delle minusvalenze rintracciabili nei costi della produzione alla voce B14 «oneri diversi di gestione». Qualora, invece le poste in analisi abbiano carattere occasionale (si tratta delle voci E20 o E21) dell'area straordinaria del conto economico) allora dovranno essere eliminate.

internamente e si è deciso l'immediato realizzo, vengono eliminati in quanto non si ripeteranno nel tempo.

- *Neutralizzare gli effetti delle politiche di bilancio.* Vengono eliminati le componenti, originate dalle politiche di bilancio, che creano distorsioni nell'entità del reddito, come gli ammortamenti anticipati e accelerati, i fondi rischi, le politiche di dividendi etc.
- *Ricalcolo degli ammortamenti.* L'ammortamento, dal punto contabile, è la conversione di un costo pluriennale in un costo di periodo. Dal punto di vista economico rappresenta la perdita di valore subita dal cespite a seguito del suo utilizzo e del fenomeno dell'obsolescenza. Dal punto di vista finanziario iscrivere a conto economico quote di ammortamento significa, invece, rilevare costi privi di manifestazione finanziaria (a cui cioè non corrispondono uscite). Si trattengono dunque capitali per rinnovare l'immobilizzazione. Se si procede all'ammortamento di un impianto, il costo da sostenere in futuro per il suo rinnovo sarà certamente superiore al suo costo storico. Da ciò deriva che per valutare la capacità reddituale futura dell'azienda, le quote d'ammortamento non dovrebbero essere valutate sulla base del costo storico, quanto piuttosto su quello di sostituzione. Dove possibile dunque, gli ammortamenti dovrebbero essere ricalcolati sui costi di sostituzione, ovvero sul valore dell'investimento che in futuro si dovrà sostenere per rinnovare il cespite.

2.5. Il metodo finanziario

Il metodo finanziario stima il valore dell'azienda in funzione della capacità futura di generare flussi di liquidità.

Il capitale d'azienda assume valore per quanto è in grado di conseguire risultati idonei a remunerare adeguatamente tutti i fattori produttivi impiegati, incluse le risorse finanziarie necessarie a sostenere l'attività aziendale.

Il valore dell'azienda è dunque stimato sulla base dell'attualizzazione dei flussi di cassa attesi dall'investimento e dell'attualizzazione del valore residuo del patrimonio non monetario.

La previsione dei flussi finanziari futuri è dunque il fulcro della valutazione d'azienda. Il metodo si giustifica, concettualmente, come tentativo di valutare l'azienda non in funzione degli elementi storici, ma in funzione dei flussi di cassa futuri, ponendo particolare accentuazione delle dinamiche finanziarie previste nel tempo. L'elemento centrale del metodo è la natura monetaria del reddito aziendale da attualizzare, un reddito che si può teoricamente prelevare senza compromettere l'equilibrio operativo-finanziario aziendale. Aniché valutare l'azienda come portafoglio di asset (attivi netti) o sulla base della ricchezza (utili) prodotta in passato, il metodo non si pone come obiettivo la semplice massimizzazione dei profitti, ma quello di creare valore economico inteso come capacità di generare flussi di cassa positivi nel medio-lungo termine. È un metodo ad alto livello di soggettività perché basa la quantificazione dei parametri su dati previsionali scelti dal valutatore. Dalla dottrina è considerato il metodo più rigoroso ed evoluto¹⁷. Il metodo finanziario, essendo un metodo che valorizza e valuta le componenti monetarie dell'azienda, non è applicabile alle situazioni aziendali con elevata patrimonializzazione dell'attivo e scarsa movimentazione monetaria. È da escludersi l'applicazione del metodo per aziende dove i flussi monetari sono inesistenti, ininfluenti, irrilevanti. Inoltre, il metodo è inapplicabile per aziende con flussi di cassa negativi o in stato di dissesto finanziario.

I flussi di cassa dovranno essere quelli che si suppone di poter realizzare in futuro e la formulazione di ipotesi circa gli andamenti futuri non può prescindere dall'analisi dei risultati storici.

Nella formazione delle previsioni sui redditi e sui flussi, il valutatore baserà le sue stime sull'andamento storico dell'azienda e sulle informazioni interne rintracciabili all'interno dei documenti contabili e sociali. Il risultato di sintesi delle previsioni dei flussi futuri, sarà la stima di un tasso di crescita adeguato, in grado di tenere conto delle dinamiche interne ed esterne all'azienda. Il valutatore deve rispettare

¹⁷ Balducci D., *La valutazione dell'azienda*, cap. 10, FAG Milano, 1998.

diverse *ipotesi valutative* concernenti sia l'area interna che quella esterna all'azienda. In particolare, nell'elaborazione delle stime prospettiche, si dovranno considerare:

- *La dinamica economica generale.* Il valutatore tiene conto del tasso di crescita del PIL del paese (o dei paesi, se si tratta di un gruppo internazionale), dei tassi di interesse, del tasso di crescita dei consumi, del tasso di inflazione attesa. In un primo momento, quindi, si valuta se la crescita del fatturato possa ritenersi compatibile con le evoluzioni previste per lo scenario economico generale.
- *La dinamica del settore.* Il valutatore guarda agli interventi normativi sul settore, al tasso di crescita dei mercati, alle politiche commerciali della concorrenza e alle varie condizioni di instabilità del settore.
- *La dinamica specifica dell'impresa.* Il valutatore osserva l'andamento dei prezzi di acquisto e di vendita, il tasso di crescita, l'evoluzione del capitale circolante operativo, l'evoluzione degli investimenti, l'andamento della posizione finanziaria netta e tutte quelle informazioni utili a comprendere l'andamento interno dell'azienda.

I metodi finanziari possono essere suddivisi in due *categorie*, in base all'analiticità delle previsioni:

- *Metodi finanziari analitici.* Hanno la caratteristica di prevedere i flussi di cassa analiticamente, ovvero annualmente, fino al termine della prevedibile durata dell'azienda. Sono applicati soprattutto quando l'azienda è soggetta a fenomeni di crescita o di contrazione dell'attività e quando l'azienda ha vita limitata per eventi e fattori non rinnovabili o estendibili nel tempo.
- *Metodi finanziari sintetici.* Si fondano sulla costanza di alcuni parametri idonei a rappresentare, in futuro, la dinamica dei flussi di cassa. I metodi finanziari sintetici utilizzano:
 - valori medio-normali di flussi di cassa attesi perpetuamente

- previsioni di flussi di cassa variabili secondo un tasso di crescita costante

Essendo l'attendibilità dei flussi di cassa a medio-lungo termine contenuta, nella prassi si utilizzano anche *metodi analitico-sintetici*, come il metodo finanziario analitico con il *terminal-value*. In questo caso il problema della previsione dei flussi viene risolto stimando analiticamente i flussi annuali e sinteticamente il restante periodo di vita aziendale, ossia il terminal value.

Un'altra importante distinzione riguarda la prospettiva con cui vengono effettuate le valutazioni, distinguendosi:

- *Approccio asset-side*. Si perviene al valore del capitale economico indirettamente, effettuando prima la stima del valore del capitale operativo e poi sottraendo il valore di mercato della posizione finanziaria netta (flussi monetari operativi e tasso di attualizzazione espressivo del rendimento medio atteso dai finanziatori aziendali).
- *Approccio equity-side*. Si perviene al valore del capitale economico direttamente, utilizzando i flussi monetari spettanti agli azionisti e attualizzandoli ad un tasso espressivo della remunerazione da essi attesa.

La documentazione principale che il valutatore deve analizzare ai fini della determinazione dei flussi concerne il rendiconto finanziario, l'analisi dei flussi di cassa presenti e attesi, il prospetto delle fonti e degli impieghi attuale e prospettico, il budget aziendale degli esercizi precedenti, attuali e futuri, i documenti contabili e il piano industriale o business plan a medio-lungo termine.

Per stimare i flussi di cassa previsionali, si deve considerare:

- *L'analisi del settore e dell'attività aziendale*. Dai dati storici di bilancio, il valutatore sviluppa una prospettiva storica delle performance, individuando i fattori fondamentali di creazione del valore e le leve più importanti della redditività aziendale. Solamente comprendendo

comprensione i *vantaggi competitivi* in funzione dell'ambito in cui l'azienda opera, delle risorse e delle potenzialità, si può pervenire ad un valore d'azienda veritiero. Le informazioni ricavate in questa sede delineano la qualità del management, l'efficacia organizzativa, le prospettive di crescita, i sistemi di governo, il vantaggio competitivo e la sua prevedibile durata.

- *L'analisi del rischio.* I fattori di rischio per l'azienda trovano una sintesi nel valore del tasso d'interesse d'attualizzazione, che è espressione dei tassi nominali di rendimento, del premio al rischio, dell'inflazione attesa. La determinazione è correlata ai *fattori di generazione del valore*, rappresentati da:
 - *Il tasso di ritorno sul capitale investito*, ossia il rapporto tra utile operativo al netto delle imposte e capitale investito nelle attività operative aziendali.
 - *Il tasso d'investimento*, ossia la quota di cash flow operativi prodotti dall'azienda che viene reinvestita in nuove attività.
 - *Il ricorso all'indebitamento*, ossia il livello di debito finanziario attuale e futuro
 - *Il periodo di vantaggio competitivo*, ossia il numero di anni in cui il ritorno sul capitale investito si mantiene al di sopra del relativo costo.

- *L'analisi degli elementi non contabilizzati*, dai beni immateriali, agli impegni assunti ma non registrati in bilancio.

- *La stima del terminal-value*, ossia del valore residuo aziendale che verrà successivamente aggregato ai flussi di cassa attualizzati per trovare il valore d'azienda.

2.5.1. Il metodo dei flussi di cassa attualizzati (Discounted Cash Flow)

Il metodo DCF confronta il valore netto dei flussi dei costi e il valore netto dei flussi dei ricavi, al fine di giudicare la convenienza economica. Il metodo finanziario stima il valore di un'azienda come valore attuale delle somme liquide prelevabili dopo aver effettuato gli investimenti necessari a garantire la continuità gestionale e la sua posizione di equilibrio finanziario. Il metodo DCF quantifica pertanto il valore dell'azienda come flusso di cassa atteso in relazione ai flussi di investimento necessari per sostenere in futuro la sua crescita. Tale metodologia trova il suo fondamento nella capacità dell'azienda di produrre flussi di cassa futuri superiori alla necessità di rimborso dei debiti esistenti all'epoca di valutazione, da mettere a disposizione degli azionisti e dei creditori, dopo aver effettuato quegli investimenti in capitale circolante, nonché in capitale fisso, necessari per garantire l'equilibrio dell'impresa. In sostanza il valore del capitale economico aziendale è dato da quanto residua del valore attuale dei flussi finanziari prospettici, una volta coperte le passività attuali. L'applicazione del DCF richiede dunque di elaborare una previsione esplicita dei risultati aziendali futuri e di identificare l'appropriato tasso di attualizzazione da applicare ai flussi di cassa impliciti nei risultati aziendali previsti, per convertirli in valori economici riferiti alla data in cui si effettua la valutazione.

La rappresentazione in matematica del modello DCF può essere molto articolata a causa dei diversi approcci che un'analista può seguire. Tuttavia, si può individuare una formula generale del metodo da cui si può comprendere che il concetto di DCF fa perno su tre variabili principali:

1. *Flussi di cassa (CF)*. Vengono stimati mediante la costruzione di un piano finanziario dell'azienda dove, partendo da un'ipotesi soggettiva circa la dinamica delle principali variabili del business (dinamica attesa della crescita del fatturato, dinamica degli investimenti, gestione finanziaria prospettica) si giunge alla costruzione di conti economici e stati patrimoniali prospettici e, conseguentemente, a piani di rendiconti finanziari annuali da cui è possibile quantificare i flussi di cassa per ciascuno degli anni presi in considerazione. A

questo proposito, tipicamente un piano finanziario considera dai 3 ai 5 anni successivi a quello della sua redazione.

2. *Tasso di attualizzazione (i)*. Il tasso di attualizzazione esprime il rischio collegato ai flussi prospettici, a sua volta funzione del rischio complessivo dell'impresa oggetto di valutazione oltre che dell'affidabilità delle ipotesi utilizzate per la redazione del piano finanziario.

3. *Terminal value (TV)*. Rappresenta il valore della società al termine del periodo per il quale i flussi sono analiticamente disponibili. Per cui, assumendo che i flussi di cassa analizzati siano quelli maturati tra l'anno corrente t_0 e l'anno f , il valore dell'impresa all'anno f sarà pari alla sommatoria di tutti i flussi di cassa generati dall'anno f fino all'anno n , che identifica il generico orizzonte di vita dell'azienda. Si ipotizzerà che i flussi di cassa crescano annualmente ad un tasso g , sostanzialmente il *terminal value* discende da un'ulteriore sommatoria di flussi di cassa.

$$\text{Valore dell'azienda} = \sum_{t=1}^f \left[\frac{CF_t}{(1+i)^t} \right] + TV = \sum_{t=1}^f \left[\frac{CF_t}{(1+i)^t} \right] + \left(\frac{\left(\frac{CF_{f \rightarrow n}}{(i-g)} \right)}{(1+i)^f} \right)$$

Per determinare l'entità dei flussi di cassa, ai fini della stima del valore economico dell'azienda, si possono utilizzare diverse configurazioni, alle quali corrispondono differenti versioni del metodo finanziario che, comunque, conducono allo stesso risultato se la dinamica del rapporto d'indebitamento è correttamente riflessa nei tassi utilizzati per scontare i flussi. Tali metodi si differenziano per l'utilizzo di un diverso metodo di quantificazione dei flussi di cassa e del tasso di attualizzazione. In particolare, gli approcci rilevanti sono:

- Metodo finanziario basato sui flussi monetari operativi (*unlevered DCF* o *metodo asset-side*).

Prevede di calcolare il valore di mercato delle attività nette di un'impresa (detto anche EV, enterprise value) considerando i flussi di cassa provenienti dalla gestione operativa, e senza considerare quelli collegati alla gestione finanziaria. Dunque, i flussi generati dalla gestione caratteristica e dunque al netto dei suoi stessi fabbisogni, sono definiti unlevered e costituiscono la remunerazione disponibile per tutti i finanziatori dell'azienda, azionisti e creditori.

<i>Fatturato</i>
– <i>Costi operativi</i>
= Margine operativo lordo (MOL o EBITDA)
– <i>Ammortamenti e accantonamenti</i>
= Reddito operativo (RO o EBIT)
– <i>Imposte sul reddito operativo (pro – forma)</i>
= Reddito operativo netto (NOPLAT)
+ <i>Ammortamenti e accantonamenti</i>
± <i>Δ Fondi</i>
= Flusso di capitale circolante gestione caratteristica corrente
– <i>Aumento CCNO (o + Diminuzione CCNO)</i>
= Flusso di cassa della gestione caratteristica corrente
– <i>Investimenti operativi (o + Disinvestimenti operativi)</i>
<i>ossia (CAPEX)</i>
– <i>Aumento immobilizzazioni (o + Diminuzione immobilizzazioni)</i>
= Flusso di cassa operativo disponibile (FCFO)

Figura 11 Determinazione del flusso di cassa operativo disponibile (FCFO).

La ricostruzione dei flussi di cassa ha avvio dal *reddito operativo*, ottenuta sottraendo dai *ricavi* riscossi (fatturato o entrate) e non riscossi (variazione di magazzino, eventuali incrementi di immobilizzazioni per lavori interni) i *costi* pagati (uscite) e non pagati (ammortamenti e accantonamenti).

Il reddito operativo, perciò, include anche componenti che non danno luogo a variazioni monetarie, e che quindi debbono essere eliminate. Ecco spiegato perché al *NOPLAT* si aggiungono gli *ammortamenti e gli accantonamenti*, ottenendo il flusso monetario operativo lordo (o *flusso di capitale circolante della gestione caratteristica*). Il *flusso monetario operativo netto* è ottenuto rettificando il flusso di capitale circolante della gestione caratteristica con la *variazione del capitale circolante operativo netto*, che tiene conto della variazione dei crediti commerciali, del magazzino e dei debiti commerciali. La variazione delle prime due grandezze - crediti commerciali e magazzino - quando è positiva assorbe liquidità, per cui tale incremento va sottratto dal flusso monetario operativo lordo, quando invece è negativa, rilascia liquidità e, per questo, dovrà essere aggiunta. La terza variazione, quella riferita ai debiti commerciali, rilascia o assorbe liquidità, rispettivamente in conseguenza del fatto che sia positiva o negativa, per cui sarà aggiunta nel primo caso e sottratta nel secondo.

Dunque, l'incremento del CCNO dovrà essere sottratto perché assorbe liquidità, mentre il suo decremento dovrà essere sommato.

Il *flusso di cassa della gestione operativa corrente* (o flusso monetario operativo netto) esprime il flusso di cassa prodotto dalla gestione operativa (acquisti, produzione e vendite).

Sottraendo ad esso gli investimenti netti in capitale fisso si ottiene il *FCFO*.

Con riguardo al *CAPEX*, è necessario sottrarre gli investimenti aggiuntivi in capitale fisso meno i disinvestimenti. Ne consegue che se il disinvestimento operato nel periodo di riferimento è maggiore dell'investimento, il risultato differenziale dovrà essere aggiunto, diversamente, sottratto.

- Metodo finanziario basato sui flussi monetari disponibili (*levered DCF* o *metodo equity-side*).

La determinazione dei flussi levered considera sia le entrate di struttura finanziaria, sia la remunerazione dei terzi creditori. Il flusso risultante potrà perciò essere utilizzato interamente per la remunerazione degli azionisti.

<i>Fatturato</i>
– <i>Costi</i>
= Margine operativo lordo (MOL o EBITDA)
– <i>Ammortamenti e accantonamenti</i>
= Reddito operativo (RO)
+ <i>Ammortamenti e accantonamenti</i>
± <i>Δ Fondi</i>
= Flusso monetario operativo lordo
– <i>Aumento CCNO (o + Diminuzione CCNO)</i>
= Flusso monetario operativo netto
– <i>Investimenti operativi (o + Disinvestimenti operativi)</i>
<i>ossia</i>
– <i>Aumento immobilizzazioni (o + Diminuzione immobilizzazioni)</i>
= Flusso monetario operativo al lordo d'imposta
– <i>Oneri finanziari</i>
+ <i>Accensione finanziamenti</i>
– <i>Rimborso finanziamenti</i>
– <i>Imposte sull'utile d'esercizio</i>
= Flusso monetario netto disponibile per gli azionisti (FCFE)

Figura 12 *Determinazione del flusso monetario netto disponibile per gli azionisti (FCFE).*

Rispetto alla determinazione dei FCFO, il primo elemento di divergenza sono le imposte, in quanto in questo caso vengono considerate quelle nette e non quelle proforma. La seconda differenza riguarda il risultato operativo, che viene, nel caso in analisi, rettificato considerando anche la gestione finanziaria. Dovranno, quindi, essere sottratti gli oneri finanziari netti e si dovrà tener conto anche della variazione della posizione finanziaria netta.

2.5.2. La stima dei tassi di sconto

I tassi da utilizzati per scontare i flussi di cassa, siano essi lordi o netti, si distinguono in tassi di capitalizzazione e tassi d'attualizzazione. Generalmente, con la *capitalizzazione* si determina il valore attuale di un unico flusso medio futuro¹⁸. La stima ipotizza la costanza dei flussi futuri. In altri termini, si considera che i flussi in futuro saranno in media allineati a quel livello, prescindendo dalla distribuzione temporale degli stessi. L'*attualizzazione*, invece, determina il valore attuale di flussi futuri distinti, per tale motivo il valore dell'azienda risulta influenzato dalla distribuzione temporale di tali flussi.

In caso di approccio *asset-side*, che prevede lo sconto di flussi lordi, il tasso da utilizzare è rappresentato dal costo medio ponderato del capitale (*WACC*), calcolato come media ponderata del costo del capitale di proprietà e del costo del capitale del debito.

Il costo medio ponderato de capitale rappresenta il costo che l'azienda deve sostenere per raccogliere risorse finanziarie sia dai soci, sia dai terzi finanziatori. Si tratta dunque, di una media ponderata di due costi, quello del capitale di proprietà e quello del debito, in cui i fattori di ponderazione sono determinati sulla base del *leverage* (rapporto fra capitale di proprietà e capitale di terzi).

Le determinanti del *WACC* sono rappresentate dal costo del capitale di proprietà, dal costo del debito, dall'aliquota d'imposta sul reddito e il rapporto tra le fonti di finanziamento. Il costo del capitale proprio, K_e , dipende, come si vedrà in seguito, da altre variabili (R_f ; RP ; β).

$$WACC = K_e \cdot \left(\frac{E}{D + E} \right) + K_d \cdot (1 - t) \cdot \left(\frac{D}{D + E} \right)$$

WACC = Costo medio ponderato del capitale

K_e = Costo del capitale di proprietà

K_d = Costo del debito

t = Aliquota delle imposte sul reddito

¹⁸ AICPA, International glossary of business Valuation terms, in www.aicpa.org

$D = \text{Debiti}$

$E = \text{Capitale di proprietà}$

Si precisa che K_d rappresenta il costo lordo del debito¹⁹, che moltiplicato per il fattore $(1-t)$, diventa netto d'imposta. L'aliquota t rappresenta, in Italia, l'aliquota *IRES*.

La stima del WACC viene effettuata guardando al futuro, poiché chi acquista un'azienda oggi sostiene un investimento pari non al valore del capitale netto dell'unità produttiva, ma al suo valore di mercato, valore quest'ultimo superiore al primo. Di conseguenza, le variabili D ed E devono essere stimati al loro valore di mercato e non a quello contabilizzato nei documenti societari²⁰. Il valore dell'*equity* può essere stimato tramite l'applicazione del multiplo *Price/ Earning* (prezzo di mercato/utigli prodotti dall'azienda) oppure attraverso la capitalizzazione per le società quotate.

¹⁹ Il costo del debito può essere calcolato mediante l'indice ROD (*Return on debt*), definito come:

$$ROD = \frac{OF}{D_f}$$

Gli OF, riportati nel conto economico, sono gli oneri finanziari espliciti e D_f sono i debiti di finanziamento iscritti al passivo dello stato patrimoniale.

Il ROD può essere calcolato anche rapportando gli oneri finanziari netti (al netto degli interessi attivi sui crediti di finanziamento, dei dividendi di partecipazioni non operative e degli interessi sui titoli negoziabili) alla posizione finanziaria netta (o indebitamento netto) calcolata come differenza tra debiti di finanziamento, crediti di finanziamento e liquidità:

$$ROD = \frac{OF}{PFN}$$

²⁰ Dallochio M., Salvi A., *Finanza aziendale*, pp. 269-270; Massari M., Zanetti L., *Valutazione finanziaria*, p. 73.

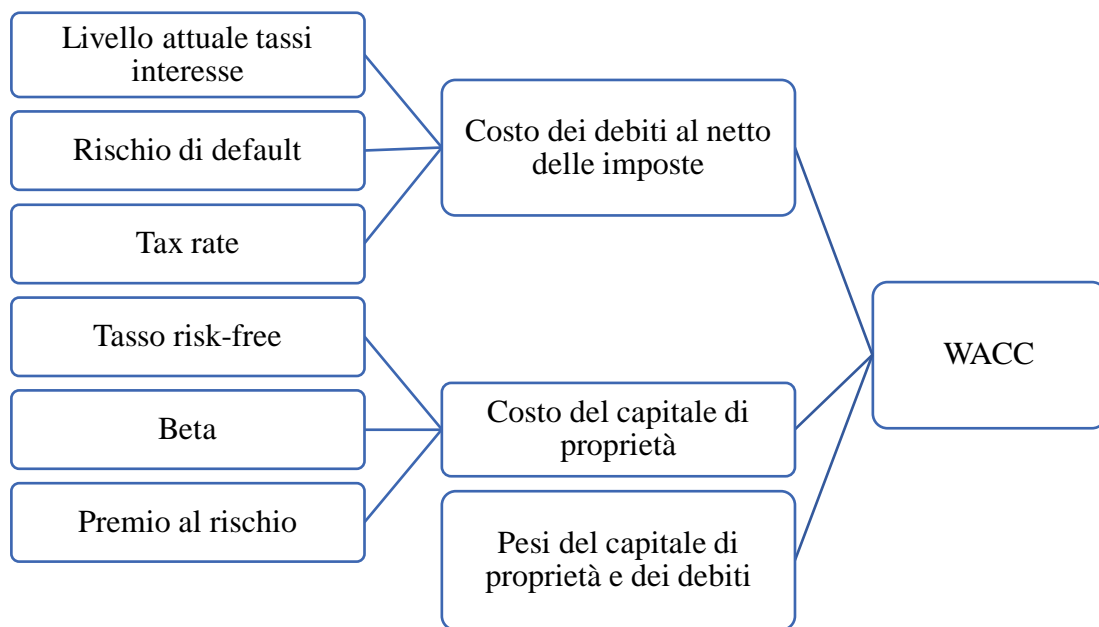


Figura 13 Il costo medio ponderato del capitale (WACC).

In caso di approccio equity side, quando si devono scontare i flussi netti, il tasso da utilizzare è denominato tasso di remunerazione normale del capitale di proprietà (K_e), che rappresenta un costo-opportunità.

Tra le varie formule che esprimono la stima di questo tipo di tasso, la più diffusa è:

$$K_e = R_f + RP$$

K_e = Costo del capitale di proprietà

R_f = Tasso di rendimento delle attività prive di rischio (*risk – free rate*)

RP = Premio per il rischio

Il tasso *risk-free*, R_f , si stima facendo riferimento ai tassi di rendimento dei titoli di Stato a medio-lungo termine²¹. Nel caso di una società operante in diversi Paesi, si può effettuare la media ponderata dei *risk-free rate* vigenti²².

²¹ Il tasso *risk-free* sia considerato pari al rendimento dei titoli di stato di durata decennale. *Best Practicce nei metodi di valutazione d'impresa e di stima del costo del capitale*, seconda edizione, “Quaderno AIAF n. 107”, supplemento alla rivista AIAF n. 41, dicembre 2001-gennaio 2002, p. 20.

²² Ogni paese può adottare modalità di stima differenti. Si consideri, come esempio, che, in Italia, si utilizza come fattore di ponderazione il fatturato o, in alternativa, il volume delle vendite.

Il premio *per il rischio*, RP , concerne al rischio economico generale. Tale rischio si riferisce alla possibilità che si verifichi un evento dannoso, da cui può scaturire un utile insufficiente a remunerare il capitale investito. Per calcolare il RP si fa riferimento a dati storici di almeno cinque anni²³. Il RP rappresenta il premio riconosciuto a coloro che investono in Borsa invece che in attività prive di rischio, come i titoli di Stato. Per determinare il rischio specifico dell'impresa in oggetto si deve moltiplicare il RP per il coefficiente β .

Il metodo più utilizzato per stimare il RP è il $CAPM$ (*Capital asset pricing model*), che stima il rischio in termini di variabilità dei rendimenti aziendali rispetto a quelli del mercato azionario. Un'azienda i cui rendimenti sono piuttosto volatili rispetto a quelli del mercato azionario è, infatti, un'azienda molto rischiosa. La formula del $CAPM$ è la seguente:

$$K_e = R_f + \beta \cdot (R_m - R_f)$$

K_e = Costo del capitale di proprietà

R_f = Tasso di rendimento delle attività prive di rischio (*risk – free rate*)

R_m = Tasso di rendimento medio del mercato azionario

$(R_m - R_f)$ = Premio per il rischio

β = Coefficiente rischiosità sistematica dell'azienda

2.5.3 I metodi applicativi

I metodi finanziari possano basarsi su processi di capitalizzazione o di attualizzazione. Nel primo caso, fa riferimento al metodo finanziario sintetico, nel secondo al metodo finanziario analitico. Entrambe le metodologie possono poi essere applicate seguendo approcci valutativi di tipo *asset* o *equity side*, ovvero secondo processi di stima *unlevered* o *levered*.

²³ Massari M., Zanetti L., *Valutazione finanziaria.*, p. 138.

La prassi valutativa predilige l'utilizzo del metodo analitico *unlevered* basato sul processo di attualizzazione, chiamato *Unlevered Discounted Cash Flow*.

L'approccio *levered* si applica principalmente nei casi in cui risulta difficile la stima della posizione finanziaria netta (come, ad esempio, le banche), in cui risulta difficile distinguere tra debiti/crediti di finanziamento e debiti/crediti di funzionamento.

P R O C E S S O	CAPITALIZZAZIONE	METODO SINTETICO LEVERED	METODO SINTETICO UNLEVERED
	ATTUALIZZAZIONE	METODO ANALITICO LEVERED	METODO ANALITICO UNLEVERED
D I S T I M A		LEVERED	UNLEVERED
APPROCCIO VALUTATIVO			

Figura 14 Le combinazioni dei metodi finanziari; il metodo analitico *unlevered*, colorato in azzurro, è il più utilizzato.

2.5.4. Il metodo finanziario sintetico

Il metodo finanziario sintetico è scarsamente utilizzato nella prassi, a causa della scarsa precisione dei risultati rispetto al metodo analitico. Indipendente dall'approccio levered o unlevered, si possono individuare due metodi applicativi:

- *Metodo finanziario sintetico del flusso perpetuo.* Si basa sul principio che l'azienda considerata produca un preciso flusso di cassa considerato medio-normale a medio-lungo termine. Tale metodo è stato criticato perché non considera appropriatamente la dinamica inflazionistica, portando a una sottostima del valore aziendale. Il metodo, a seconda dell'approccio utilizzato, si suddivide in:

- *Metodo finanziario sintetico del flusso perpetuo unlevered (asset-side e procedimento aggregato):*

$$\text{Valore dell'azienda} = \frac{FCFO_*}{WACC} - PFN$$

$FCFO_*$ = Flusso di cassa operativo medio a lungo termine

PFN = Posizione finanziaria netta

$WACC$ = Costo medio ponderato del capitale

- *Metodo finanziario sintetico del flusso perpetuo levered (equity-side e procedimento aggregato):*

$$\text{Valore dell'azienda} = \frac{FCFE_*}{K_e}$$

$FCFE_*$ = Flusso di cassa netto medio a lungo termine

K_e = Costo del capitale proprio

- *Metodo finanziario sintetico del tasso di crescita perpetuo.* Si basa sul principio che l'azienda cresca perpetuamente ad un tasso di crescita stimato g . Tale metodo dunque supplisce alla mancanza di quello precedente, poiché pondera un'ipotesi di crescita che può essere assimilato o incorporare l'andamento dell'inflazione attesa. Si avranno:

- *Metodo finanziario sintetico del tasso di crescita perpetuo unlevered (asset-side e procedimento aggregato):*

$$\text{Valore dell'azienda} = \frac{FCFO_1}{WACC - g} - PFN$$

$$FCFO_1 =$$

$$\text{Flusso di cassa operativo per l'esercizio successivo} = FCFO_0 \cdot$$

$$(1 + g)$$

$$g = \text{Tasso di crescita}$$

- *Metodo finanziario sintetico del tasso di crescita perpetuo levered (equity-side e procedimento aggregato):*

$$\text{Valore dell'azienda} = \frac{FCFE_1}{K_e - g}$$

$$FCFE_1 = \text{Flusso di cassa netto per l'esercizio successivo} =$$

$$FCFE_0 \cdot (1 + g)$$

2.5.5. Il metodo finanziario analitico

I metodi finanziari analitici sono i più utilizzati ai fini della determinazione del valore aziendale. Essi si suddividono in:

- *Metodo finanziario analitico a uno stadio.* Si ipotizza che l'impresa viva per un periodo limitato, generando flussi di cassa di diversa entità. Al termine dell'attività, non ci sarà alcun valore residuo di liquidazione. Tali metodi si suddividono in:
 - *Metodo finanziario analitico a uno stadio unlevered (asset-side e procedimento aggregato):*

$$\text{Valore dell'azienda} = \sum_{t=1}^n \frac{FCFO_t}{(1 + WACC)^t} - PFN$$

$FCFO_t$ = Flussi di cassa operativi nell'anno t

$WACC$ = Costo medio ponderato del capitale

n = Periodo di stima coincidente con la vita aziendale

PFN = Posizione finanziaria netta

- *Metodo finanziario analitico a uno stadio levered (equity-side e procedimento aggregato):*

$$\text{Valore dell'azienda} = \sum_{t=1}^n \frac{FCFE_t}{(1 + K_e)^t}$$

$FCFE_t$ = Flussi di cassa netti nell'anno t

K_e = Costo del capitale proprio

- *Metodo finanziario analitico a due stadi.* Il valore dell'azienda viene ottenuto mediante la somma di due componenti, ossia: 1) il valore attuale dei flussi di cassa nel periodo di previsione analitica; 2) il valore attuale del *terminal value*. Una volta stimati i flussi di cassa futuri, indipendentemente dall'approccio utilizzato, ognuno di essi deve essere attualizzato e sommato agli altri. Tale metodo è il più utilizzato dai soggetti preposti alla valutazione d'azienda, con particolare propensione all'utilizzo della variante *unlevered*. Di conseguenza, si avranno:

- *Metodo finanziario analitico a due stadi unlevered (asset-side e procedimento aggregato):*

$$\text{Valore dell'azienda} = \sum_{t=1}^n \frac{FCFO_t}{(1 + WACC)^t} + \frac{TV}{(1 + WACC)^n} - PFN$$

- *Metodo finanziario analitico a due stadi levered (equity-side e procedimento aggregato):*

$$\text{Valore dell'azienda} = \sum_{t=1}^n \frac{FCFE_t}{(1 + K_e)^t} + \frac{TV}{(1 + K_e)^n}$$

2.5.6. La stima del Terminal Value

Il terminal value va calcolato quando si utilizzano i metodi finanziari analitici a due stadi. Al momento della stima di questa componente, che rappresenta la capacità di produrre flussi una volta terminato il periodo delle previsioni analitiche, si deve prestare particolare attenzione, poiché essa può variare sia in funzione dell'approccio asset/equity-side utilizzato, sia in funzione del periodo temporale considerato.

- *Stima del TV in ipotesi steady state.* Nell'ipotesi steady state sia assume che l'impresa possa mantenere nel lungo termine la capacità di produrre il flusso di cassa medio-normale, ossia viene richiesto che: 1) ricavi e costi unitari rimangano costanti; 2) gli investimenti di rinnovo eguaglino gli ammortamenti e non vi siano variazioni del capitale commerciale; 3) il rapporto di indebitamento venga tenuto costante.

- *Stima del TV in ipotesi steady state con approccio unlevered (asset-side):*

$$TV = \frac{FCFO_{n+1}}{(WACC - g_i)^t}$$

$FCFO_{n+1}$ = Flusso di cassa operativo per l'esercizio successivo

$$= FCFO_n \cdot (1 + g)$$

g_i = Tasso di crescita sostenibile in perpetuo (= tasso di inflazione attesa)

WACC = Costo medio ponderato del capitale

- *Stima del TV in ipotesi steady state con approccio levered (equity-side):*

$$TV = \frac{FCFE_{n+1}}{(K_e - g_i)^t}$$

$FCFE_{n+1}$ = Flusso di cassa netto per l'esercizio successivo =

$$FCFE_n \cdot (1 + g)$$

g_i = Tasso di crescita sostenibile in perpetuo (= tasso di inflazione attesa)

K_e = Costo medio ponderato del capitale

- *Stima del TV in ipotesi steady growth.* La crescita dei flussi non avviene in termini nominali (in steady state $g_i = \text{inflazione attesa}$), ma in ipotesi steady growth la crescita è vista in termini reali, si applica infatti $g_i > \text{inflazione attesa}$.

- *Stima del TV in ipotesi steady growth con approccio unlevered (asset-side):*

$$TV = \frac{FCFO_{n+1}}{(WACC - g_r)^t}$$

$g_r = \text{Tasso di crescita sostenibile in perpetuo (> tasso di inflazione attesa)}$

- *Stima del TV in ipotesi steady growth con approccio levered (equity-side):*

$$TV = \frac{FCFE_{n+1}}{(K_e - g_r)^t}$$

2.6. Il metodo dei multipli

La dottrina non reputa i multipli come un vero e proprio metodo di valutazione, ma, piuttosto, come una soluzione più semplice e meno dispendiosa sotto il profilo temporale, rispetto agli altri metodi, per verificare l'adeguatezza della valutazione rispetto ai prezzi di scambio sul mercato riscontrati per aziende comparabili. Si tratta quindi di una soluzione orientata ad accertare se il valore attribuito all'impresa sia in linea con quello normale medio di mercato. La valutazione mediante multipli ha raggiunto una notevole diffusione, proprio perché permette di formulare un *giudizio sul valore* dell'azienda, sulla base di un insieme di dati e ipotesi facilmente reperibili e con semplicità e velocità sul piano operativo.

Tuttavia, ricondurre il successo della valutazione mediante l'utilizzo dei multipli alla sola semplicità e immediatezza di applicazione, risulterebbe riduttivo, poiché anche altri fattori hanno contribuito alla loro diffusione, in primis²⁴:

- Il generale incremento dei prezzi di borsa, durata molto a lungo, che ha determinato un *divario* importante fra capitalizzazione di mercato delle società quotate e valori contabili dei loro capitali netti.
- Il crescente peso attribuito agli *asset intangibili*, per lo più non iscritti a bilancio.
- Il prevalere dei *metodi analitici* sui metodi sintetici, che stimano valori basati su risultati futuri sempre più differiti nel tempo, comportando valutazioni difficoltose, dispendiose sotto il profilo temporale e incerte per quanto concerne il valore finale.
- Il *vantaggio informativo* riconosciuto ai multipli, specialmente in contesti in cui la valutazione si prospetta difficile.
- La crescente necessità e la diffusione dei sistemi di *misurazione delle performance* aziendali, ai fini di allineare gli obiettivi del management con quelli degli azionisti.
- L'incremento di *operazioni straordinarie*, che ha reso disponibile una vasta quantità di prezzi di riferimento, anche per società non quotate.

I multipli permettono di determinare il valore del capitale aziendale sulla base dei prezzi negoziati per titoli rappresentativi di quote del capitale di imprese abbastanza simili da poter essere comparate. Per fare ciò trova e sviluppa dei rapporti

²⁴ Guatri L., Bini M., *Principi e linee guida professionali*, pp. 25-26, Università Bocconi Editore, 2002.

che sono rappresentativi della relazione che collega il prezzo di mercato del capitale delle aziende ad alcune variabili economiche aziendali²⁵.

Ciò che non eleva tale metodo al rango di metodo di valutazione pieno, è l'elevato rischio di una quantificazione incoerente del valore d'azienda, che più che considerare le reali potenzialità dell'azienda, esso possa stimare valori che riflettono i trend del mercato, orientamenti occasionali e di breve termine, con tendenza a sovrastimare o sottostimare l'azienda in funzione del valore che il mercato attribuisce ad aziende simili. Tuttavia, questo aspetto non significa che il metodo dei multipli esprima un valore meno importante rispetto ai valori ottenuti con la valutazione analitica poiché, se i mercati sono trasparenti ed efficienti, la quotazione dei titoli incorpora aspettative di rendimento e prospettive di sviluppo. In tal caso il valore d'azienda a cui si perviene rappresenta, nel confronto con attività simili, che cosa il mercato apprezza e si aspetta in futuro.

Solitamente, i multipli sono utilizzati come strumento per la stima di prima approssimazione del valore dell'azienda e assumono una funzione di confronto, integrazione e conferma delle informazioni ottenute con altri metodi. I multipli si basano sulla scelta di alcune variabili, indicative di una misura di performance in un determinato periodo (ad es. prezzo azionario, EBIT, MOL, ricavi).

Vi deve essere un nesso causale tra multiplo utilizzato e variabile, altrimenti possono crearsi dei valori non veritieri.

In generale, i multipli sono dei quozienti, formati da un numeratore e un denominatore, che possono essere sintetizzati dalla formula:

$$\text{Multiplo} = \frac{\text{Valore dell'impresa di riferimento}}{\text{Variabile d'impresa}}$$

La stima dell'azienda mediante multipli è ritenuta relativamente affidabile quando i multipli hanno presentano alcune caratteristiche:

²⁵ Musaiò A., *Il capitale d'impresa. Configurazione e valutazione*, Montrone A., Musaiò A. (a cura di), Capitale e operazioni straordinarie, McGraw-Hill, 2009.

- *Normalità*, ossia il multiplo deve essere ricompreso in un *range* di valori considerati ragionevoli
- *Ordinabilità*, significa che le imprese con i multipli più elevati sono quelle che avranno maggiori opportunità future di creazione di valore.
- *Stabilità*, ossia ottenere dei multipli non volatili, capaci nel tempo di assumere valori rientranti in un *range* limitato di valori.
- *Accettabilità*, ossia ottenere dei multipli che consentano di trovare valori condivisibili, tramite adeguati aggiustamenti.

L'applicazione dei multipli può essere articolata in quattro fasi:

1. L'individuazione di un campione di *imprese comparabili*, ossia si prende come riferimento un insieme di imprese operanti nel medesimo settore e omogenee sotto diversi punti di vista. In particolare, l'impresa oggetto di comparazione, rispetto al campione di imprese di riferimento, dovrebbe presentare la maggior parte delle caratteristiche di similarità per:

- appartenenza allo stesso settore
- dimensione
- localizzazione
- rischi finanziari e operativi
- mercati di riferimento
- andamenti storici dei risultati
- prospettive di sviluppo e stadio di vita della società
- clientela
- notorietà
- governance

Naturalmente, è molto difficile trovare un campione omogeneo di imprese appartenenti allo stesso settore e quotate nello stesso mercato nazionale, in particolar modo in Italia, dove il mercato borsistico non è ancora molto sviluppato e presenta dimensioni esigue, con poche società quotate. Per tale ragione, sebbene non sia la soluzione ottimale, il valutatore potrà includere nel campione delle società quotate in mercati esteri, anche non appartenenti allo

stesso settore, ma che perlomeno possiedano caratteristiche quantitative e qualitative simili, come ad esempio il tasso di crescita, il profilo di rischio, il grado di indebitamento, la dimensione.

2. La scelta della configurazione di un *valore d'impresa* a cui fare riferimento, ossia la configurazione *asset-side* e quella *equity-side*. Con la prima soluzione, i multipli vengono riferiti al valore d'impresa (EV). Con la seconda, i multipli sono riferiti direttamente al valore per gli azionisti (generalmente individuato nel prezzo P).

3. La scelta di un'ideale *variabile d'impresa*, mediante l'utilizzo di grandezze economiche, finanziarie o patrimoniali. Le *grandezze economiche* di riferimento sono il fatturato, l'EBITDA, l'EBIT e/o gli utili (earnings, E). Le *grandezze patrimoniali* fanno invece riferimento al patrimonio netto a valori contabili (book value, BV) Nelle grandezze finanziarie, invece, l'aggregato principale è rappresentato dai flussi di cassa (solitamente utile + ammortamento).

4. Infine, dopo aver calcolato i multipli dell'azienda oggetto di valutazione e delle sue comparables, si procede ad effettuare la comparazione dei valori, traendo le considerazioni conclusive e individuando inoltre il valore medio dei multipli.

Quando si utilizzano i multipli, la maggior parte degli investitori e analisti tende a considerare i dati finanziari e le previsioni per i due anni a seguire.

Multipli asset-side	$\frac{EV}{Sales}$	$\frac{EV}{EBITDA}$	$\frac{EV}{EBIT}$	$\frac{EV}{CF}$
Multipli equity-side	$\frac{P}{CF}$	$\frac{P}{E}$	$\frac{P}{BV}$	

Figura 15 I multipli più utilizzati, suddivisi per configurazione asset-side ed equity side.

Dopo aver calcolato il multiplo, il valore d'azienda risulterà dall'applicazione delle seguenti formule generali:

- Se il multiplo è asset-side:

$$\text{Valore d'azienda} = (\text{variabile d'impresa} \cdot \text{multiplo}) - \text{PFN}$$

- Se il multiplo è equity-side:

$$\text{Valore d'azienda} = (\text{variabile d'impresa} \cdot \text{multiplo})$$

MULTIPLI ASSET-SIDE		
Numeratore	Denominatore	
EV	EBIT	<i>Reddito operativo = Ricavi operativi – Costi</i>
EV	NOPAT	<i>Reddito operativo al netto delle iposte = EBIT · (1 – t_c)</i>
EV	EBITDA	<i>MOL = EBIT + Ammortamenti contabili</i>
EV	CF	<i>FCFO = EBITDA – CAPEX</i>
EV	SALES	<i>Ricavi operativi</i>
MULTIPLI EQUITY-SIDE		
P	E	<i>Utili netti</i>
P	CF	<i>FCFE = Flusso netto disponibile agli azionisti</i>
P	BV	<i>Patrimonio netto contabile</i>
P	DIV	<i>Dividendo</i>

Figura 16 Numeratore e denominatore dei principali multipli.

In sintesi, qualora si utilizzi un multiplo equity-side, il valore che si utilizzerà per il rapporto dovrà essere levered, ossia al netto degli interessi passivi. Nel caso, invece, si faccia ricorso ad un multiplo asset-side, il denominatore coinciderà con una grandezza unlevered, ossia espressa al lordo degli oneri legati al debito.

I multipli asset-side ed equity-side sono utilizzati in diverse versioni, che corrispondono a diverse classi di multipli:

- *Multipli correnti (spot)*, sono rapporti tra valori (EV, P) e performance correnti. Le performance a denominatore possono essere storiche, in corso di formazione o prospettiche. Da ciò si otterranno:

- *Multipli trailing*

$$M = \frac{\text{Valore d'impresa}_0}{\text{Variabile d'impresa}_{-1}}$$

- *Multipli actual.*

$$M = \frac{\text{Valore d'impresa}_0}{\text{Variabile d'impresa}_0}$$

- *Multipli leading.*

$$M = \frac{\text{Valore d'impresa}_0}{\text{Variabile d'impresa}_1}$$

Dove *Valore d'impresa*₀ al numeratore, rappresenta il valore corrente della configurazione di valore scelta (EV con multipli asset-side, P con multipli equity-side). A denominatore, *Variabile d'impresa*₋₁ rappresenta la variabile ad un valore passato, *Variabile d'impresa*₀ rappresenta la variabile al valore corrente (dell'ultimo anno o periodo) e la *Variabile d'impresa*₁ rappresenta la variabile al valore futuro atteso.

- *Multipli forward*, sono rapporti tra un valore futuro previsto all'anno x e una variabile futura attesa all'anno x. Il periodo x può essere anche molto lontano nel tempo.

$$M = \frac{\text{Valore d'impresa}_x}{\text{Variabile d'impresa}_x}$$

- *Multipli target*, sono previsioni del multiplo ad un anno futuro x stimate da un'analista ricorrendo ad una media storica di lungo periodo, oppure mediante previsioni sul probabile comportamento futuro delle variabili residue.

2.6.1. I multipli asset-side

I multipli asset-side esprimono il valore totale dell'impresa (EV), in relazione a una variabile che riguarda tutti i portatori di interessi (investitori in capitale proprio, creditori, detentori di interessi di minoranza) nell'attività.

I multipli asset-side stimano direttamente il valore di mercato del capitale di rischio sommato alla posizione finanziaria netta, dove il numeratore è rappresentato dal valore di mercato del capitale (EV) ed il denominatore coincide con una grandezza indicativa dei risultati economici.

I multipli asset-side vengono considerati più allettanti rispetto a quelli equity-side, poiché si focalizzano sull'attività nel suo insieme, invece che solo sul valore dei diritti dei portatori di capitale proprio²⁶. Inoltre, i multipli asset-side sono meno influenzati da differenze di struttura del capitale, perché misurano il valore di un'attività senza ricorrere alla lava finanziaria e, infine, consentono l'utilizzo di dati statistici che sono meno influenzati da differenze contabili, come l'EBIT, l'EBITDA e i flussi di cassa. Tali multipli, dunque, stimano il valore di mercato dell'intero capitale investito. Il numeratore del multiplo è dato dalla somma tra il prezzo del capitale di rischio e il valore dei debiti. Al denominatore è rappresentato dal risultato operativo al netto delle imposte NOPAT o variabile esplicativa dello stesso.

I multipli asset-side esprimono al numeratore l'Enterprise Value (EV), che si ricorda essere:

$$EV = \text{Capitalizzazione di borsa} + \text{Indebitamento netto}$$

²⁶ Tolleryd J., Frykman D., *Valutare l'impresa*, Pearson, 2005.

Dalla formula si desume che se un'impresa ricorre alla leva finanziaria, ossia non ha indebitamento, il valore dell'impresa equivale circa al valore di mercato del capitale proprio, ossia alla sua capitalizzazione, perché non ci sono altri portatori di interessi.

L'enterprise value, inoltre, può essere calcolato come rapporto tra il NOPAT (reddito operativo al netto delle imposte) ed il costo medio ponderato del capitale²⁷:

$$EV = \frac{NOPAT}{WACC}$$

I principali multipli asset-side sono rappresentati da:

- *EV/EBIT*

Esprime il valore del risultato operativo caratteristico dell'impresa. Il numeratore corrisponde alla somma tra il valore della quotazione azionistica dell'impresa e il valore dei suoi debiti. Il denominatore è costituito dall'utile al lordo degli oneri finanziari sul debito, di altri oneri straordinari e delle tasse.

Ipotizzando che l'azienda non abbia crescita, l'EV si può calcolare:

$$EV = \frac{EBIT \cdot (1 - t)}{WACC} \rightarrow \frac{EV}{EBIT} = \frac{(1 - t)}{WACC}$$

EV = Valore dell'impresa

EBIT = Reddito al lordo di tasse e oneri finanziari negativi

t = Aliquota fiscale

WACC = Costo medio ponderato del capitale

Se, invece, si considera un'azienda in stato *steady growth*, l'EV dovrà essere ridefinito per consentire l'impiego di una parte dell'EBIT per nuovi investimenti:

²⁷ Sodini M., *Il valore di un'azienda in base ai multipli*, Fondazione nazionale dei commercialisti, 30/11/2015.

$$EV = \frac{[EBIT \cdot (1 - t) - I - \Delta CC] \cdot (1 + g)}{WACC - g}$$

I = Uscite dovute a nuovi investimenti

\Delta CC = Variazione del capitale circolante commerciale

- *EV/EBITDA*

L'EBITDA esprime l'utile al lordo di interessi, imposte, deprezzamenti e ammortamenti. Questo multiplo è sicuramente uno dei maggiormente utilizzati. Infatti, l'EBITDA, rappresenta una discreta approssimazione del flusso di cassa ed è una grandezza scarsamente influenzata da misure contabili. Sebbene l'EBITDA sia simile al flusso di cassa, è bene precisare, rappresenta una grandezza diversa. Infatti, esso non considera i pagamenti delle imposte o le variazioni di CCN. Queste variabili possono aumentare o diminuire il valore d'impresa e influire sui multipli EV/EBITDA. Il suo grande utilizzo è riconducibile alla volontà di evitare che la stima risenta di politiche di investimento diverse tra loro, traducendosi in ammortamenti a conto economico

Il multiplo *EV/EBITDA* è influenzato da:

- *Livello delle imposte.* Maggiore è l'entità delle imposte, minore sarà il multiplo.
- *Costo del capitale.* Più rischiosa è la struttura finanziaria, più alto sarà il costo del capitale, che porterà dunque a un valore inferiore.
- *Ammortamento.* Un aumento degli ammortamenti, conduce ad un incremento del valore d'impresa, a causa degli effetti positivi sulle imposte.

- *EV/SALES*

Le vendite tendono ad essere liberamente comparabili tra imprese operanti in mercati, settori e paesi anche diversi rispetto a quello dell'azienda oggetto di valutazione, poiché il fatturato non risente molto delle decisioni contabili.

Inoltre i ricavi, a differenza di altre variabili, non presentano valori negativi, consentendo, dunque, l'applicazione del multiplo e il confronto con altre aziende, prescindendo dallo stadio di sviluppo e dalle situazioni. Infatti, il denominatore non può mai assumere un valore negativo e il valore delle vendite non lo sarà mai, potendo essere, nella peggiore delle ipotesi, uguale a zero.

I multipli dei ricavi tendono a essere più stabili nel tempo e meno influenzati da voci straordinarie rispetto agli utili o in particolare al flusso di cassa.

Tuttavia, il fatturato non tiene conto dei costi sostenuti per arrivare ad ottenere quel risultato economico e dunque non è espressione veritiera di redditività. Il cambiamento delle politiche di prezzo, la maggiore concorrenza e le decisioni strategiche spesso influiscono in primo luogo sui ricavi, di conseguenza questi possono fornire una buona indicazione della situazione futura di aziende o settori in cambiamento.

Normalmente i multipli dei ricavi sono fortemente correlati alla crescita dei ricavi dell'impresa; maggiore è la crescita dei ricavi, maggiore sarà il multiplo

- *EV/CF*

Tale multiplo gode di una discreta applicazione, poiché risente in misura minima delle misure contabili. Il flusso di cassa più utilizzato nella prassi, coincide con il flusso di cassa operativo (FCFO), il cui calcolo è stato esaminato nei paragrafi precedenti. Tale multiplo presenta la difficoltà di calcolo del FCFO, tuttavia esso rappresenterebbe la soluzione migliore per la valutazione di un'impresa, poiché è influenzato in modo minore dalla contabilizzazione rispetto ad ogni altro multiplo.

2.6.2. I multipli equity-side

I multipli equity-side esprimono il prezzo dell'azione, al numeratore, in funzione di una variabile relativa ai soli azionisti, come l'utile per azione, al denominatore. Essi sono prevalentemente applicati nei settori a redditività consolidata.

I principali multipli equity-side sono:

- P/E

Il multiplo è in assoluto il più applicato, sia per la facilità con cui si riescono a reperire i dati necessari al suo calcolo, sia perché rappresenta un riferimento per valutare la convenienza di un'azione, indicando quante volte il mercato moltiplica gli utili aziendali. Il numeratore è rappresentato dal prezzo corrente di borsa dell'azione o dalla capitalizzazione, mentre il denominatore esprime rispettivamente gli utili per azione o l'utile netto. La significatività del multiplo è dunque influenzata dal grado di efficienza dei mercati finanziari in cui si formano i valori che contribuiscono a determinarlo. Inoltre, il multiplo risente molto delle misure contabili e degli effetti fiscali, trovandosi l'utile all'ultima voce del conto economico.

Infatti, più in alto si colloca nel conto economico la misura di performance, meno essa risente delle politiche discrezionali seguite nella redazione del bilancio (come si è visto per i multipli asset-side, le grandezze *EBITDA* e *Ricavi*, non risentono della struttura finanziaria, fiscale e delle politiche di investimento dell'azienda, al contrario degli utili *E*, che si trovano all'opposto nel Conto Economico)²⁸. Il multiplo può anche essere espresso come rapporto tra la capitalizzazione di mercato ed il reddito netto:

$$\frac{P}{E} = \frac{\text{Capitalizzazione di mercato}}{\text{Reddito netto}} = \frac{\text{Prezzo di mercato azione}}{\text{Utile per azione}}$$

Inoltre, a seconda che si utilizzino divisori e dividendi afferenti a periodi temporali diversi, si avranno distinte versioni del multiplo:

Versione <i>Trailing</i>	$\frac{P_0}{E_{-1}}$
--------------------------	----------------------

²⁸ Guatri L., Bini M., *Principi e linee guida professionali*, p. 29, Università Bocconi Editore, 2002.

Versione <i>Current</i>	$\frac{P_0}{E_0}$
Versione <i>Leading</i>	$\frac{P_0}{E_1}$
Versione <i>Forward</i>	$\frac{P_x}{E_x}$

- *P/BV*

Il multiplo riflette il valore di mercato del capitale proprio rispetto al valore contabile dello stesso, ed esprime la capacità dell'azienda di produrre utili futuri in funzione al suo capitale investito. Il valore contabile è dato dalla differenza tra il valore contabile rettificato delle attività e il valore contabile rettificato delle passività.

Il multiplo può anche essere espresso come²⁹:

$$\frac{P}{BV} = \left(\frac{ROE - g}{ROE \cdot (K_e - g)} \right) \cdot ROE$$

$$ROE = \text{Indice di redditività del capitale proprio} = \frac{\text{Utile netto}}{\text{Patrimonio netto}}$$

$g = \text{Tasso di crescita}$

$K_e = \text{Costo del capitale proprio}$

Dove il ROE è un indicatore della remunerazione del capitale proprio, ossia misura la capacità dell'impresa di remunerare gli investitori e dunque ne determina la sua attrattività per altri investitori. Il multiplo P/EV si presta maggiormente per la valutazione di imprese in cui le attività tangibili sono essenziali per i rendimenti, i flussi di cassa e la creazione del valore.

²⁹ Tolleryd J., Frykman D., *Valutare l'impresa*, Pearson, 2005.

$$\frac{P}{BV} = \frac{\text{Capitalizzazione mercato}}{\text{Patrimonio netto contabile}}$$

$$= \frac{\text{Prezzo mercato azione}}{\text{Patrimonio netto contabile per azione}}$$

- *P/CF*

Rappresenta il rapporto tra il prezzo corrente delle azioni e il flusso di cassa operativo disponibile agli azionisti (FCFE), per azione. Viene preferibilmente utilizzato per aziende operanti in settori stabili e con flussi di cassa costanti, dove le politiche di bilancio, specie quelle relative agli ammortamenti, non hanno influenza (in sostanza, dunque, grandi imprese industriali con rilevanti immobilizzazioni materiali)³⁰. Il multiplo ha il pregio di non subire influenze per effetto dell'adozione di principi contabili differenti e di non essere particolarmente influenzato dalle politiche di bilancio.

³⁰ Balducci D., *La valutazione dell'azienda*, cap. 14, FAG Milano, 1998.

Capitolo 3

La valutazione d'azienda: il caso aziendale IMA S.p.A.

3.1. Il Gruppo IMA – 3.2. Il settore industriale delle macchine automatiche per il confezionamento e l'imballaggio. – 3.3. L'approccio valutativo – 3.4. La valutazione di IMA mediante il metodo DCF.

3.1. Il Gruppo IMA

IMA, acronimo di *Industria Macchine automatiche*, nasce a Bologna nel 1961 come Società in accomandita semplice. Nel 1963, la Famiglia Vacchi, ne acquisisce il controllo, promuovendone lo sviluppo industriale. Da allora, IMA S.p.A. inizia una graduale trasformazione da piccola realtà locale a gruppo multinazionale, mediante una crescita costante sia per linee interne, attraverso un'oculata gestione delle risorse economiche e finanziarie, gli ingenti investimenti in R&D, la ricerca e la formazione di competenze eccellenti, un efficiente modello organizzativo divisionale, la competenza del management, l'efficienza della *supply chain management*; sia per linee esterne, mediante acquisizioni di imprese considerate strategicamente rilevanti.

Il Gruppo IMA opera nella progettazione, produzione e vendita di macchine automatiche per il processo e il confezionamento di farmaci, cosmetici, alimenti, bevande, tè e tabacco. La controllante del Gruppo IMA è IMA S.p.A. con sede legale

in Ozzano dell'Emilia (BO), e dal 1995 è quotata presso Borsa Italiana al segmento STAR. Al 31 dicembre 2017 IMA S.p.A. è posseduta per il 57% da SO.FI.M.A. Società Finanziaria Macchine Automatiche S.p.A., controllata a sua volta da LOPAM FIN S.p.A. con il 49,59%. In SO.FI.M.A. partecipano anche ALVA S.p.A., controllata al 100% dal presidente e amministratore delegato Alberto Vacchi, con il 24,35%, e COFIVA SA, società di diritto lussemburghese, con il 24,65%. Marco Vacchi, presidente onorario di IMA S.p.A., è presidente e consigliere di SO.FI.M.A. e di LOPAM FIN S.p.A.

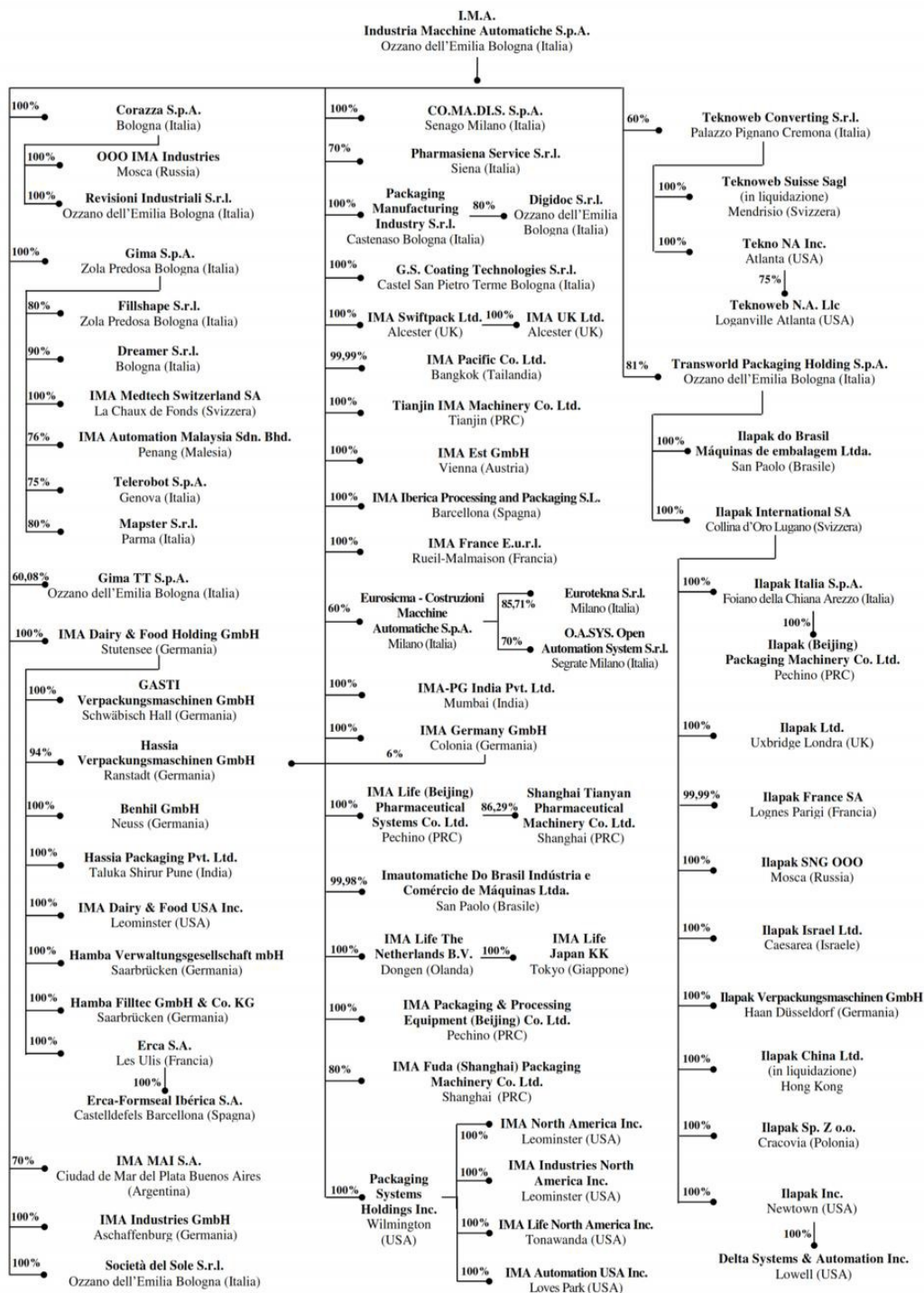


Figura 17 La struttura del Gruppo IMA.

	31/12/2013	31/12/2014	31/12/2015	31/12/2016	31/12/2017
Accounting Standard	IAS/IFRS	IAS/IFRS	IAS/IFRS	IAS/IFRS	IAS/IFRS
Ricavi	760,9	854,6	1.109,5	1.310,8	1.444,7
Δ YoY	+ 3,6%	+ 12,3%	+ 29,8%	+ 18,1%	+ 10,2%
EBITDA	105,8	130,3	157,4	179,1	207,27
Δ YoY	+ 6,2%	+ 23,1%	+ 20,8%	+ 13,8%	+ 15,7%
EBIT	87	108	115,6	141,3	165,2
Δ YoY	+ 7,5%	+ 24,6%	+ 7,1%	+ 22,2%	+ 16,9%
Utile del Gruppo	54,796	56,748	77,836	101,392	99,425
Δ YoY	+ 8%	+ 0,42%	+ 35,6%	+ 33,8%	(8,5)
PFN	(130,4)	(118,4)	(163,1)	(99,9)	(50,3)
Δ YoY	(0,83%)	(9,20%)	+ 37,7%	(38%)	(49%)

Occupati	3.885	3.799	4.576	5.109	5.613
Δ YoY	+ 9%	(2,2%)	+ 20,4%	+ 11,6%	+ 9,8%
Prezzo medio di mercato azione *	€20,01	€32,34	€43,87	€52,89	€74,96
Δ YoY	+ 46,7%	+ 61,6%	+ 35,6%	+ 20,5%	+ 41,7%

Figura 18 *Prima tabella: risultati consolidati del Gruppo IMA negli ultimi 5 anni. I dati sono espressi in milioni di euro.*

Seconda tabella: andamento dell'occupazione e del prezzo di mercato annuale di chiusura delle azioni (Il prezzo medio di mercato per azione è stato calcolato considerando come dati di riferimento i prezzi di chiusura dell'azione di IMA S.p.A. intervallati a base settimanale, effettuando dunque la media dei prezzi nell'anno di riferimento).*

Con le società del Gruppo che svolgono attività industriali, la Capogruppo intrattiene principalmente rapporti di tipo commerciale di compravendita di macchine necessarie all'allestimento di linee complete, nonché di prestazione di servizi. Con le società del Gruppo che svolgono attività commerciali, IMA S.p.A. intrattiene rapporti di intermediazione commerciale per la vendita, la distribuzione e l'assistenza tecnica dei prodotti fabbricati dalle divisioni IMA S.p.A. nei territori di competenza delle singole società. In sostanza, i prodotti di IMA S.p.A. sono venduti e tecnicamente assistiti dalle società commerciali nelle aree geografiche di competenza e da una vasta rete di agenti nelle aree non coperte dalle filiali. Le informazioni utilizzate per l'analisi del Gruppo IMA ai fini della valutazione d'azienda, derivano prevalentemente dalla consultazione dei documenti contabili e degli studi societari disponibili al 31 dicembre 2017.

Il Gruppo ha riportato nel 2017 ricavi consolidati per 1,445 miliardi di euro, con una crescita del 10,2% rispetto all'anno precedente e una quota di export pari all'88% del fatturato. L'EBITDA è salito a 207,3 milioni di euro, segnando un +15,7% rispetto al 2016 e il portafoglio ordini consolidato ha raggiunto 866,8 milioni di euro, con un incremento del 13,1%. L'indebitamento finanziario netto del Gruppo IMA al termine del 2017 è risultato pari a 50,3 milioni, in diminuzione del 98%.

IMA S.p.A. ha la capacità di diversificare il prodotto a seconda delle richieste dei clienti finali provenienti da tutto il mondo, realizzando macchine automatiche innovative e personalizzate in base alle esigenze dell'utente, mediante un vero e proprio rapporto collaborativo, in un'ottica di *comakership*, perseguendo i migliori standard qualitativi.

Dal 2008 il Gruppo IMA presenta un fatturato in continua crescita. All'interno del settore *Food*, il Gruppo è leader di mercato nella costruzione di macchine automatiche per il confezionamento di tè e tisane in filtro e si è sviluppato in settori addizionali come quello dolciario, caseario, del caffè e delle saponette, soprattutto mediante acquisizioni di imprese rilevanti.

Infatti, dal 1999, il Gruppo vanta una lunga tradizione strategica di crescita esterna, basata su acquisizioni e partecipazioni in società italiane e internazionali operanti nello stesso settore. Inoltre, IMA S.p.A. possiede partecipazioni minoritarie

(inferiori al 30% del capitale sociale) in alcuni fornitori considerati strategici, al fine di trasmettere competenze, innovazione e farli crescere anche mediante un accesso al credito più semplice, instaurando dunque un rapporto collaborativo. Mediante questa strategia, le aziende di filiera collegate al Gruppo hanno incrementato notevolmente i loro ricavi, raggiungendo un fatturato aggregato pari a circa 124 milioni nel 2015 (+ 630% rispetto al 2008), con una conseguente crescita anche dell'occupazione (Δ 2015/2008 = + 283%). In seguito, anche diverse di queste imprese hanno a loro volta avviato un meccanismo di filiera verso imprese minori, contribuendo a salvaguardare così le competenze del territorio ed a incrementare la coesione del sistema produttivo distrettuale.

Inoltre, nel 2017, IMA S.p.A. procede alla quotazione della società controllata GIMA TT, specializzata nella produzione di macchine automatiche per il confezionamento di tabacco e sigarette. L'approvazione da parte della Consob ha consentito a Borsa Italiana di deliberare l'ammissione alla quotazione delle azioni sul Mercato Telematico Azionario. L'offerta, rivolta ad investitori istituzionali (Collocamento Istituzionale), si è conclusa con il collocamento del numero massimo di azioni previsto, pari a 33.880.000, corrispondenti al 38,5% del capitale sociale. L'incasso lordo complessivo derivante dal collocamento, spettante esclusivamente alla Capogruppo, è stato pari a 109.085 milioni di euro. Al netto degli oneri sostenuti, IMA S.p.A. ha avuto modo di realizzare una plusvalenza di 101.381 milioni di euro. La partecipazione di IMA S.p.A. nel capitale sociale di GIMA TT S.p.A. si è dunque ridotta dal 70% al 60,084%.

IMA S.p.A. opera in diverse aree di business specifiche, che sono raggruppate in tre macro-settori:

- *Tea, Food & Other.* Si occupa della costruzione di macchinari per il confezionamento di tè ed erbe in filtro, caffè, cibo fresco e conservato, bevande, prodotti per la cura personale. Le attività vengono svolte dalle divisioni di IMA S.p.A. e dalle imprese controllate specializzate nel settore. Nel 2017, ricavi del settore sono aumentati del 10,4% rispetto al 2016. L'EBITDA si attesta a 50,57 milioni di euro (+ 8,9%) e gli ordini sono

aumentati del 4,2%. Gli ordini sono aumentati del 4,2% rispetto al 2016, e sono quantificati in 254 milioni di euro.

- *Pharma*. Si occupa della creazione di macchine automatiche per il processo e il confezionamento dei prodotti farmaceutici quali capsule, compresse blisterate, e riempimento di flaconi etc. mediante delle sotto-divisioni specializzate. I ricavi del settore *Pharma* evidenziano una crescita pari al 2,6% rispetto al 2016, con un EBITDA pari a 95 milioni di Euro, in crescita del 13,8%. Gli ordini, pari a 502,4 milioni di euro, sono aumentati del 15,8% rispetto all'anno precedente. Il settore *Pharma* è detenuto al 100% da IMA S.p.A. .
- *Tobacco*. Si occupa della produzione di macchine per il confezionamento di tabacco e sigarette. Per questo settore, l'attività viene svolta da GIMA TT S.p.A., quotata in borsa nel 2017. Il fatturato del settore è aumentato del 51,2% rispetto al 2016, toccando quota 151,7 milioni di euro, grazie alle ingenti commesse da parte di importanti multinazionali del settore (Philip Morris e Japan Tobacco) e alla crescente domanda di macchine su base elettronica per il confezionamento dei prodotti a rischio ridotto, come le sigarette elettroniche. L'EBITDA, pari a 61,7 milioni di euro, è cresciuto del 54% rispetto al 2016 e gli ordini, con 110,4 milioni di euro registrati, sono aumentati del 24,6%.

	Tea, Food & Other	Pharma	Tobacco	Totale
Ricavi 2017	727,1	565,87	151,76	1.444,73
Ricavi 2016	658,77	551,69	100,39	1.310,85
Δ 17/16	+ 10,4%	+ 2,6%	+ 51,2%	+ 10,2%
EBITDA 2017	50,57	95	61,7	207,27
EBITDA 2016	55,52	83,51	40,12	179,15
Δ 17/16	(8,9%)	+ 13,8%	+ 53,8%	+ 15,7%
EBIT 2017	20	83,92	61,23	165,22
EBIT 2016	28,32	73,37	39,65	141,34
Δ 17/16	(29,1%)	+ 14,4%	+ 54,4%	+ 16,9%
Costi R&D 2017	23	28,66	2,3	53,9
Costi R&D 2016	19,49	26,44	2,2	48,13
Δ 17/16	+ 18,2%	+ 8,4%	+ 3,6%	+ 12%
Ordini 2017	254	502,38	110,42	866,8
Ordini 2016	243,7	433,88	88,60	766,18
Δ 17/16	+ 4,2%	+ 15,8%	+ 24,6%	+ 13,1%

Figura 19 *Dati economici di riferimento per divisione produttiva di IMA S.p.A., con relativa variazione annuale. I dati sono espressi in milioni di euro.*

L'export, per il Gruppo, è pari a 1,279 miliardi di euro e rappresenta l'88,5% del fatturato, in aumento rispetto agli 1,134 miliardi di euro dell'anno precedente. Da queste cifre, si evince l'evidente caratura internazionale di IMA S.p.A.. La maggior parte delle commesse provengono dall'Unione Europea (35,1% delle esportazioni), seguito da Asia e Medioriente (24,4%) e dagli USA (19,30%).

Dalla tabella rappresentata nella *Figura 19*, si può constatare che l'incidenza dei ricavi nel settore *Tea, Food & Other* sul fatturato totale di IMA S.p.A., è predominante

rispetto a tutti gli altri settori ed in crescita annuale. Tuttavia, se si analizza l'incidenza del margine operativo lordo (EBITDA), indicatore che considera i costi operativi e che si presta ed essere più consono a evidenziare la redditività, si nota che l'incidenza del settore *Tea, Food & Other* diminuisce drasticamente, se confrontato con gli altri settori sull'EBITDA totale di IMA S.p.A.. Mentre i settori *Tobacco* e *Pharma* hanno registrato dei trend estremamente positivi, il settore *Tea, Food & Other* ha sottoperformato. La causa principale di questo problema risiede nelle recenti acquisizioni all'interno del settore, effettuate a partire dal 2013, di imprese che non stanno rispettando le previsioni di redditività e che, dunque, stanno sottoperformando. Si fa riferimento, in particolare, all'acquisizione di Oystar, importante società attiva nella produzione di macchine automatiche per il confezionamento di prodotti caseari, e di Ilapak. Inoltre, le società collegate all'ex-Oyster, stanno anch'esse non rispettando le previsioni di performance.

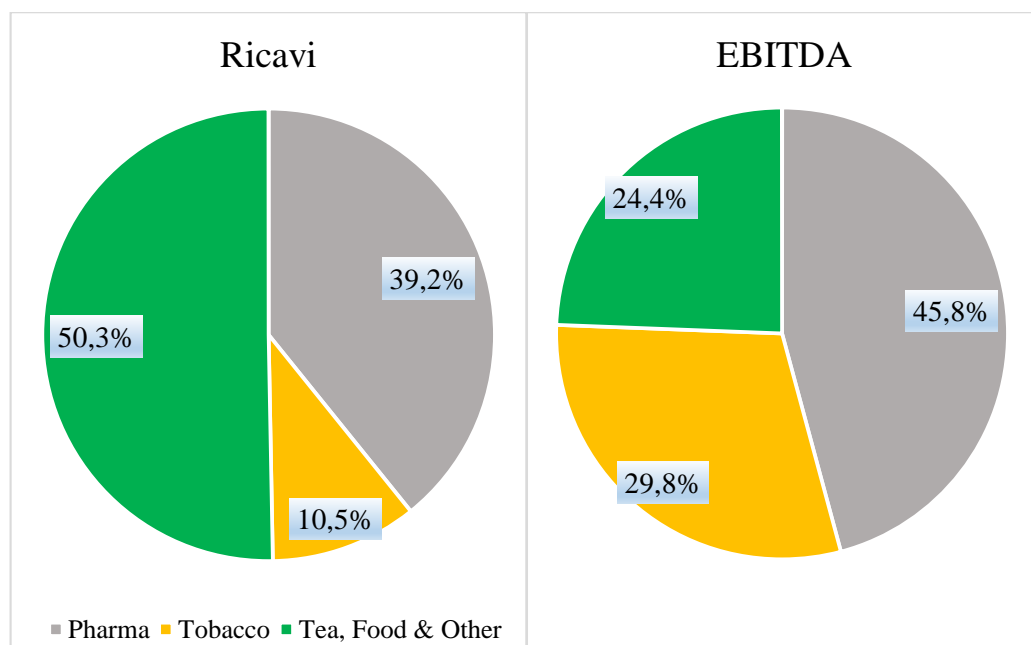


Figura 20 Incidenza dei ricavi e degli EBITDA settoriali sui rispettivi totali.

Il Gruppo conta più di 5.600 dipendenti, il 12% in più rispetto al 2016, di cui la metà occupati in Italia, ed è presente in circa 80 paesi, sostenuto da una rete

commerciale composta di 29 filiali con servizi di vendita e assistenza, più di 50 agenzie e 41 stabilimenti produttivi. Il 41% delle persone assunte nel 2017 livello globale, ha meno di 30 anni.

Il Gruppo IMA possiede 1.700 tra brevetti e domande di brevetto attive in tutto il mondo e questo è frutto dell'impegno economico profuso nella ricerca e nello sviluppo di nuovi prodotti e di nuove tecnologie. Gli investimenti in R&D rappresentano infatti un dogma fondamentale per il Gruppo, che crede fortemente che la competitività all'interno del settore possa essere mantenuta investendo importanti risorse in tale direzione. Negli ultimi anni, IMA S.p.A. ha investito mediamente il 5% del fatturato in R&D.

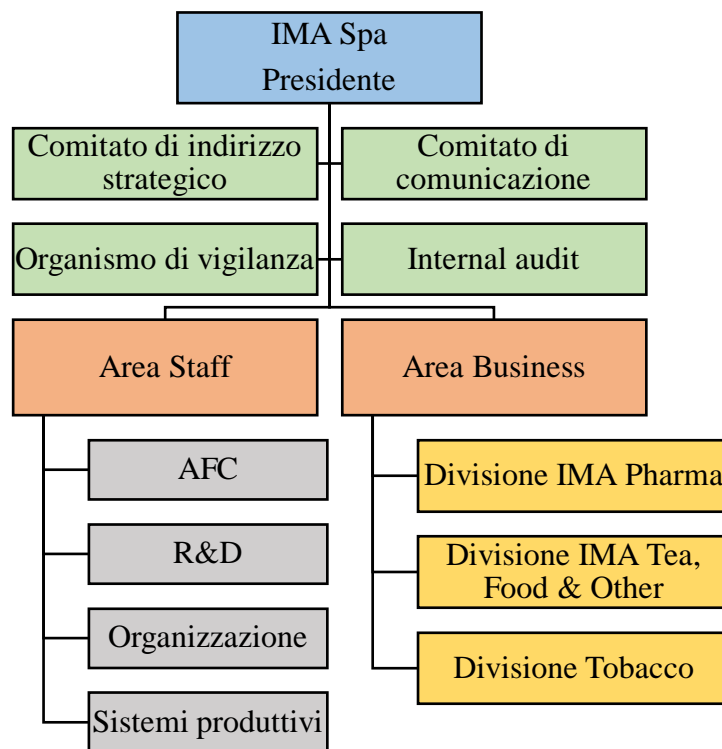


Figura 21 Organigramma del Gruppo, è evidente l'organizzazione per divisioni.

3.2. Il settore industriale delle macchine automatiche per il confezionamento e l'imballaggio

Il settore delle macchine per il confezionamento rappresenta un'eccellenza all'interno del sistema produttivo italiano. Il trend positivo degli ultimi cinque anni sta proseguendo, nonostante la contrazione generale dell'economia italiana e il tasso di crescita nullo della produttività³¹, e le previsioni sono di crescita. Il centro studi di UCIMA³² afferma che il settore dei macchinari per il confezionamento e l'imballaggio ha generato nel 2017 un fatturato di oltre 41 miliardi di euro a livello globale, con una previsione di crescita del 4,4% medio annuo per il periodo 2018-2020. Il fatturato complessivo prodotto nello stesso anno dalle imprese italiane del settore è pari 7,2 miliardi di euro, con una crescita pari all'8,9% rispetto al 2016. Si prevede, inoltre, che i ricavi aggregati delle imprese italiane saranno superiori alla crescita del settore a livello globale, ritenendo possibile un incremento dei ricavi compreso tra il 6 e il 6,5%. I numeri confermano l'importanza ricoperta dal nostro Paese, che incide per quasi il 20% sui ricavi mondiali, affermandosi come leader internazionale assieme alla Germania, in tutti i mercati. La capillare presenza internazionale è un elemento distintivo del settore e, una macchina su cinque venduta nel mondo è, difatti, italiana. Per comprendere quanto sia importante la presenza internazionale delle imprese del settore, si pensi che le esportazioni, nell'ultimo anno, hanno raggiunto i 5,7 miliardi di euro, in aumento del 7,5% rispetto all'anno precedente. In sostanza, l'80% dei ricavi del settore deriva dall'export. L'UE rappresenta la principale area di destinazione delle macchine e attrezzature per il confezionamento italiane, con un'incidenza del 37,4% sul fatturato totale, a quota 1.9 miliardi di euro. Al secondo posto si posiziona l'Asia, con un valore di 1.1 miliardi di euro, ossia il 21,8% dei ricavi totali. Gli USA concludono in terza posizione, con 592,6 milioni di euro, incidendo per l'11,6%. Seguono Centro-Sud America (532,8 milioni di euro, 10,4%), Europa Extra-Ue (515,4 milioni, 10,1%), Africa e Oceania (439,5 milioni, 8,6%). I ricavi

³¹ M. Sgroi, *La crisi ha aggiustato un po' l'economia italiana. Ma attenti, si può anche fare peggio*, da Econopoly, Il Sole 24 Ore, 08/11/2018.

³² Acronimo di Unione Costruttori Italiani Macchine Automatiche, è l'associazione di categoria del settore facente capo a Confindustria.

provenienti dal mercato domestico hanno registrato un notevole incremento del 14,4%, attestandosi circa a 1,5 miliardi di euro.

IMA S.p.A., nello stesso periodo, ha fatto ancora meglio rispetto alle altre imprese italiane del settore, toccando quota 1,44 miliardi di euro di fatturato (+ 10,2% rispetto al 2016), pari al 20% dei ricavi, di cui l'88% generato su commesse estere.

Questi risultati sono generati da 634 aziende, che impiegano circa 32.227 persone (+8,7% rispetto al 2016).

	2015	2016	2017	Δ 17/16
Fatturato Tot.	6.197.026	6.604.255	7.190.398	8,9%
Fatturato Italia	1.194.268	1.311.051	1.500.086	14,4%
Fatturato Estero	5.002.758	5.293.204	5.690.312	7,5%
Import	356,489	404,507	453,65	12,1%
Saldo Commerciale	4.646.269	4.888.697	5.236.657	7,1%
Numero Aziende	588	601	634	5,5%
Occupati	27.906	29.644	32.227	8,7%
Export/Fatturato	80,7%	80,1%	79,1%	

Figura 22 Indicatori fondamentali del settore, fonte Centro Studi UCIMA.

In Italia, il 65,8% delle aziende del settore produce ricavi inferiori ai 5 milioni di euro e contribuisce ad appena l'8,9% del fatturato complessivo. Le 48 aziende di dimensioni maggiori, con ricavi superiori ai 25 milioni di euro, realizzano invece il 66,8% del fatturato. Nonostante questa polarizzazione, nel 2017 si è assistito a un irrobustimento delle aziende di medie dimensioni (10-25 milioni di euro di fatturato) che sono passate da 52 a 77 (più 25 unità) e generano il 15,4% del fatturato totale. Geograficamente, la maggior parte delle aziende si trova in Emilia Romagna (36%), dove viene prodotto il 61,9% del fatturato totale. Seguono Lombardia (28,1% delle aziende, 17,6% del fatturato) e Veneto (11,8% delle aziende, 8,9% del fatturato).

L'Emilia Romagna si contraddistingue da tempo per ospitare molte competenze nel settore della meccanica. In questo territorio, è nato un complesso ed efficiente modello industriale, definibile come un sistema di *cluster* integrato. Il *cluster* della *advanced mechanics* e della *industrial automation* dell'Emilia Romagna è una realtà consolidata e nasce dalla passione e dalla profonda cultura per la meccanica, vocazione sostenuta dall'istituzione di scuole specializzate per garantire la formazione e l'adeguato turn over generazionale dei tecnici, che a loro volta hanno contribuito a creare e consolidare una rete di imprese operative nella meccanica avanzata, creando un'identità territoriale ben definita, anche per via della collaborazione e dello scambio di progettisti e tecnici da una realtà aziendale all'altra. Il *cluster* emiliano-romagnolo ha così gradualmente creato un indotto specializzato che lo rifornisce idoneamente, rimanendo altamente competitivo a livello internazionale.

Le macchine maggiormente richieste sono riempitrici e dosatrici, rappresentanti il 24% del fatturato totale. Seguono, con una quota del 20%, i *form fill seal* e termoformatrici. Infine, pallettizzatori e depallettizzatori, astucciatrici e incartonatrici. La produzione di macchine automatiche confezionatrici e imballatrici si diversifica in base all'indirizzo settoriale e allo scopo imprenditoriale che si deve soddisfare. In tale ambito, le maggior parte delle vendite si riscontra nel settore *Food*, che incide per il 30,25% del fatturato totale, per un valore di 2,174 miliardi di euro, in cui le esportazioni sono pari al 74,4%. Seguono il settore *Beverage*, che incide per il 25,9% del fatturato complessivo, di cui l'export vale l'83%. In sintesi, dunque, l'industria alimentare, comprensiva delle componenti sopracitate, vale circa il 56% delle vendite. Seguono il settore *Other* (20%) e *Pharma* (16%).

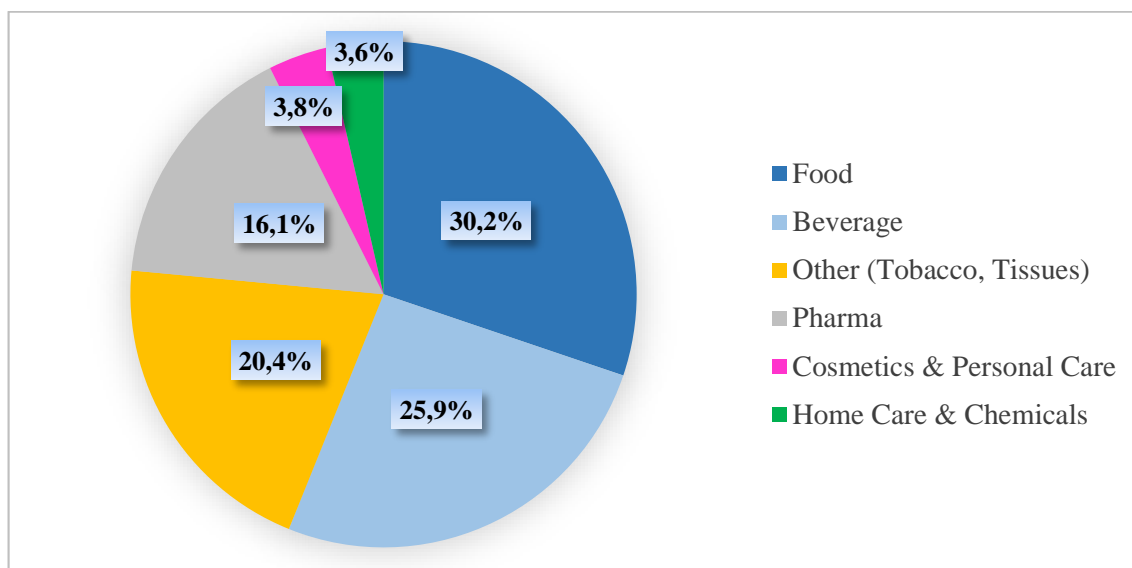


Figura 23 I settori in cui le macchine automatiche per il packaging sono richieste.

3.3. L'approccio valutativo

L'elaborato si pone come obiettivo la quantificazione del valore d'azienda del Gruppo IMA mediante il metodo DCF ed il metodo dei multipli di borsa. Per gruppo si intende “*un insieme di imprese appartenenti a distinti soggetti giuridici, sottoposte alla direzione unitaria di un unico soggetto economico che imprime un indirizzo di insieme alle aziende del gruppo*”³³. Il Gruppo IMA è definibile come gruppo di imprese perché è possibile riscontrare la presenza di tre elementi costitutivi, necessari per identificarlo come tale:

1. *Una pluralità di imprese.* La presenza di più imprese distinte dal punto di vista giuridico, ognuna titolare di diritti e obblighi, e dunque soggetti giuridicamente autonomi.

³³ Bilancio consolidato: disciplina nazionale e IFRS, U. Sostero, F. Cerbioni, C. Saccon, p. 1, McGraw-Hill Education, 2016, Milano.

2. *L'esistenza di legami tra le unità.* Le varie unità sono in relazione mediante legami stretti e durevoli, non necessariamente formalizzati con un legame di natura legale, come la partecipazione, essendo riconosciuta sufficiente anche la sussistenza di legami di natura sostanziale, purché garantiscano una direzione unitaria da parte del soggetto economico.
3. *La direzione unitaria.* L'esistenza di un unico soggetto economico, rappresentata dalla capogruppo IMA S.p.A., con potestà di governo estesa alle scelte di tutte le aziende del gruppo, che consente di superare la separazione tra i soggetti giuridici, attraverso la capacità di imporre una regia economica unitaria.

Si può affermare che la strategia di espansione esterna sia una filosofia di crescita che appartiene al Gruppo da sempre, come affermato dal Presidente e AD Alberto Vacchi in diverse dichiarazioni alla stampa³⁴. Le logiche che hanno portato IMA S.p.A. ad espandersi, oltre che per linee interne, per linee esterne tramite acquisizioni e partecipazioni in altre imprese considerate di interesse strategico, risiedono in diverse motivazioni:

- *Valutazione strategiche di espansione.* Il gruppo rappresenta un'efficiente ed efficace modello organizzativo, capace di penetrare i mercati, sia di sbocco che di approvvigionamento, attraverso una migliore integrazione dei processi produttivi e un migliore ritorno degli investimenti. La crescita delle dimensioni di IMA S.p.A. attraverso la struttura a gruppo le ha infatti consentito di ottenere maggiore potere contrattuale nei confronti di clienti e fornitori. Inoltre, la struttura a gruppo consente il raggiungimento di elevati gradi di flessibilità ed

³⁴ Alberto Vacchi, *AD Gruppo IMA: l'M&A Award e la politica di acquisizioni IMA*, Affaritaliani, 11/04/2018 (https://www.youtube.com/watch?v=U_5Je3fL0Kc).

DENTRO LE AZIENDE - Alberto Vacchi parla di IMA DIGITAL, 4industry.tv, 24/06/2016 (<https://www.youtube.com/watch?v=7ZpRwQPPbQA>).

adattabilità, perseguendo efficacemente obiettivi di diversificazione e specializzazione, caratteristiche imprescindibili per il business di IMA S.p.A..

- *Riduzione dei costi.* L'aggregazione aziendale porta alla specializzazione economica, produttiva e organizzativa, consentendo il raggiungimento di: economie di specializzazione, grazie alle sinergie tra le varie componenti aggregate; economie di scala, che portano a minori costi per unità di prodotto a fronte di una maggiore capacità produttiva; economie d'esperienza, che consentono di raggiungere una maggiore efficienza nel processo produttivo e dunque un risparmio sui costi sostenuti e sul tempo impiegato.
- *Frazionamento e diversificazione dei rischi.* L'autonomia giuridica delle singole società, peraltro molte delle quali soggette ad un quadro giuridico diverso da quello italiano, permette alla Capogruppo di limitare le perdite al patrimonio conferito nelle singole società.
- *Sfruttamento della leva azionaria.* La leva azionaria permette alla Capogruppo di controllare delle imprese attraverso rapporti di partecipazione a cascata, con un esborso di capitale limitato. Ciò è possibile in una struttura di gruppo complessa.
- *Responsabilità limitata sui crediti.* La limitazione della responsabilità verso i creditori è circoscritta al patrimonio di ogni singola società controllata, che è responsabile solo per i propri debiti.
- *Vantaggi tributari.* La presenza di imprese controllate dal Gruppo in Paesi diversi consente lo sfruttamento di diversi regimi impositivi, comportando dunque ad un risparmio d'imposta.

Il Gruppo IMA si contraddistingue per essere un gruppo *privato*, in quanto non esiste un socio di maggioranza della controllante che risulti essere lo Stato o un ente

pubblico. La capogruppo IMA S.p.A. svolge attività di produzione economica e gestisce partecipazioni nelle controllate (*Holding industriale*), non limitandosi dunque alla sola gestione delle partecipazioni (Holding pura). In base alla predominanza del tipo di relazioni tra le imprese del gruppo, si hanno gruppi economici, finanziari e misti. IMA S.p.A. rientra nella definizione di *gruppo economico*, in quanto le controllate sono collegate da vincoli di natura economica e produttiva. Il Gruppo si configura dunque come un'entità economica in cui l'attività prevalente svolta caratterizza l'intero aggregato di imprese. Non si può dunque parlare di gruppo finanziario, dove il requisito fondamentale è rappresentato dalla mancanza di legami tecnico-economici e i legami che sussistono sono di tipo strettamente finanziario, dove le controllate svolgono spesso business diversi l'una dall'altra. In tal senso non si può parlare nemmeno di gruppo misto, che prevede una commistione delle predette definizioni, in quanto sarebbe necessario un rapporto egualitario tra legami di tipo finanziario e legami di tipo economico-produttivo e, in IMA S.p.A., sebbene sussistano alcune partecipazioni minoritarie in imprese che operano in business diversi, il peso dell'omogeneità del business in tutto il gruppo e la preponderante natura tecnico-produttiva dei legami intragruppo, fa propendere alla classificazione di IMA S.p.A. all'interno della definizione di gruppo economico. Le imprese del Gruppo IMA sono *integrate in modo orizzontale*, in quanto realizzano attività economiche analoghe e nello stesso settore per ottenere vantaggi legati a economie di scala e ad un maggiore potere contrattuale. Tale logica si differenzia da quella dell'integrazione verticale, che prevede che le controllate operino tra di loro secondo una logica di filiera, ciascuna realizzando un'unità di prodotto diversa in fasi successive del processo. Il Gruppo IMA è in sostanza un grande *gruppo industriale*, poiché la Capogruppo agisce nella gestione strategica delle controllate, definendo aree di business e strategie competitive³⁵. La struttura del Gruppo IMA è di tipo verticale complessa, in quanto c'è una sola controllante che definisce una direzione unitaria dell'insieme di imprese,

³⁵ Accanto alla definizione di gruppo industriale, Saccon distingue anche i *gruppi patrimoniali*, in cui la casa madre si limita al possesso delle partecipazioni di controllo in altre imprese senza intervenire sulla gestione; *gruppi finanziari*, in cui la controllante condiziona le azioni di investimento e di finanziamento delle controllate, intervenendo nella nomina degli organi e definendo obiettivi di performance; *gruppi imprenditoriali*, in cui la controllante accentra la pianificazione strategica e il controllo per ottenere il massimo coordinamento possibile.

C. Saccon, *Bilancio consolidato: disciplina nazionale e IFRS*, p. 7, McGraw-Hill Education, 2016.

controllate sia attraverso partecipazioni dirette, con l'acquisizione ed il possesso di una quota rilevante del loro capitale, sia attraverso partecipazioni di tipo indiretto, mediante lo sfruttamento del meccanismo della leva azionaria.

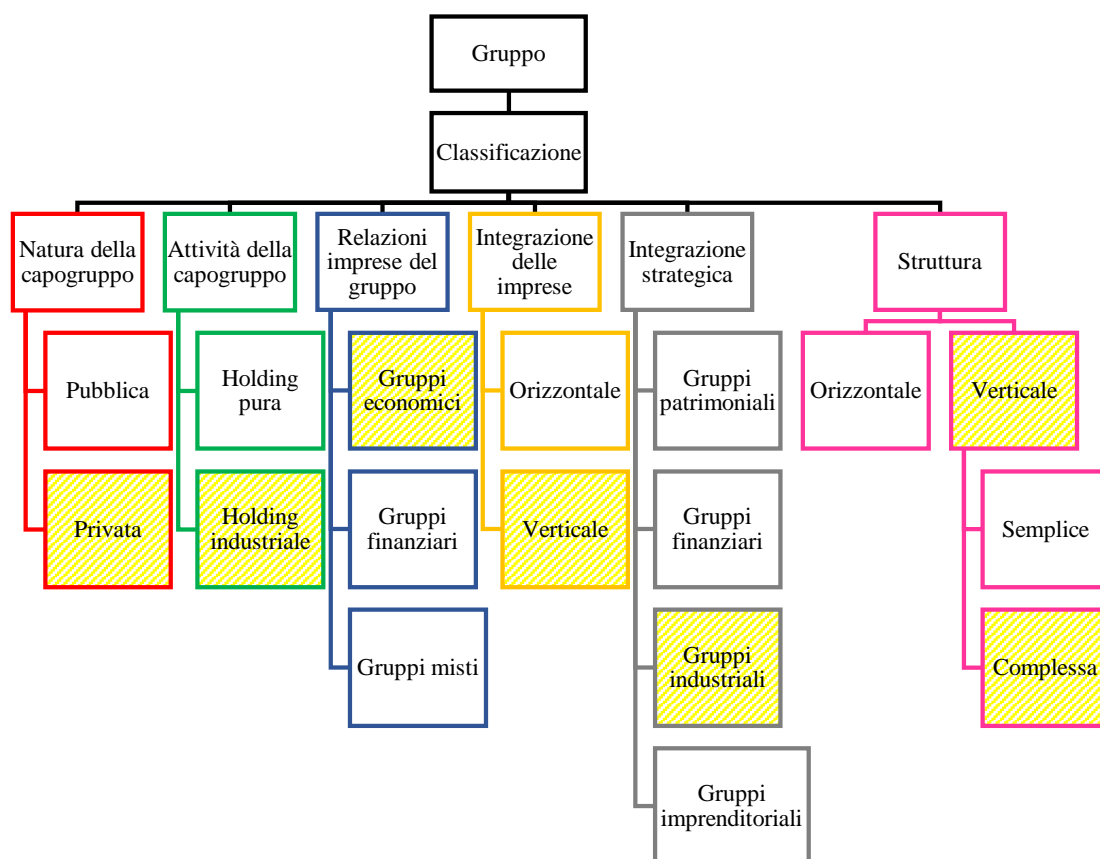


Figura 24 *I gruppi sono classificabili in base a diverse prospettive.*

In giallo, la classificazione del Gruppo IMA in relazione alla natura delle variabili considerate.

Il Gruppo IMA deve redigere il bilancio consolidato applicando i principi contabili internazionali³⁶, in conformità con quanto previsto dal Regolamento Europeo n. 1606/2002³⁷. Il Gruppo rientra dunque nell'ambito di applicazione dei principi

³⁶ Trattasi dei principi contabili IFRS (International Financial Reporting Standard elaborati dall'organismo IASB) e degli IAS (International Accounting Standards elaborati dall'IASC).

³⁷ Il Regolamento impone a tutte le società quotate dell'Unione Europea, di redigere il bilancio in forma consolidata osservando i principi contabili internazionali a decorrere dal 2005.

contabili internazionali in Italia, definito dal D. Lgs. 38/2005³⁸. La definizione dell'area di consolidamento fa riferimento all'IFRS 10³⁹.

Negli IFRS lo Stato Patrimoniale assume la denominazione, non vincolante, di "Prospetto della situazione patrimoniale-finanziaria". Lo IAS 1 fa un elenco delle voci⁴⁰ che devono essere incluse in tale documento e prevede che si debbano distinguere attività correnti e non correnti, così come per le passività⁴¹.

Per quanto riguarda il conto economico consolidato, lo stesso IAS 1⁴² consente di scegliere due diverse modalità di esposizione delle voci in tale documento:

³⁸ Il decreto legislativo, successivamente modificato dal D. Lgs. 139/2015, definisce l'ambito applicativo dei principi contabili internazionali in Italia. In sintesi, esso prevede che i soggetti coinvolti nell'applicazione dei principi contabili internazionali sono:

1. Le società emittenti strumenti finanziari ammessi alla negoziazione sui mercati regolamentati.
2. Le società che possiedono strumenti finanziari diffusi tra il pubblico
3. Le banche, le assicurazioni, le società di intermediazione mobiliare, le società finanziarie capogruppo dei gruppi bancari, le società di gestione del risparmio, le società finanziarie, gli istituti di moneta elettronica.
4. Le società di assicurazione.
5. Le società incluse nel bilancio consolidato dei soggetti di cui ai punti precedenti (diverse da quelle che possono utilizzare il bilancio in forma breve).
6. Le altre società che redigono il bilancio consolidato.

Per i primi quattro soggetti, vige l'obbligo della redazione del bilancio consolidato con i principi contabili internazionali.

³⁹ L'individuazione dell'area di consolidamento è, secondo l'IFRS 10, connessa alla definizione di controllo. Il soggetto controllante, identificabile nella Capogruppo nel caso di analisi, controlla un'impresa quando:

- *Esercita un potere su di essa.* Tale potere deriva da diritti aventi un fondamento giuridico, come il diritto di voto o il diritto di nominare, modificare, rimuovere membri dell'alta amministrazione.
- *Ha diritto a rendimenti variabili derivanti dalla relazione con essa.* La controllante partecipa ai rendimenti della controllata quando i rendimenti della controllante variano in base all'andamento economico della controllata, indipendentemente dalla manifestazione di un utile o una perdita.
- *Ha la capacità di esercitare il proprio potere su essa per incidere sull'ammontare dei rendimenti.* Ciò significa che la controllante può modificare a proprio vantaggio i risultati economici attesi della controllata.

Le imprese controllate incluse nell'area di consolidamento sono elencate nella Relazione finanziaria annuale al 31/12/2017 alle pp. 113-114.

⁴⁰ Vedasi par. 54-55 dello IAS 1.

⁴¹ Vedasi par. 60-61 dello IAS 1.

⁴² Vedasi par. 10A e 81A dello IAS 1.

- Un unico *Prospetto dell'utile o perdita d'esercizio e delle altre componenti di conto di conto economico complessivo*, in cui viene distinta una parte finale relativa alle *Altre componenti di conto di conto economico complessivo*.
- Due diversi prospetti: un *Prospetto dell'utile o perdita d'esercizio* (Conto economico separato), che mostra le componenti dell'utile, e un *Prospetto di conto economico complessivo*, che inizia dall'utile e riporta poi le altre componenti di conto economico complessivo. Il Gruppo IMA ha optato per questa opzione.

Alla luce di queste considerazioni, si riportano i prospetti contabili consolidati redatti secondo i principi contabili internazionali e reperibili nella *Relazione finanziaria annuale al 31/12/2017*⁴³, che costituiranno un essenziale fondamento per l'analisi sulla valutazione del Gruppo che verrà effettuata nei paragrafi successivi.

ATTIVO		PATRIMONIO NETTO E PASSIVO	
ATTIVITA' NON CORRENTI		PATRIMONIO NETTO	
<i>Immobilizzazioni materiali</i>	95.092	<i>Capitale sociale</i>	20.415
<i>Immobilizzazioni immateriali</i>	362.162	<i>Riserve e utili non divisi</i>	263.210
<i>Partecipazioni valutate a patrimonio netto</i>	40.325	<i>Utile d'esercizio</i>	85.590
<i>Attività finanziarie</i>	4.969	Patrimonio netto attribuibile agli azionisti della controllante	369.215
<i>Crediti vs altri</i>	3.433	Patrimonio netto di terzi	21.309
<i>Imposte anticipate</i>	67.879	TOT. Patrimonio netto	390.524
TOT. Attività non correnti	573.860	PASSIVITA' NON CORRENTI	
ATTIVITA' CORRENTI		<i>Finanziamenti</i>	167.480

⁴³ Il documento è scaricabile dal sito aziendale <https://ima.it/it/> recandosi nella sezione "Investitori", sotto la voce "Bilanci".

<i>Rimanenze</i>	309.693	<i>Passività per benefici definiti a dipendenti</i>	55.961
<i>Crediti commerciali e altri crediti</i>	389.332	<i>Fondi per rischi ed oneri</i>	5.814
<i>Crediti per imposte sul reddito</i>	9.396	<i>Altri debiti</i>	35.266
<i>Attività finanziarie</i>	17.946	<i>Strumenti finanziari derivati</i>	1.943
<i>Strumenti finanziari derivati</i>	173	<i>Imposte differite</i>	61.528
<i>Cassa e disponibilità liquide</i>	206.681	TOT. Passività non correnti	327.992
TOT. Attività correnti	933.221	PASSIVITA' CORRENTI	
TOTALE ATTIVO	1.507.081	<i>Finanziamenti</i>	108.459
		<i>Debiti commerciali ed altri debiti</i>	635.739
		<i>Debiti per imposte sul reddito</i>	11.574
		<i>Fondi per rischi ed oneri</i>	32.585
		<i>Strumenti finanziari derivati</i>	208
		TOT. Passività correnti	788.565
		TOTALE PASSIVO	1.116.557
		TOT. PATRIMONIO NETTO E PASSIVO	1.507.081

Figura 25 Situazione patrimoniale-finanziaria consolidata del Gruppo IMA. Dati in milioni di euro, Relazione finanziaria annuale 2017.

RICAVI	1.444.730
Altri proventi	28.323
COSTI OPERATIVI	
<i>Δ Rimanenze di prodotti in corso di lavorazione, semilavorati e finiti</i>	18.676
<i>Δ Rimanenze materie prime, di sussidio e di consumo</i>	5.537
<i>Costi materie prime, di sussidio, consumo e merci</i>	(540.770)
<i>Costi servizi godimento beni di terzi</i>	(328.140)
<i>Costi personale</i>	(409.937)
<i>Ammortamenti e svalutazioni</i>	(42.457)
<i>Accantonamenti per rischi & oneri</i>	(680)
<i>Altri costi operativi</i>	(10.064)
TOTALE COSTI OPERATIVI	(1.307.835)
UTILE OPERATIVO	165.218
PROVENTI ED ONERI FINANZIARI	
<i>Proventi finanziari</i>	27.062
<i>Oneri finanziari</i>	(42.977)
TOTALE PROVENTI E ONERI FIN.	(15.915)
UTILE (PERDITA) DA PART. NI VALUTATE A PN	1.281
UTILE PRIMA DELLE IMPOSTE	150.584
IMPOSTE	(51.159)
UTILE D'ESERCIZIO	99.425
Attribuibile a:	
<i>Azionisti della controllante</i>	85.590
<i>Interessenze di terzi</i>	13.835

Figura 26 Prospetto dell'utile d'esercizio. Dati in milioni di euro, Relazione finanziaria annuale 2017.

UTILE DELL'ESERCIZIO	99.425
Altre componenti di conto economico complessivo che saranno in seguito riclassificate nell'utile (perdita) d'esercizio:	
<i>Utile (perdita) da conversione dei bilanci di imprese estere</i>	(10.269)
<i>Utile (perdita) su attività finanziarie disponibili per la vendita</i>	226
<i>Utile (perdita) sugli strumenti di copertura di flussi finanziari</i>	995
<i>Effetto fiscale</i>	(285)
TOT. Altre componenti che verranno successivamente riclassificate	(9.333)
Altre componenti di conto economico complessivo che NON saranno in seguito riclassificate nell'utile (perdita) d'esercizio	
<i>Utile (perdita) attuariali piani a benefici definiti</i>	1.625
<i>Effetto fiscale</i>	(615)
TOT. Altre componenti che NON verranno successivamente riclassificate	1.010
UTILE (PEDITA) RILEVANTE IN PN	(8.323)
TOT. UTILE COMPLESSIVO	91.102
Attribuibile a:	
<i>Azionisti della controllante</i>	77.316
<i>Interessenze di terzi</i>	13.786

Figura 27 Conto economico complessivo. Dati in milioni di euro, Relazione finanziaria annuale 2017.

Il conto economico consolidato viene qui in seguito riclassificato per destinazione⁴⁴, così da indicare i principali dati che in seguito verranno utilizzati in sede di valutazione.

RICAVI	1.444,73
COSTO DEL VENDUTO	(903,46)
UTILE LORDO INDUSTRIALE	541,27
Spese di R&D	(53,99)
Spese commerciali	(142,80)
Spese generali ed amministrative	(164)
UTILE OPERATIVO ANTE SVALUTAZIONI (Impairment)	180,48
Svalutazioni (Impairment)	(2,01)
Partite di natura non ricorrente	(13,25)
UTILE OPERATIVO (EBIT)	165,22
Proventi (Oneri) finanziari	(15,92)
Utile (Perdita) da partecipazioni valutate a PN	1,28
Utile ante imposte	150,58
Imposte	51,16
UTILE D'ESERCIZIO	99,42
Utile a interessenze di terzi	(13,83)
UTILE DEGLI AZIONISTI DELLA CONTROLLANTE	85,59
MARGINE OPERATIVO LORDO (EBITDA)	207,27

Figura 28 *Conto economico consolidato classificato per destinazione. Dati in milioni di euro.*

⁴⁴ La classificazione per destinazione prevede che quando una risorsa viene consumata, avviene l'associazione tra il costo relativo a l'oggetto che provoca il costo, oppure tra costo e unità organizzativa o tra costo e prodotto che ne da origine.

Si è deciso di procedere alla valutazione del capitale economico del Gruppo IMA mediante l'applicazione di due metodi di valutazione d'azienda: il metodo finanziario (*Discounted Cash Flow*) ed il metodo dei multipli di borsa. L'utilizzo di entrambe le metodologie valutative consente di confrontare il valore economico dell'impresa ottenuto mediante l'attualizzazione dei flussi di cassa futuri, con il valore derivante da prezzi e valori di mercato. Il metodo dei multipli, come si è già approfondito nel precedente capitolo, rappresenta un *giudizio sul valore* dell'azienda, più che un metodo di valutazione vero e proprio, che permette di integrare e confrontare le informazioni ottenute con altri metodi.

Il bilancio consolidato è la fonte informativa principale per l'analisi del valore aziendale del Gruppo, poiché i bilanci delle singole imprese che vi appartengono non possono fornire adeguate informazioni sulla solidità patrimoniale, finanziaria ed economica del Gruppo in una visione unitaria. I metodi di valutazione applicati ai gruppi di aziende non presentano particolari divergenze rispetto a quelli di applicazione generica presentati nel primo e secondo capitolo⁴⁵. La valutazione verrà dunque effettuata mediante l'utilizzo del bilancio consolidato, che il Gruppo redige come *entità economica unitaria*⁴⁶. Infatti, si ritiene che la tecnica valutativa fondata sul bilancio consolidato consenta di determinare, in modo più agevole e preciso, il valore economico di un gruppo di imprese, in quanto tale documento è espressione dei valori patrimoniali e reddituali del gruppo considerato, per l'appunto, come un soggetto economico unitario. In particolare, il bilancio di IMA S.p.A. è redatto secondo i principi contabili internazionali, che sono espressione per la maggior parte della teoria di consolidamento della capogruppo modificata. Nel Gruppo sono presenti inoltre degli azionisti di minoranza, che devono essere considerati in sede di valutazione per determinare il valore attribuibile al Gruppo.

⁴⁵ E. Fusa, G. Guatri, *La valutazione del capitale economico dell'impresa: metodi tradizionali, innovativi ed empirici*, p. 42, Il Sole 24 Ore, 1999.

⁴⁶ I. Romagnoli, *La valutazione del capitale economico dei gruppi di imprese. Tecniche e metodologie di stima*, p. 63, Giappichelli Editore, 1998.

3.4. La valutazione di IMA S.p.A. mediante il metodo

DCF

Si procede ora alla valutazione del capitale economico del Gruppo IMA mediante il *metodo finanziario analitico a due stadi unlevered* (asset-side e procedimento aggregato):

$$\text{Valore dell'azienda} = \sum_{k=1}^n \frac{FCFO_k}{(1 + WACC)^k} + \frac{TV}{(1 + WACC)^n} - PFN$$

$FCFO_k$ = Flussi di cassa operativi stimati per il dato periodo di previsione

$WACC$ = Costo medio ponderato del capitale

TV = Terminal Value

PFN = Posizione finanziaria netta

Mediante l'ausilio dei fogli di calcolo ed il bilancio consolidato di IMA S.p.A., si deriva il valore del margine operativo lordo EBITDA, pari alla somma dell'utile operativo, degli ammortamenti e delle svalutazioni⁴⁷. L'EBITDA consolidato del Gruppo ammonta a 207,27 milioni di euro e rappresenta il punto di partenza per il calcolo del flusso di cassa operativo lordo dell'anno 2017, che verrà individuato anche mediante l'ausilio dello schema proposto alla tabella in *Figura 11*. La figura seguente rappresenta la via seguita per la quantificazione del flusso di cassa lordo del primo anno di valutazione, ossia dell'anno 2017.

⁴⁷ Se si considerano i ricavi come punto di partenza, l'EBITDA risulta essere uguale a:

$$\begin{aligned} EBITDA = & \text{Fatturato} - \text{Costi operativi} = \\ & \text{Fatturato} - (\pm \Delta \text{Rimanenze} + \text{Acquisto materie prime} + \text{Acquisto servizi} + \\ & \text{Costo del personale} + \text{Costo godimento beni terzi} + \text{Oneri diversi di gestione} + \\ & \text{Svalutazione crediti commerciali}) \end{aligned}$$

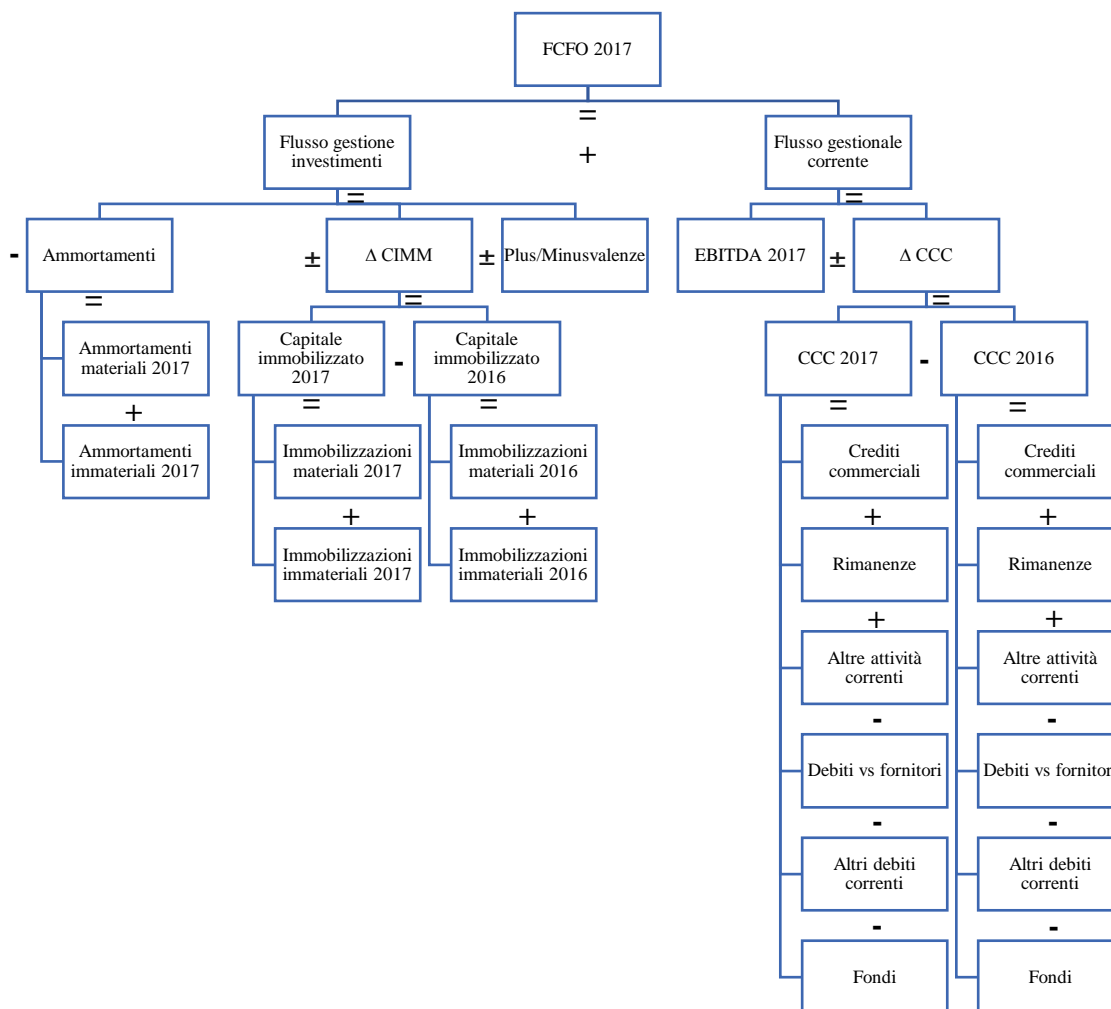


Figura 29 Schema raffigurante la modalità di calcolo del flusso di cassa lordo del 2017.

Ammortamenti e accantonamenti 2017 = Amm. ti materiali 2017 + Amm. ti immateriali 2017 + Accantonamenti - Svalutazioni/Impairment = 13.152 + 26.886 + 0.680 - 2.011 = **38.707 milioni di euro**

Δ Capitale immobilizzato = Capitale immobilizzato 2017 - Capitale immobilizzato 2016 = (Immobilizzazioni materiali 2017 + Immobilizzazioni immateriali 2017) - (Immobilizzazioni materiali 2016 + Immobilizzazioni immateriali 2016) = 95.092 + 362.162 - 88.175 - 332.773 = **36.314 milioni di euro**

$\Delta CCNO = \Delta \text{Crediti commerciali} + \Delta \text{Rimanenze} - \Delta \text{Debiti commerciali} - \Delta \text{Altri al netto}^{48} = 16.32 + 30.78 - 25,79 + 2.07 = \mathbf{23,38 \text{ milioni di euro}}$

Per quantificare i flussi di cassa successivi al 2017, si sono ipotizzati tre scenari, uno ottimistico, uno sostanzialmente neutrale e uno pessimistico. In seguito, si è effettuata la media dei flussi di cassa individuati, ponderata in base alla probabilità che un determinato scenario si verifichi. In questo modo si sono ottenuti dei valori espressivi sia della possibilità che il Gruppo segua l'andamento auspicato dal management (considerato tuttavia eccessivamente positivo da parte degli analisti), sia della possibilità che sottoperformi le aspettative del management attestandosi su valori addirittura inferiori a quelli della media di settore, sia, infine, della possibilità che segua la crescita media stimata dei competitors dagli analisti e dagli studi del settore⁴⁹. Nello scenario positivo, si è ipotizzato un tasso di crescita per i ricavi pari all'11,45%, ossia il tasso necessario per raggiungere i 2 miliardi di euro di fatturato, obiettivo del management di IMA S.p.A., considerato verosimile dai due studi finanziari di riferimento ma in un periodo futuro leggermente più avanzato⁵⁰. Dal 2020 si è in seguito ipotizzato che il tasso di crescita dei ricavi mantenga un trend positivo, ma in fisiologica diminuzione, in linea con le prospettive di saturazione del mercato, con i tassi di crescita futura prevista per i principali competitor internazionali e con i report economico finanziari sia di IMA S.p.A., che dei competitors. I dati relativi all'evoluzione degli ammortamenti e del capitale circolante sono stati elaborati prendendo in considerazione i report finanziari sul Gruppo e vengono ipotizzati per lo stesso importo sia per lo scenario che per quello negativo. Il Gruppo IMA è presente in circa 80 paesi ed è dunque sottoposto a diversi regimi fiscali. Per calcolare

⁴⁸ La voce "Altri al netto" comprende debiti verso dipendenti, debiti per imposte sul reddito e fondi per rischi ed oneri.

⁴⁹ I competitors cui si è fatto riferimento sono players internazionali operanti nello stesso settore di IMA S.p.A.: Alfa Laval, Aumann, Bucher, Duerr, GEA Group, Krones, Kuka. Si è stimato il tasso di crescita previsto per ognuno mediante la lettura dei relativi report finanziari, per poi effettuare la media dei tassi di crescita per gli anni successivi sino al 2019. Dopo tale anno, si è ipotizzato che il tasso di crescita medio diminuisca progressivamente portandosi a valori relativamente bassi.

⁵⁰ Equita, *Studio IMA FY17 del 04/04/2018*, p. 1. Kepler Cheuvreux, *IMA Q&A Report del 08/11/2017*, p.2. Tuttavia, tali studi, stimano il tasso di crescita in base a stime non riconducibili alle dichiarazioni del management di IMA S.p.A..

l'ammontare della tassazione successiva al 2017, si sono analizzati i rapporti storici tra imposte e EBIT e se ne è dedotto che l'incidenza della tassazione è costante e pari al 31%. Per tale motivo si è considerata tale percentuale per quantificare le imposte future sul reddito. Per quanto concerne la quantificazione degli investimenti in conto capitale (CAPEX), è stata condotta l'analisi storica dell'andamento delle variazioni avvenute per il CAPEX, in relazione alla variazione dei relativi fatturati. La formula utilizzata, elaborata da Martin e Petty⁵¹, è:

$$CAPEX_t = (Sales_t - Sales_{t-1}) * \alpha$$

$$\alpha = \frac{CAPEX_t}{(Sales_t - Sales_{t-1})}$$

CAPEX 17/16	36,31	Sales 17/16	136,47
CAPEX 16/15	24,5	Sales 16/15	201,3
CAPEX 15/14	164,01	Sales 15/14	254,9
CAPEX 14/13	13,32	Sales 14/13	93,7
CAPEX 13/12	4,32	Sales 13/12	104,05
α 17/16	26,60%	α medio	24,3%
α 16/15	12,17%		
α 15/14	64,34%		
α 14/13	14,21%		
α 13/12	4,14%		

Figura 30 Determinazione del tasso α medio, necessario per la quantificazione dei CAPEX futuri.

La variabile α rappresenta dunque il rapporto tra il CAPEX dell'anno t e la variazione del fatturato tra l'anno t e l'anno $t-1$. L' α medio, ricavato dalla media delle variabili individuate nei 5 esercizi precedenti a quello di partenza, rappresenta il valore costante

⁵¹ Martin J. D., Petty J. W., *Value based management : the corporate response to the shareholder revolution*, p. 62, Harvard Business School Press, 2000.

che deve essere moltiplicato per la differenza dei fatturati futuri, determinando i relativi CAPEX.

Lo scenario neutrale, prevede che IMA si attesti su tassi di crescita sostanzialmente costanti del fatturato, riportando percentuali in linea con quelle che sono le aspettative di crescita per il settore delle macchine automatiche confezionatrici. Nello scenario pessimistico, invece, si è ipotizzata una diminuzione progressiva del tasso di crescita del fatturato. Per entrambi questi scenari, valgono gli stessi valori presenti nello scenario ottimistico per quanto riguarda gli ammortamenti ed il capitale circolante, e valgono le stesse considerazioni in merito all'individuazione del CAPEX. Si suppone, infine, che lo scenario ottimistico abbia una probabilità di verificarsi pari a 35%, quello neutrale pari a 45% e quello negativo pari a 20%⁵².

Sulla base di tali premesse, si illustrano in seguito i procedimenti mediante i quali si è giunti alla determinazione dei flussi di cassa operativi, rispettivamente nello scenario ottimistico, pessimistico e in quello neutrale.

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Tasso di crescita dei ricavi	10,22%	11,45%	11,45%	11,45%	10,00%	8%	6%
Ricavi	€ 1.444,73	€ 1.610,17	€ 1.794,53	€ 2.000,00	€ 2.200,00	€ 2.376,00	€ 2.518,56
EBIT (Operating income)	€ 165,22	€ 177,12	€ 197,40	€ 220,00	€ 242,00	€ 261,36	€ 277,04
EBIT (Operating margin)	11,44%	11,00%	11,00%	11,00%	11,00%	11,00%	11,00%
Imposte	51,159	54,84	61,12	68,12	74,93	80,93	85,78
Tax rate	31%	31%	31%	31%	31%	31%	31%
Investimenti/Ricavi	24,3%	24,3%	24,3%	24,3%	24,3%	24,3%	24,3%
NOPAT	114,060	122,275	136,275	151,879	167,067	180,432	191,258
Ammortamenti e Svalutazioni	38,707	42,6	43,2	48,6	51	53	56
Δ CCNO	-23,4	-9,7	-2,9	-3	-3,1	-4	-4
CAPEX	-36,31	-40,18	-44,78	-49,91	-48,58	-42,75	-34,63
FCFO	93,057	114,990	131,793	147,569	166,387	186,682	208,630

⁵² Si è attribuita una maggiore probabilità di realizzazione allo scenario neutrale, in quanto i dati inerenti alla crescita media attesa delle imprese del settore sono stati rinvenuti nei report di analisi finanziaria dei competitors e in quelli di IMA S.p.A. I livelli di crescita in tale scenario sono per lo più costanti. Lo scenario ottimistico gode anch'esso di una buona probabilità di realizzazione, in quanto l'andamento di IMA S.p.A. rispetto al settore di appartenenza è da alcuni anni sovraperformante e l'obiettivo di fatturato a breve termine fissato in 2 miliardi di euro, non parrebbe una chimera. Lo scenario pessimistico rappresenta dunque un valore residuale, la cui bassa probabilità di verificarsi è sostanzialmente riconducibile al fatto che il settore in cui IMA S.p.A. opera è da anni in crescita e presenta elevati margini di produttività.

Figura 31 Determinazione dei flussi di cassa operativi considerando uno scenario ottimistico.

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Tasso di crescita dei ricavi	10,22%	8,00%	6,00%	5,00%	3,00%	2%	1%
Ricavi	€ 1.444,73	€ 1.560,31	€ 1.653,93	€ 1.736,62	€ 1.788,72	€ 1.824,50	€ 1.833,62
EBIT (Operating income)	€ 165,22	€ 171,63	€ 181,93	€ 191,03	€ 196,76	€ 200,69	€ 201,70
EBIT (Operating margin)	11,44%	11,00%	11,00%	11,00%	11,00%	11,00%	11,00%
Imposte	51,159	53,15	56,33	59,15	60,93	62,14	62,45
Tax rate	31%	31%	31%	31%	31%	31%	31%
Investimenti/Ricavi	24,3%	24,3%	24,3%	24,3%	24,3%	24,3%	24,3%
NOPAT	114,060	118,489	125,598	131,878	135,834	138,551	139,244
Ammortamenti e Svalutazioni	38,707	42,6	43,2	48,6	51	53	56
Δ CCNO	-23,4	-9,7	-2,9	-3	-3,1	-4	-4
CAPEX	-36,31	-28,07	-22,74	-20,09	-12,65	-8,69	-2,22
FCFO	93,057	123,315	143,158	157,391	171,079	178,861	189,028

Figura 32 Determinazione dei flussi di cassa operativi considerando uno scenario pessimistico.

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Tasso di crescita dei ricavi	10,22%	9%	9%	8%	8%	7%	7%
Ricavi	€ 1.444,73	€ 1.574,76	€ 1.716,48	€ 1.853,80	€ 2.002,11	€ 2.142,25	€ 2.292,21
EBIT (Operating income)	€ 165,22	€ 173,22	€ 188,81	€ 203,92	€ 220,23	€ 235,65	€ 252,14
EBIT (Operating margin)	11,44%	11,00%	11,00%	11,00%	11,00%	11,00%	11,00%
Imposte	51,159	53,64	58,46	63,14	68,19	72,97	78,07
Tax rate	31%	31%	31%	31%	31%	31%	31%
Investimenti/Ricavi	24,3%	24,3%	24,3%	24,3%	24,3%	24,3%	24,3%
NOPAT	114,060	119,586	130,349	140,776	152,039	162,681	174,069
Ammortamenti e Svalutazioni	38,707	42,6	43,2	48,6	51	53	56
Δ CCNO	-23,4	-9,7	-2,9	-3	-3,1	-4	-4
CAPEX	-36,31	-31,58	-34,43	-33,35	-36,02	-34,04	-36,42
FCFO	93,057	120,903	136,223	153,022	163,915	177,639	189,644

Figura 33 Determinazione dei flussi di cassa operativi considerando uno scenario neutrale.

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	Probabilità
FCFO scenario ottimistico	€ 114,99	€ 131,79	€ 147,57	€ 166,39	€ 186,68	€ 208,63	35%
FCFO scenario neutrale	€ 120,90	€ 136,22	€ 153,02	€ 163,92	€ 177,64	€ 189,64	45%
FCFO scenario pessimistico	€ 123,31	€ 143,16	€ 157,39	€ 171,08	€ 178,86	€ 189,03	20%
FCFO medio ponderato	€ 119,32	€ 136,06	€ 151,99	€ 166,21	€ 181,05	€ 196,17	

Figura 34 Flussi di cassa unlevered definitivi.

Il metodo di valutazione finanziario *Discounted Cash Flow*, nella sua declinazione *unlevered analitica*, prevede che i flussi di cassa debbano essere attualizzati ad un ben determinato tasso di sconto, il costo medio ponderato del capitale, prima di essere sommati. Il costo medio ponderato del capitale WACC, approfondito al *Paragrafo 2.5.2*, viene determinato, dopo aver quantificato le variabili che lo compongono, mediante l'applicazione della formula:

$$WACC = K_e \cdot \left(\frac{E}{D + E} \right) + K_d \cdot (1 - t) \cdot \left(\frac{D}{D + E} \right)$$

Determinazione del Costo del capitale proprio (K_e).

Per quantificare K_e , si fa ricorso al modello *CAPM* (Capital Asset Pricing Model)⁵³:

$$K_e = R_f + \beta \cdot (R_m - R_f)$$

Il modello ipotizza che i mercati finanziari siano efficienti, ovvero che i prezzi riflettano le informazioni disponibili. Esiste un limite alla diversificazione dei portafogli che è rappresentato dalla porzione di rischio alla quale sono esposte tutte le società quotate. Il CAPM ritiene che tale porzione di rischio dipenda dal rischio complessivo del mercato azionario. Da tale considerazione, ne derivano due presupposti che si ritiene opportuno ricordare:

- Detenere titoli emessi da un emittente privo di rischio, deve necessariamente comportare un maggior rendimento per compensare il maggior rischio. È

⁵³ Si veda il *Paragrafo 2.5.2* per approfondimenti circa il significato del modello e delle variabili che lo costituiscono.

quindi corretto ipotizzare che il mercato azionario nel suo complesso (FTSE All Share per il mercato italiano) renda più di un BTP trentennale.

- Ogni titolo è caratterizzato da un *rischio specifico*, diversificabile costruendo un portafoglio con titoli esposti ad un rischio specifico inversamente correlato al precedente, e da un *rischio di sistema* che esprime la sensibilità di quel titolo all'andamento del mercato azionario, i.e. l'esposizione del titolo al rischio legato al trend economico complessivo.
- Il rendimento di mercato non remunera il rischio specifico di un singolo titolo che, infatti, è diversificabile mediante un portafoglio ma solamente quello di sistema ovvero il rischio non diversificabile.

Per quanto riguarda il computo delle variabili che compongono l'equazione, il tasso di rendimento risk-free (R_f) viene individuato nel tasso di rendimento dei titoli di stato decennali italiani⁵⁴. La differenza tra il tasso di rendimento del mercato R_m e il tasso risk-free R_f , rappresenta il *premio al rischio del mercato*. Il premio al rischio rappresenta la remunerazione che un investitore che possiede l'intero portafoglio di mercato, ponderato per la capitalizzazione dei singoli titoli, richiede in più rispetto al rendimento di un'attività priva di rischio. Il rendimento del mercato è considerato un'approssimazione del rendimento dell'intera economia. Ciò significa che il mercato azionario, o la sezione che si considera, deve essere sufficientemente ampio da rappresentare il sistema economico complessivo. La determinazione dell'*MRP* (*Market Risk Premium*) prevede l'utilizzo delle serie storiche. Tecnicamente, si tratta di misurare questo parametro come differenza tra il rendimento effettivo del mercato

⁵⁴ BTP 10A decennale italiano al 05/01/2018. Il tasso R_f deve essere omogeneo rispetto alla valuta dei flussi da attualizzare. Dunque, se la società in analisi non appartenesse all'area Euro, ne conseguirebbe che i flussi sarebbero espressi in un'altra valuta. Il tasso da adottare dovrebbe essere quello relativo alle obbligazioni emesse dallo Stato (o dall'area monetaria) di appartenenza dell'azienda. [M. Buongiorno, *La valutazione d'azienda nella pratica professionale*, p. 101, Euroconference, 2012].

azionario e degli opportuni titoli privi di rischio⁵⁵, effettuando la media aritmetica tra i valori dell'MRP trovati nei diversi anni, si ottiene⁵⁶:

$$MRP \text{ medio} = \frac{1}{N} * \sum_{t=1}^N MRP_t - 1 = 6,5\%$$

Il coefficiente Beta (β) esprime la sensibilità del titolo alla variazione del portafoglio di mercato. Il coefficiente è funzione dei fattori di rischio che variano insieme con le fonti di rischio sistematico. Dal punto di vista matematico, β è il coefficiente angolare che esprime la pendenza della funzione del CAPM. Per determinare il coefficiente, si è ricorso alla regressione lineare dei rendimenti storici su un orizzonte di 5 anni⁵⁷. In sostanza, sull'asse delle ascisse si trovano i valori dei rendimenti di mercato e sull'asse delle ordinate si trovano i valori dei rendimenti delle azioni di IMA S.p.A.. Mediante una regressione lineare, viene individuato il beta (β), come coefficiente angolare. In particolare:

- $\beta > 1$, significa che se il mercato aumenta il proprio rendimento dell'1%, la società in analisi aumenterà più che proporzionalmente rispetto al mercato, di un valore pari a quello del Beta.

⁵⁵ M. Buongiorno, *La valutazione d'azienda nella pratica professionale*, p. 102, Euroconference, 2012.

⁵⁶ Il dato è stato ottenuto dalla banca dati gratuita messa a disposizione dal Prof. A. Damodaran (<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>). In particolar modo, si sono considerati i dati inerenti all'Italia, contenuti nel documento *My annual update paper on ERP (March 2018)*, p. 62 ss., 2018. Il dato, fa parte di una ricerca effettuata da Dimson, Marsh e Staunton, che hanno effettuato una stima degli MRP di 21 mercati azionari, ottenendo diversi valori a seconda che si considerino titoli di stato a breve o a lungo termine, suddividendo i valori trovati in base al metodo della media aritmetica e al metodo della media geometrica. Gli studiosi forniscono valori di MRP che sintetizzano il loro andamento dal 1900 al 2017.

⁵⁷ La lunghezza del periodo lungo il quale raccogliere i dati varia, nella prassi, dai due ai cinque anni. Tale periodo è ritenuto sufficientemente lungo per non essere influenzato da effetti congiunturali e non troppo lontano nel tempo da considerare fattori di rischio ormai superati. Nel caso di analisi si è considerato un intervallo di osservazioni quinquennale, dal 03/01/2013 al 05/01/2018.

Per quanto riguarda la frequenza delle osservazioni, si è assunta una base settimanale per il caso di analisi. La frequenza di osservazione settimanale costituisce una soluzione di compromesso tra la soluzione teoreticamente migliore di utilizzare quanti più dati possibili e quindi una base giornaliera ed il rischio che tali rendimenti siano tra loro seriamente correlati.

[M. Buongiorno, *La valutazione d'azienda nella pratica professionale*, p. 109, Euroconference, 2012].

- $\beta = 1$, significa che se il mercato aumenta il proprio rendimento dell'1%, la società aumenterà dell'1% il proprio rendimento.
- $0 < \beta < 1$, significa che se il mercato aumenta dell'1%, come nel caso IMA S.p.A., la società aumenterà dello 0,703%.
- $\beta = 0$, significa che l'andamento del prezzo azionario della società non dipende dalla performance del mercato.

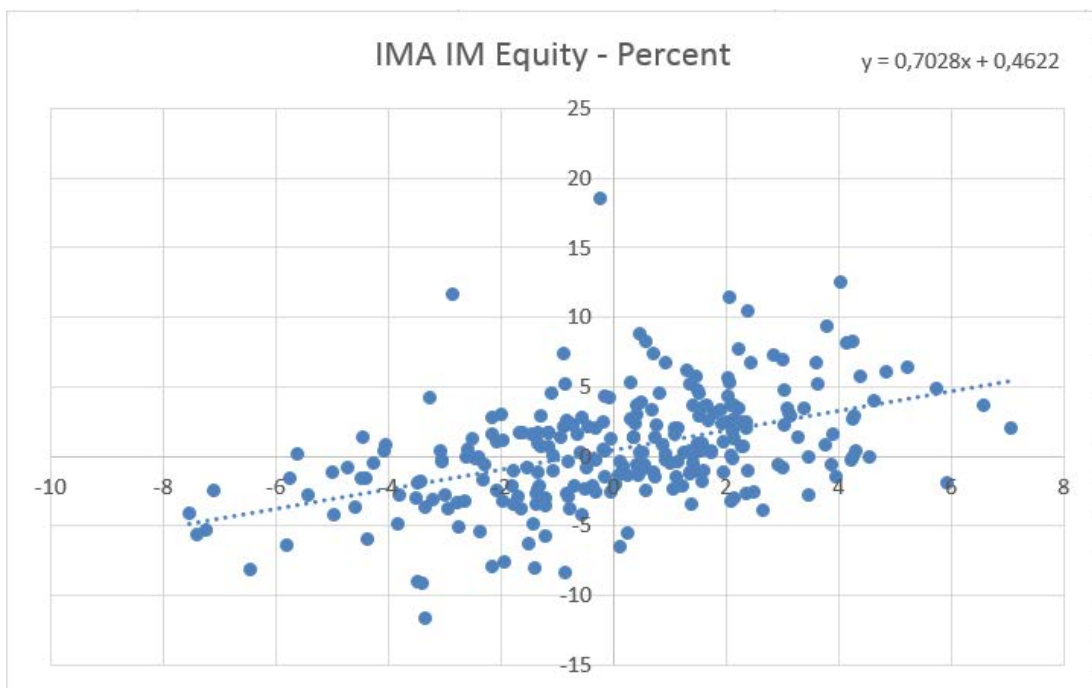


Figura 35 *Regressione lineare tra rendimento del mercato e rendimento delle azioni di IMA S.p.A.. In alto a sinistra si nota la retta espressiva della regressione, il coefficiente angolare rappresenta il valore del Beta (β).*

Si dispone ora di tutti i dati necessari per determinare il costo del capitale proprio:

$$R_f = 0,0199$$

$$\beta = 0,7028$$

$$MRP = 0,065$$

L'equazione per quantificare il costo del capitale proprio, diventa dunque:

$$K_e = R_f + \beta \cdot MRP = 0,0199 + 0,7028 * 0,065 = 0,0655 = 6,55 \%$$

Determinazione del Costo del debito (K_d).

Il costo del debito esprime le attese di rendimento dei creditori finanziari del Gruppo, dunque esprime un valore prospettico, non storico. I flussi di cassa che verranno attualizzati si riferiscono a periodi futuri, quindi il costo del debito deve rappresentare quanto il Gruppo sosterrà nel momento in cui si rivolgerà al mercato dei capitali per ottenere nuove risorse finanziarie. Il costo del debito verrà quantificato mediante l'individuazione di due componenti principali: *il tasso base* e *lo spread di mercato*. Alcuni studiosi⁵⁸ sostengono che il tasso base debba essere identificato con il tasso di rischio interbancario Euribor o il tasso Eurirs, per le scadenze più protratte nel tempo. Altri, tra cui Damodaran, sostengono invece che il tasso base debba coincidere con il tasso di rendimento dei titoli privi di rischio⁵⁹. Per il calcolo del costo del debito nel caso del Gruppo IMA, si seguirà la seconda ipotesi⁶⁰, considerando il rendimento del BTP 10 anni al 05/01/2018 come rendimento di un titolo privo di rischio. Damodaran ha elaborato diverse tabelle specifiche per settore e dimensione aziendale, dove ad un determinato *range* di valori assunti dall'indice di copertura degli interessi viene associato un valore percentuale di spread. Tale valore, sommato al tasso base, restituisce il costo del debito. IMA S.p.A., al 05/01/2018, possiede una

⁵⁸ Buongiorno M., *La valutazione d'azienda nella pratica professionale*, p. 116, Euroconference, 2012.

⁵⁹ Damodaran A., *Ratings, Interest Coverage Ratios and Default Spread*, January 2018 (<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>).

⁶⁰ Si è deciso di seguire il metodo proposto da Damodaran per coerenza letteraria, in quanto già altre variabili in questo elaborato sono state calcolate seguendo le tesi avanzate dal professore americano.

capitalizzazione di mercato⁶¹ pari a 2,88 miliardi di euro, ovvero 3,29 miliardi di dollari. Damodaran individua due insiemi di valori differenti per le grandi società industriali europee, distinti in base al valore della capitalizzazione di mercato: società industriali con capitalizzazione di mercato maggiore a 5 miliardi di dollari e società industriali con capitalizzazione di mercato inferiore a 5 miliardi di dollari.

L'indice di copertura degli interessi (Interest coverage ratio) per IMA S.p.A. è pari a:

$$\text{Indice di copertura degli interessi} = \frac{EBIT}{\text{Oneri finanziari}} = \frac{165,22 \text{ mln}}{42,977 \text{ mln}} = 3,84$$

Per gradi imprese industriali (Market Cap. < 5 mld)

<i>Se l'indice di copertura degli interessi è</i>			
> di	≤ di	Rating	Spread
-100000	0,499999	D2/D	18,60%
0,5	0,799999	C2/C	13,95%
0,8	1,249999	Ca2/CC	10,63%
1,25	1,499999	Caa/CCC	8,64%
1,5	1,999999	B3/B-	4,37%
2	2,499999	B2/B	3,57%
2,5	2,999999	B1/B+	2,98%
3	3,499999	Ba2/BB	2,38%
3,5	3,999999	Ba1/BB+	1,98%
4	4,499999	Baa2/BBB	1,27%
4,5	5,999999	A3/A-	1,13%
6	7,499999	A2/A	0,99%
7,5	9,499999	A1/A+	0,90%
9,5	12,499999	Aa2/AA	0,72%
12,5	100000	Aaa/AAA	0,54%

Figura 36 Identificazione dello spread di mercato, sulla base degli studi effettuati da Damodaran. Ad un determinato range di valori assunti dall'indice

⁶¹ Il capitale di IMA S.p.A. è diviso in 39.260.000 azioni, ciascuna delle quali attribuisce diritto di voto in Assemblea. Al 05/01/2018 il prezzo delle azioni di IMA S.p.A. era pari a 73,35 euro.
Capitalizzazione di mercato = numero azioni esistenti * prezzo di mercato di un'azione

di copertura degli interessi, viene associato un valore di spread. In giallo, lo spread da applicare al caso IMA S.p.A...

Il costo del debito K_d è dunque pari a:

$$K_d = R_f + Spread = 0,0199 + 0,0198 = 0,0397 = 3,97\%$$

Determinazione dei pesi ($E/(D + E)$) e ($D/(D + E)$).

Per la determinazione dei pesi che verranno moltiplicati per il costo del capitale proprio (K_e) ed il costo del capitale di debito (K_d), si considera inizialmente il rapporto tra il debito ed il patrimonio netto, ai valori iscritti a bilancio.

DEBITO		PATRIMONIO NETTO	
Banche entro l'esercizio	99.585.000		390.524.000
Banche oltre l'esercizio	60.488.000		
Altri finanziatori entro	1.143.000	D/E	
Altri finanziatori oltre	1.455.000		0,417
TOT. DEBITO	162.671.000		

Figura 37 Determinazione del rapporto D/E di IMA S.p.A..

Dal rapporto tra debito ed equity, si deriva dunque che:

$$\frac{D}{E} = 0,417 \rightarrow D = 0,417 * E$$

Il peso che moltiplicherà il costo del capitale proprio (K_e), sarà pari a:

$$\left(\frac{E}{D + E}\right) = \left(\frac{E}{0,417E + E}\right) = \left(\frac{E}{1,417E}\right) = \left(\frac{1}{1,417}\right) = 0,7057$$

Il peso che moltiplicherà il costo del debito (K_d), sarà pari a:

$$\left(\frac{D}{D + E}\right) = \left(\frac{0,417E}{0,417E + E}\right) = \left(\frac{0,417E}{1,417E}\right) = \left(\frac{0,417}{1,417}\right) = 0,2942$$

Determinazione del costo medio ponderato del capitale (WACC).

Si dispone ora di tutti gli elementi per la determinazione del valore del costo medio ponderato del capitale (WACC), essenziale per la determinazione dei valori attualizzati dei flussi di cassa operativi:

$$WACC = K_e \cdot \left(\frac{E}{D + E}\right) + K_d \cdot (1 - t) \cdot \left(\frac{D}{D + E}\right)$$

$$= 0,0655 \cdot 0,7057 + 0,0397 \cdot (1 - 0,31) \cdot 0,2942$$

$$= 0,0462 + 0,00806 = 0,05425 = 5,425\%$$

Determinazione dei flussi di cassa operativi attualizzati.

Il valore attuale dei flussi di cassa *unlevered* si ottiene mediante l'attualizzazione dei flussi precedentemente individuati (*Figura 34*), per il periodo di valutazione considerato, pari a 6 anni, Il tasso di sconto applicato è il costo medio ponderato del capitale (WACC). Successivamente, si effettua la somma

dei singoli valori per la quantificazione del valore totale da considerare nel computo del valore d'impresa.

	2018	2019	2020	2021	2022	2023
FCFO	€ 119,32	€ 136,06	€ 151,99	€ 166,21	€ 181,05	€ 196,17
Fattore di sconto	1,05425	1,11144	1,17174	1,23531	1,30232	1,37297
FCFO attualizzati	€ 113,18	€ 122,42	€ 129,71	€ 134,55	€ 139,02	€ 142,88
WACC	5,425%					
Periodo di tempo	1	2	3	4	5	6
$\sum_{t=1}^6 \frac{FCFO_t}{(1+WACC)^t}$	€ 781,75					

Figura 38 Attualizzazione dei flussi di cassa unlevered.

Determinazione del Terminal Value.

Per determinare il TV, si rende necessario individuare il tasso di crescita g , ossia il tasso di crescita del business oltre il periodo di piano ipotizzato. Tale parametro rappresenta il prodotto tra l'indice di redditività del capitale proprio (ROE) ed il tasso di reinvestimento medio degli utili ($Plowback Ratio$). La premessa tecnica per il calcolo del Terminal Value come rendita perpetua dell'ultimo flusso di cassa della previsione esplicita con un dato tasso g , è che l'azienda abbia raggiunto, nell'anno da cui parte il calcolo del valore residuale, una fase stazionaria della crescita (*steady state*). Si ipotizza che da quell'anno il Gruppo cresca in modo costante allo stesso tasso per un tempo indefinito. IMA S.p.A. crescerà ad un tasso che non eccederà quello della crescita economica generale. Il tasso g deve inoltre essere compatibile con la sostenibilità dell'investimento aggiuntivo che sostiene la crescita. La considerazione per cui il tasso di crescita dell'azienda oltre il periodo ipotizzato non deve essere superiore a quello della crescita economica generale è molto importante, altrimenti si avrebbe la situazione paradossale secondo cui nel lungo periodo l'impresa considerata raggiungerà ricavi maggiori del PIL nazionale.

Il tasso di crescita g viene calcolato mediante la seguente formula:

$$g = ROE_{atteso} * plowback\ ratio$$

Il ROE ed il *plowback ratio* sono valori stimati futuri. Per il calcolo del ROE, si ipotizzano tre diversi scenari, ponderati per la loro probabilità di verificarsi: scenario ottimistico, scenario pessimistico e scenario neutrale. Dopo aver calcolato i valori di ROE relativi ai diversi periodi e scenari, si procederà ad effettuare la loro media aritmetica. Il ROE rappresenta il tasso di redditività del capitale proprio e risulta dal rapporto tra utile e mezzi proprio⁶².

Il ROE è dunque rappresentato come segue:

$$ROE = \frac{Utile\ netto}{Patrimonio\ netto}$$

	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Utile netto del Gruppo IMA	49,436	54,7960	56,7480	77,8360	101,392	99,425
Δ Utile netto	23,6%	10,8%	3,6%	37,2%	30,3%	-1,9%
Patrimonio netto del Gruppo IMA	159,171	132,763	116,689	175,85	270,184	390,524
Δ Patrimonio netto	7,5%	-16,6%	-12,1%	50,7%	53,6%	44,5%
ROE	31,1%	41,3%	48,6%	44,3%	37,5%	25,5%
ROE medio storico	38,0%					

Figura 39 I valori del ROE di IMA S.p.A. negli ultimi cinque anni ed il valore medio storico.

Competitor nazionali	2017	2016	2015
Biesse	20,60%	18,45%	14,89%
Datalogic	18,50%	13,63%	13,59%
EI.En	8,90%	22,58%	8,65%
Interpump Group	17,20%	13,90%	19%
Prima Industrie	12,40%	7,31%	4,28%
Media	15,52%	15,17%	12,08%

⁶² In sostanza il ROE può essere visto come un indicatore della remunerazione del capitale di rischio, ossia quanto rende il capitale conferito nell'azienda da parte dei soci. L'indicatore può essere considerato anche come un indicatore delle capacità del management aziendale, poiché valuta quanto esso sia stato in grado di gestire efficientemente i mezzi proprio per incrementare l'utile.

Figura 40 I valori di ROE dei principali competitor nazionali di IMA S.p.A. negli ultimi tre anni.









Competitor internazionali		2017	2016	2015
Alfa Laval		18,70%	18,60%	21,40%
Aumann		16,60%	30,92%	19,11%
Bucher		11,70%	10%	11,90%
Duerr		21,90%	21,89%	22,62%
GEA Group		11,80%	9,50%	12,72%
Krones		14,23%	13,96%	14,18%
Kuka		15,20%	14,30%	18,80%
Media		15,73%	17,02%	17,25%

Figura 41 I valori di ROE dei principali competitor internazionali di IMA negli ultimi tre anni.

Il ROE registrato da IMA S.p.A. negli ultimi tre anni è sempre stato superiore a quello dei competitor nazionali ed internazionali, sebbene sia in decremento dal 2015. Si è precedentemente discusso dell'importanza, nella valutazione del tasso di crescita ai fini della determinazione del terminal value in ipotesi steady state, di analizzare la crescita economica dell'area geografica in cui la realtà aziendale opera. Il Gruppo IMA è un'organizzazione presente in tutto il mondo ed il valore dell'export rappresenta l'88,5% del fatturato. Considerare le sole prospettive di crescita dell'economia italiana risulterebbe, dunque, riduttivo. Il ROE futuro atteso di IMA S.p.A. viene stimato mediante un confronto con il ROE dei settori industriali del comparto *Machinery*⁶³, a cui IMA S.p.A. appartiene. Nel grafico in *Figura 42*, si può notare come il Gruppo abbia notevolmente sovraperformato negli ultimi anni nei confronti delle imprese dello stesso comparto. Tuttavia, dal 2014 il ROE sta decrescendo verso i valori medi registrati dai main competitor internazionali specializzati nella costruzione di macchine automatiche per il confezionamento (*Figura 41*) e verso i valori registrati dalle altre grandi imprese internazionali di settore. Ai fini della stima del ROE medio atteso di IMA S.p.A., verrà dunque ipotizzato che l'azienda raggiungerà il ROE medio

⁶³ Specifico settore industriale, composto da grandi aziende (con capitalizzazione superiore ai 500 milioni di dollari e quotate nei mercati telematici) specializzate nella progettazione e costruzione di macchinari industriali (riferirsi a Damodaran A., *Insider and Institutional Holdings by Industry Sector 1/18*).

di settore, pari alla media degli indici di settore nelle diverse aree geografiche, alla fine del periodo del 2026 e che manterrà tale valore in perpetuo (*Steady state assumption*).

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	
ROE Europe Machinery	17,1%	17,8%	15,1%	10,5%	13,7%	15,0%	*
ROE USA Machinery	14,2%	15,7%	16,7%	12,8%	13,2%	17,2%	*
ROE Asia Machinery	8,8%	5,3%	9,2%	6,8%	4,6%	7,3%	*
ROE Japan Machinery	5,7%	6,6%	8,7%	9,2%	7,6%	9,7%	*
ROE Italy Machinery	2,3%	1,3%	4,2%	4,2%	4,4%	5,2%	**
ROE IMA main competitors	18,7%	19,0%	17,8%	17,2%	17,0%	15,7%	***
ROE IMA	31,1%	41,3%	48,6%	44,3%	37,5%	25,5%	****

* Fonte dati: Prof. Aswath Damodaran; Growth Rate Estimation: Return on Equity decomposition by Industry for year 2012, 2013, 2014, 2015, 2016, 2017.

** Fonte dati: Prometeia; Rapporto Analisi dei Settori Industriali 2012, 2013, 2014, 2015, 2016, 2017.

*** Fonte dati: Elaborazione personale in base ai dati ottenuti dalle schede societarie relative ai mercati azionari locali.

**** Fonte dati: Relazione finanziaria annuale di IMA 2012, 2013, 2014, 2015, 2016, 2017.

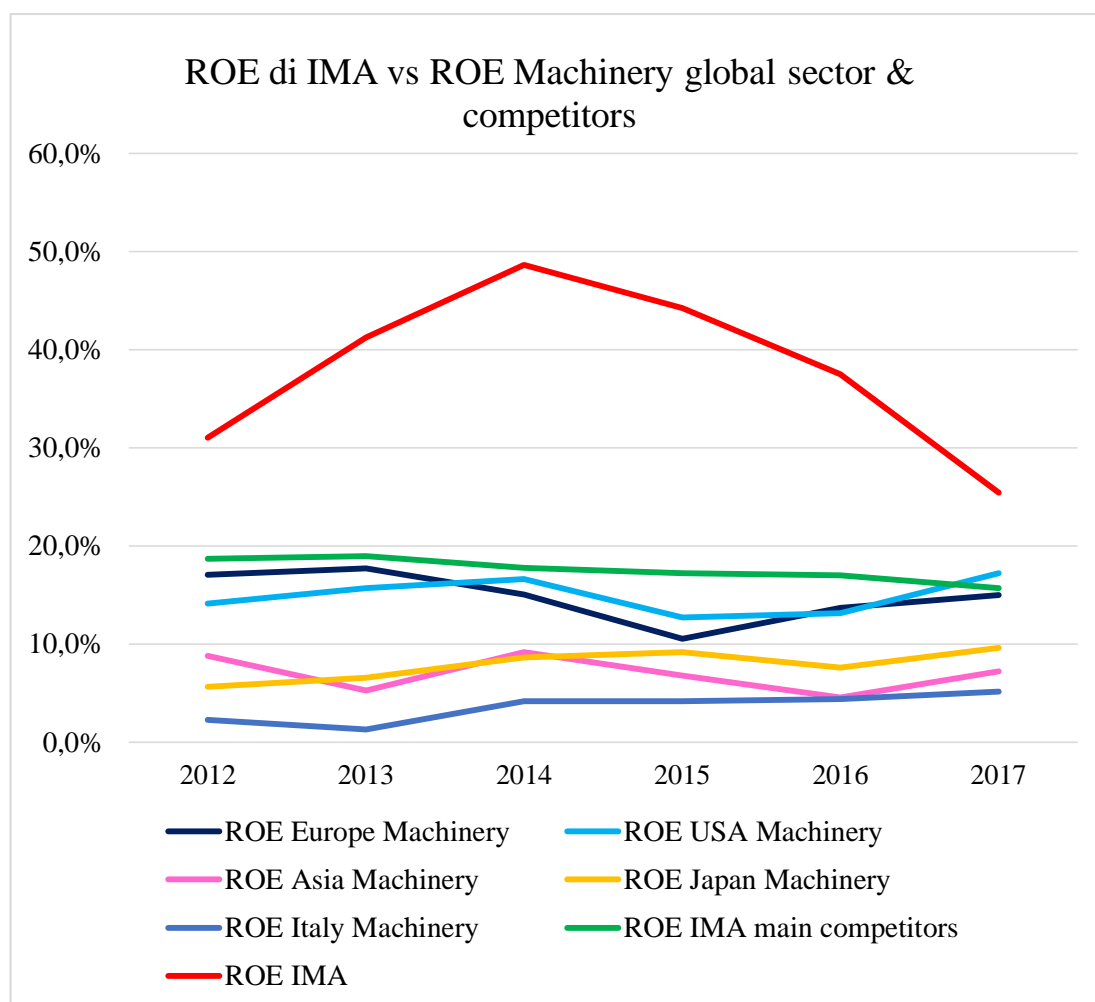


Figura 42 *Confronto tra il ROE di IMA S.p.A. ed il ROE del settore Machinery, di cui IMA S.p.A. fa parte, delle aree geografiche in cui il business di IMA è maggiormente sviluppato. Dal grafico sottostante si evince che l'andamento del ROE di IMA S.p.A. è in contrazione dal 2014 e che tende ad allinearsi con i valori delle imprese europee e statunitensi operanti nello stesso settore e con i principali competitors, il cui business specifico è lo stesso di IMA S.p.A...*

Il *plowback ratio* misura quanto utile viene trattenuto dall'impresa dopo la distribuzione dei dividendi. Questo indicatore non deve essere confuso con il *payout ratio*, che indica invece in che percentuale i dividendi distribuiti incidono sull'utile conseguito. Tendenzialmente, le imprese più giovani tendono ad avere un *plowback ratio* più elevato rispetto a quelle più mature, le quali non sono così dipendenti come le prime dal reinvestire il profitto per sostenere il proprio sviluppo. Inoltre, la dimensione di tale indicatore dipende anche dal settore di appartenenza dell'azienda. Infatti, le imprese tecnologiche, per rimanere competitive all'interno del mercato, devono trattenere una gran parte del loro profitto per mantenere la crescita del loro business, reinvestendo una buona parte dei profitti in R&D e nelle politiche di marketing e retail. Ciò significa che la distribuzione dei dividendi sarebbe limitata ed il rapporto si avvicinerebbe dunque ad uno (valore per cui si otterrebbe la totale ritenzione degli utili). Per quanto riguarda il calcolo del *plowback ratio*, si è condotta un'analisi storica del suo andamento e se ne è ricavata la media aritmetica espressiva degli ultimi cinque anni. Si ipotizza che il valore riscontrato rimanga costante anche in futuro e che, dunque, il Gruppo reinvesta la stessa quota media di utili e distribuisca la stessa percentuale di dividendi in rapporto agli utili conseguiti. Si nota, in particolare, che i valori di *plowback ratio* riscontrati per IMA S.p.A. negli ultimi cinque anni sono piuttosto bassi, questo significa che nel periodo considerato l'azienda ha distribuito gran parte dell'utile come dividendi.

Il *plowback ratio* è stato quantificato mediante l'utilizzo della seguente formula:

$$\text{Plowback ratio} = \frac{\text{Utile netto} - \text{Dividendi}}{\text{Utile netto}} = \frac{\cancel{\text{Utile netto}}}{\cancel{\text{Utile netto}}} - \frac{\text{Dividendi}}{\text{Utile netto}}$$

$$= 1 - \frac{\text{Dividendi}}{\text{Utile netto}}$$

$$= 1 - \text{Payout ratio}$$

oppure

$$\text{Plowback ratio} = 1 - \text{Dividend payout ratio} = 1 - \frac{\text{EPS}}{\text{DPS}}$$

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Utile netto del Gruppo IMA	€ 13.960.000,00	€ 24.860.000,00	€ 39.690.000,00	€ 42.120.000,00	€ 37.510.000,00	€ 17.440.000,00	€ 29.150.000,00
Dividendi totali distribuiti	€ 11.960.000,00	€ 13.800.000,00	€ 22.140.000,00	€ 28.720.000,00	€ 30.500.000,00	€ 30.690.000,00	€ 33.150.000,00
Dividend Payout ratio	85,7%	55,5%	55,8%	68,2%	81,3%	176,0%	113,7%
Plowback ratio	14,3%	44,5%	44,2%	31,8%	18,7%	-76,0%	-13,7%

	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Utile netto del Gruppo IMA	€ 49.436.000	€ 54.796.000	€ 56.748.000	€ 77.836.000	€ 101.392.000	€ 99.425.000
Δ Utile netto	64,8%	10,8%	3,6%	37,2%	30,3%	-1,9%
Dividendi totali distribuiti	€ 36.770.000	€ 82.900.000	€ 46.030.000	€ 50.630.000	€ 52.500.000	€ 62.800.000
Δ Dividendi	36%	125,5%	-44,5%	10,0%	3,7%	19,6%
DPS	0,9984	2,2510	1,2499	1,3498	1,3372	1,5996
EPS	1,3423	1,4879	1,5409	2,0751	2,5826	2,5325
Dividend Payout ratio	74,4%	151,3%	81,1%	65,0%	51,8%	63,2%
Plowback ratio	25,6%	-51,3%	18,9%	35,0%	48,2%	36,8%

Numero di azioni	€ 36.828.000	€ 36.828.000	€ 36.828.000	€ 37.510.000	€ 39.260.000	€ 39.260.000
------------------	--------------	--------------	--------------	--------------	--------------	--------------

Plowback ratio medio storico	13,6%
-------------------------------------	--------------

Figura 43 Determinazione del plowback ratio medio storico, che verrà utilizzato ai fini del calcolo del tasso di crescita g .

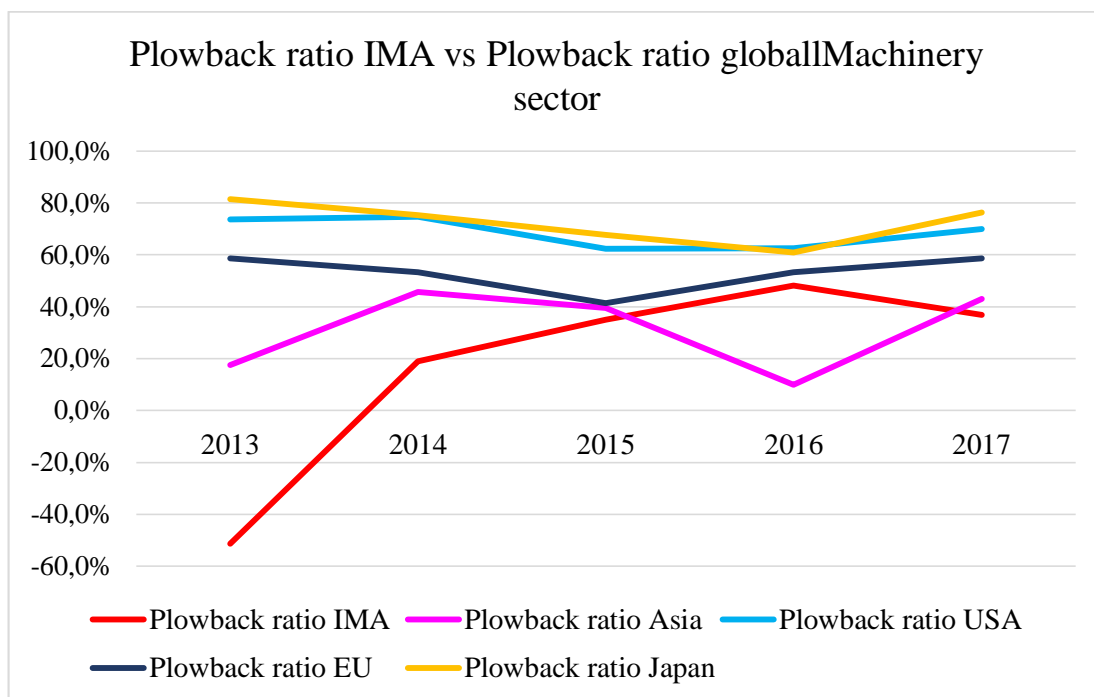


Figura 44 *Andamento storico del plowback ratio di IMA S.p.A. e delle maggiori imprese internazionali appartenenti al comparto industriale della costruzione di macchinari. Dal grafico si evince che IMA S.p.A. presenta, mediamente, un tasso di ritenzione dei utili piuttosto basso, ma in linea con il trend di altre grandi imprese industriali europee ed asiatiche. Fonte dati: Prof. Aswath Damodaran; Growth Rate Estimation: Fundamental (Sustainable) growth rate in earnings per share for the year 2013, 2014, 2015, 2016, 2017.*

Alla luce delle ipotesi elaborate e delle analisi effettuate, si procede ora al calcolo del tasso di crescita ai fini della determinazione del Terminal Value. Nella tabella che segue, si riepilogano i valori di ROE e di Plowback ratio che si considerano.

	ROE EU	ROE USA	ROE ASIA	ROE JAP
	15,0%	17,2%	7,3%	9,7%
ROE medio atteso	12,3%			
Plowback ratio IMA	13,6%			

<i>g</i>	1,67%
----------	-------

Il Terminal Value in ipotesi *steady state* e con flussi di cassa *unlevered*, viene calcolato mediante la formula introdotta nel capitolo 2 (*Paragrafi 2.5.1 e 2.5.6*), riproposta di seguito:

$$\text{Terminal Value} = \frac{\left[\frac{FCFO_T * (1 + g)}{(WACC - g)} \right]}{(1 + WACC)^{T+1}}$$

$FCFO_T$ = Flusso di cassa al termine del periodo di valutazione esplicita (i.e. Flusso *unlevered* al 2023).

g = Tasso di crescita oltre il periodo di valutazione esplicita

$WACC$ = Costo medio ponderato del capitale

Inserendo dunque i dati si ottiene:

WACC		5,425%
g		1,67%
$FCFO_T$	€	196.165.969
T		7
Numeratore	€	5.311.369.925
Denominatore		1,45
TV	€	3.663.013.741

Si può procedere dunque alla determinazione del valore d'impresa:

Valore dell'impresa = 781.750.000 + 3.663.013.741 – 50.300.000

= 4.394.463.741

Il valore pervenuto è il risultato di un procedimento organizzato e articolato, che presuppone il ricorso a conoscenze economiche diversificate. Tale risultato è il frutto dell'applicazione delle tecniche proposte dalla letteratura di riferimento. Nello svolgimento dell'analisi, si sono sempre confrontati i risultati ottenuti con quelli conseguiti dagli analisti finanziari, nei report⁶⁴ da loro emessi sull'impresa, di modo da comprendere il grado di discostamento rispetto ai valori ottenuti da un personale esperto.

Di seguito, i risultati ottenuti dai report, confrontati con quanto raggiunto mediante la valutazione condotta nell'elaborato.

	Kepler Cheuvreux FY 2017	Equita FY 17	Elaborazione personale
Enterprise Value	3,732	4	4,394

Dati in miliardi di euro.

Come si può notare, i risultati degli analisti, oltre che a differire dal valore finale conseguito nell'elaborato, differiscono anche tra di loro. Ciò è da ricondurre a determinate scelte intraprese durante il processo di valutazione, effettuate nelle situazioni in cui la letteratura ammette degli spiragli discrezionali. In particolare, i flussi di cassa futuri ed il tasso di crescita oltre il periodo di valutazione esplicita (g), rappresentano le variabili che hanno maggiormente contribuito a stimare un valore superiore a quello degli analisti. Nella *Conclusion* dell'elaborato, dopo aver illustrato alcuni concetti di finanza aziendale comportamentale, verrà data spiegazione delle scelte che hanno condotto alla determinazione di tale risultato.

⁶⁴ Bonizzoni M., *Q&A Report on IMA. 08/11/2017*, Kepler Cheuvreux, Milano, 2017; Ghilotti D., *FY18 Guidance underpins our expectations on IMA. FY 17 Results. April 2018*, EQUITA S.I.M. S.p.A., Milano, 2017.

Capitolo 4

L'approccio comportamentale alla finanza aziendale

4.1. Approccio teorico alla finanza comportamentale. – 4.2. I diversi tipi di trappole comportamentali. – 4.2.1. Bias. – 4.2.2. Euristiche – 4.2.3. Effetti di framing – 4.3 La valutazione aziendale comportamentale del caso IMA S.p.A.

4.1 Approccio teorico alla finanza comportamentale

La valutazione d'azienda è un processo tanto affascinante quanto ricco di insidie e i soggetti a essa preposti assumono spesso decisioni non propriamente razionali, sia nell'utilizzo dei metodi valutativi, sia nell'obiettività con cui considerano e reperiscono i dati e le informazioni. In particolare, il valutatore dovrebbe prestare attenzione ad alcune scelte, illustrate nei paragrafi successivi, che potrebbero determinare un valore d'azienda non veritiero.

Alle volte, tali valori non sono il risultato di errori involontari o di sviste, quanto piuttosto di azioni mirate, per esempio, ad incrementare il valore in vista di un'imminente cessione d'azienda o di un ramo di essa. Naturalmente, sarà più semplice riscontrare questa situazione quando il valutatore sarà interno all'impresa.

Anche i valutatori esterni, in particolare gli analisti finanziari che redigono periodicamente report e studi societari per le imprese prevalentemente quotate, tendono, tuttavia, ad assumere comportamenti non obiettivi, spesso legati ad un'eccessiva convinzione nelle proprie capacità che, come vedremo, si può tradurre in fenomeni di *overconfidence*, illusione di controllo, *bias* di conferma e ancoraggio ad un valore di riferimento.

Questi termini sono propri del lessico della finanza aziendale comportamentale, branca dell'economia che indaga le scelte ed i comportamenti degli individui posti in posizioni amministrative apicali all'interno delle imprese.

La finanza aziendale comportamentale, dunque, include anche nozioni di psicologia e mira ad individuare le potenziali trappole psicologiche, comportamentali ed emotive in cui i manager finanziari possono cadere, offrendo dei consigli su come effettuare le scelte più corrette al verificarsi di determinate situazioni.

Il presente capitolo è volto all'analisi della finanza comportamentale all'interno del contesto finanziario aziendale, con un focus sulle distorsioni comportamentali a cui possono essere soggetti gli individui preposti al processo della valutazione d'azienda, in particolare gli analisti finanziari. Nel primo capitolo si è discusso della natura del soggetto preposto alla valutazione d'azienda, che può essere interno oppure esterno. In questo elaborato, si è sempre assunto il punto di vista del valutatore esterno, poiché si ritiene che esso sia più obiettivo e imparziale nell'applicazione delle procedure valutative e che, dunque, il valore d'azienda determinato sia più veritiero.

Nei prossimi paragrafi verranno introdotti alcuni concetti chiave che sono alla base dell'economia aziendale comportamentale. Successivamente, ci si soffermerà sulle implicazioni

Infine, presenterà un approfondimento dell'applicazione della finanza aziendale comportamentale al caso IMA S.p.A., evidenziando gli errori in cui si può cadere.

L'economia classica è stata e per certi versi è tuttora alla base di molti modelli volti a spiegare il funzionamento dei fenomeni economici. Essa rappresenta la base

degli studi universitari di ogni studente di economia e fornisce nozioni utili alla comprensione e all'adozione delle scelte decisionali da percorrere per massimizzare l'utilità ed ottimizzare le risorse disponibili. Alla base della dottrina economica classica stanno alcune ipotesi fondamentali, come l'efficienza dei mercati, l'assenza di asimmetrie informative e la perfetta razionalità degli individui, i quali sono interessati a massimizzare la loro funzione di utilità attesa.

La realtà, tuttavia, non contempla queste assunzioni, in quanto gli individui non sono puramente razionali, i mercati non sono pienamente efficienti e le asimmetrie informative esistono. Infatti, sebbene negli ultimi anni molti legislatori abbiano elaborato dei sistemi e delle leggi mirate ad incrementare la trasparenza e ridurre dunque le asimmetrie informative, per i consumatori e gli investitori permangono comunque delle difficoltà a recepire e comprendere quali siano le informazioni determinanti. Questo è dovuto in parte al fatto che le informazioni più sensibili vengono tenute riservate, in parte al fatto che le informazioni non sempre vengono codificate correttamente dagli individui. Sembra paradossale, ma nell'epoca del villaggio globale, l'enorme mole di informazioni liberamente accessibili ai più, può creare disinformazione nel momento in cui vengono a mancare preparazione e coscienza critica.

La finanza comportatale offre un approccio alternativo ma non necessariamente sostitutivo ai modelli classici, contemplando una visione più ampia e aderente alla realtà economica e aziendale. Di recente nascita, questo specifico ramo dell'Economia considera l'applicazione di modelli cognitivi di *decision-making* in situazioni rischiose ed incerte.

I dirigenti aziendali perseguono determinate scelte al fine di allocare ottimamente le risorse ed il capitale, in modo da massimizzare il valore dell'impresa e rispondere così agli interessi degli azionisti. In questo primo contesto, si inserisce la finanza comportamentale: spesso i manager cadono in *trappole comportamentali*, commettendo degli errori che possono impattare negativamente sui risultati economici e dunque condizionare anche il valore aziendale.

La dottrina propone diversi metodi per stimare il valore d'azienda: il DCF, in particolare, gode di un'ottima reputazione, grazie soprattutto alla sua solidità teorica

ed alla sua diffusione. Dal momento che i flussi di cassa sono delle previsioni e non costituiscono un dato certo all'interno del procedimento, il valutatore deve implementare i valori attesi o medi. In questo scenario, il rischio è raffigurato dal tasso di sconto che viene applicato sui valori dei flussi di cassa attesi elaborati dall'agente valutatore. Seguendo i principi del metodo DCF, un'azienda dovrebbe dedicarsi alla realizzazione di un progetto solo se il valore attuale dei flussi futuri attesi è superiore a quello dell'investimento iniziale.

Di seguito, verranno illustrati alcuni dei fenomeni comportamentali e psicologici alla base della finanza aziendale comportamentale.

4.2. I diversi tipi di trappole comportamentali

L'obiettivo di questo paragrafo è di presentare e confrontare quei fenomeni psicologici che sono alla base delle trappole comportamentali discusse in precedenza. Si cercheranno di fornire alcuni spunti originali a riguardo degli atteggiamenti errati che un valutatore esterno può essere indotto a commettere.

Nel paragrafo successivo si entrerà invece più nel dettaglio, analizzando i comportamenti che più frequentemente generano degli errori nella determinazione del valore aziendale, generando costi comportamentali talvolta non indifferenti.

Le trappole comportamentali sono gli errori cognitivi e psicologici che stanno alla base della *behavioral corporate finance*. Se ne possono distinguere di tre tipi:

- *bias*;
- *euristiche*;
- *effetti di framing*.

4.2.1. Bias

I *bias* rappresentano deviazioni sistematiche del giudizio e della razionalità. Essi vengono delineati come una predisposizione all'errore di carattere cognitivo, nonché un (pre)giudizio formatosi sull'interpretazione di informazioni possedute dal soggetto, alle volte sconnesse o illogiche. Tali fenomeni possono dunque condurre a errori di valutazione.

I *bias* si verificano in condizioni di parziale o totale mancanza di informazioni a disposizione del valutatore e tra i più frequenti compaiono l'eccessivo ottimismo, l'*overconfidence*, i *bias* di conferma e l'illusione di controllo.

Con *eccessivo ottimismo* si indica la tendenza a sovrastimare le proiezioni sui risultati positivi e, di converso, a sottostimare gli esiti negativi. Di simile entità è l'*overconfidence*, che differisce dalla precedente per la personalità dell'individuo: questa, difatti, si riferisce al grado di cognizione relativo alle proprie abilità personali, ma anche a limiti, che il manager si attribuisce. Sovente è l'associazione tra i due fenomeni cognitivi dal momento che entrambi denotano una considerevole significatività nel processo di *decision-making* adottato dai manager dell'azienda.

Tali fenomeni possono manifestarsi in diversa intensità, a seconda che il valutatore sia interno o esterno all'impresa. Si ritiene, infatti, che un valutatore esterno, in quanto indipendente e più obiettivo, abbia meno propensione a cadere in queste trappole comportamentali rispetto ad un manager, i cui interessi sono fortemente legati alle performance dell'impresa.

Un altro influente errore comportamentale è *bias* di conferma. Si tratta di una predisposizione all'errore, tale per cui il vizio di fondo risiede nel rifiuto a considerare informazioni contrastanti con quelle possedute dall'individuo. Nello specifico, si parla di *bias* di conferma per riferirsi alla tendenza dei dirigenti aziendali di focalizzarsi solamente su una specifica opinione o un determinato punto di vista – a scapito di alternative che potrebbero rivelarsi invece corrette.

L'atteggiamento ostinato dell'individuo nel portare avanti le proprie convinzioni comporta il rifiuto verso la ricerca di potenziali e alternative soluzioni al caso che, anche qualora fossero corrette, rischierebbero di non essere prese in considerazione, generando potenziali costi-opportunità non trascurabili. I rischi correlati a questi atteggiamenti sono elevati, in quanto rappresentano un rischio potenziale per l'azienda e la sua corretta gestione.

L'ultima tipologia di bias è l'illusione di controllo. La percezione del controllo sulla gestione dell'azienda rientra tra i bias maggiormente frequenti e osservati dagli studiosi. Si tratta, in questo caso, della percezione positiva avvertita dall'individuo – strettamente legata ai precedenti fenomeni psicologici descritti. Un aumento della percezione di controllo produce un aumento proporzionale dell'eccessivo ottimismo da parte del manager. Anche l'analista può essere soggetto a un bias di controllo nella stima dei risultati ottenuti dalla valutazione.

4.2.2. Euristiche

Le euristiche sono regole empiriche e spesso approssimative a cui gli individui tendono a fare affidamento nel momento in cui devono prendere delle decisioni. A differenza dei *bias*, che si fondano su principi euristici, questi fenomeni sono difficilmente evitabili poiché il soggetto si capacita di aver ricorso ad essi solo a posteriori. Le euristiche agevolano i soggetti ad effettuare decisioni con maggiore rapidità e facilità, anche se talvolta possono condurli a compiere degli errori.

Quando i soggetti fanno affidamento a una serie di stereotipi e preconcetti per fornire una valutazione su un determinato tema, essi si dimostrano spesso soggetti all'euristica della *rappresentatività*, in quanto commettono degli errori nel (pre)giudicare l'appartenenza di un determinato evento a un determinato processo. In questo caso, si tende ad elaborare una valutazione di probabilità nella quale il risultato è in linea con

il preconetto. Applicando tale concetto alla figura dei manager e degli analisti, si evince che spesso essi basano le proprie decisioni su stereotipi, preconetti e analogie.

Di conseguenza, il valutatore è propenso a valutare l'impresa positivamente se l'idea che ha precedentemente formulato è anch'essa favorevole; viceversa, se l'input del valutatore è negativo, il valutatore fornirà un'analisi in linea con il suo pregiudizio.

Un secondo tipo di euristica è la *disponibilità*: di facile intuizione, la definizione di questa euristica risiede nel fatto che i soggetti sono più predisposti verso informazioni facilmente ottenibili rispetto ad altre che non lo sono. In tale maniera, si viene a creare un bias tale per cui le opinioni di tali soggetti sono fortemente e unicamente influenzate dalle sole informazioni possedute.

La disponibilità si verifica quando ai soggetti viene richiesto di determinare la frequenza di un determinato fenomeno. In determinati contesti, i soggetti stabiliscono la ripetizione di un insieme di elementi o probabilità di un evento in base al grado di facilità con cui gli esempi legati a tali elementi o eventi occorrono alla mente dei soggetti.

La disponibilità può verificarsi tramite due iter cognitivi: il primo, richiamando la facilità con cui si riescono a recuperare determinate informazioni dalla memoria del soggetto; il secondo, appellandosi alla facilità con cui si immaginano casistiche e contesti analoghi a ciò che si conosce già.

Quando manager e analisti devono raccogliere dati per condurre delle analisi e fare delle valutazioni, risulterà loro più semplice e immediato ricorrere alle conoscenze già in loro possesso e alle nozioni precedentemente apprese. Talvolta, dirigenti e analisti si servono di informazioni facilmente fruibili e accessibili – prescindendo dalla loro qualità.

Un'ulteriore tipologia di euristica presentata nella letteratura è l'*ancoraggio*. Si tratta di una euristica cruciale nella valutazione aziendale, in quanto individua l'atteggiamento dei soggetti ad ancorarsi a valori iniziali presi come riferimento. Il valutatore aziendale, così come il manager interno all'impresa, tende dunque ad aggiustare il valore ottenuto dalla valutazione in modo da non farlo discostare dal dato iniziale di riferimento. Questo fenomeno ricopre un ruolo fondamentale, poiché il

valutatore aziendale è incline a elaborare un giudizio (propriamente detta valutazione) il cui output non si discosta dalla cifra a lui nota.

Nell'elaborato di Kahneman e Tversky (1974), si legge che questa particolare euristica ha luogo nello stadio precedente alla valutazione aziendale: nello specifico, secondo i due studiosi, il valutatore si prefigge una situazione di base dalla quale partire ed elaborare la valutazione adottando degli aggiustamenti in itinere per ottenere, alla fine, un risultato che non diverge dalla situazione di partenza.

Tale euristica risulta facilmente applicabile anche ai manager aziendali, i quali fondano le proprie considerazioni e stime su valori precedentemente a loro noti. In seguito, questi valori vengono elaborati e l'output ottenuto viene aggiustato con lo scopo di non farlo discostare dal valore di riferimento iniziale.

In entrambi i casi, sia per i manager che per gli analisti esterni, l'ancoraggio può risultare rischioso: i soggetti possono essere propensi verso un ancoraggio in chiave positiva, o viceversa negativa. Sottostime e sovrastime rappresentano dunque il pericolo maggiore per i soggetti che adottano l'euristica dell'ancoraggio in entrambe le direzioni.

Quarto e ultimo esempio di euristica è quella dell'*affetto*. Nel momento in cui i soggetti sono chiamati ad esprimere un giudizio, essi tendono ad associare emozioni ed elementi a ricordi o eventi. Se l'associazione evoca un sentimento positivo, l'individuo sarà emotivamente soddisfatto; viceversa, se l'associazione è negativa, il soggetto sarà insoddisfatto e tenderà a formulare una scelta condizionata dallo stato d'animo.

4.2.3. Effetti di framing

Per effetti di *framing* si intendono le influenze che il contesto di una determinata situazione genera sul soggetto decisionale. Nello specifico, le decisioni di un manager aziendale sono influenzate dal modo in cui una situazione iniziale viene a

lui presentata e dall'idea che questi attribuisce alla situazione, in base a come gli viene presentata. Gli studiosi identificano due declinazioni dell'effetto *framing*: avversione alla perdita e avversione alla perdita certa.

Nel primo caso, si identifica l'avversione alla perdita quale la riluttanza verso una situazione di perdita, più di quanto non lo sia per la situazione di guadagno, a parità di probabilità e relativo valore atteso. Secondo gli studi di Kahneman e Tversky, gli individui considerano maggiormente le perdite rispetto ai guadagni. Da questo, ne consegue che i soggetti sono maggiormente avversi al rischio dinnanzi ad alternative che presentano le medesime probabilità di guadagno e perdita.

L'avversione alla perdita certa, invece, si distingue dalla precedente per via del contesto negativo maggiormente accentuato: un soggetto, dinnanzi ad una perdita sicura, è maggiormente incline a intraprendere un'azione rischiosa con l'intento di evitare o risanare la perdita.

In conclusione, gli individui pretendono ad un evento certo quando considerano variazioni positive (guadagni), dal momento che si tratta di situazioni che conducono ad un miglioramento dello status iniziale del soggetto. Qualora, invece, si considerino variazioni negative (perdite), i soggetti si dimostrano inclini al rischio e declinano l'evento certo negativo, preferendolo ad uno incerto e più rischioso, ma che nella migliore delle ipotesi disobbligherebbe il soggetto dalla variazione negativa.

Queste due tipologie di effetto *framing* sono facilmente declinabili al contesto aziendale: i manager sono avversi a prendere decisioni che rappresentano un rischio. Inoltre, l'avversione alla perdita può essere una causa dell'avversione al debito da parte delle aziende: in questa situazione, i manager sono esortati a contrarre con prudenza debiti e sostenerne i rischi relativi. Ne è inoltre la prova il fatto che, da una prospettiva strettamente psicologica e cognitiva, la sensazione della perdita è maggiormente avvertita rispetto a potenziali variazioni positive. Inoltre, la spinta a evitare una variazione negativa è maggiore alla motivazione a conseguire una variazione positiva. Questi due principi sono probabilmente connessi a un istinto di sopravvivenza primordiale.

In conclusione, dinnanzi a una perdita certa e una scommessa stocastica, l'individuo è proteso verso l'azzardo, sebbene il payoff atteso non vari da quello della perdita certa. I manager sono maggiormente inclini ad adottare soluzioni errate in tema di finanziamenti e investimenti in quanto sensibili alle potenziali variazioni negative, oltre che dimostrarsi restii ad accettare perdite precedentemente verificatesi.

4.3. La valutazione d'azienda: implicazioni comportamentali

Alla luce dei concetti e delle analisi svolte finora, sorge spontanea una domanda, elementare ma non banale: le tecniche valutative proposte dai manuali di finanza sono sempre e correttamente applicate? La risposta è: non sempre⁶⁵. Manager e analisti, infatti, fanno spesso affidamento su euristiche che li predispongono a bias. In particolare, avendo analizzato l'applicazione del metodo DCF dal punto di vista di un analista finanziario, ci si chiede in che misura gli errori comportamentali possano viziare il valore d'azienda finale. In sostanza, si cercherà di dare risposta alla seguente domanda: quali sono le principali trappole comportamentali in cui un'analista finanziario può cadere in sede di valutazione d'azienda con metodo DCF?

Si premette che molto spesso il metodo dei multipli viene sovrastimato, essendo utilizzato non tanto come strumento di integrazione valutativa ad altri modelli, considerati più affidabili dalla dottrina, bensì come metodo di valutazione di riferimento. Nonostante la dottrina attribuisca molta importanza all'analisi dei flussi di cassa attualizzati, molti valutatori si fondano sulle euristiche invece che sulle tecniche di valutazione considerate più solide. La motivazione principale che spinge un valutatore a orientarsi in tale direzione, risiede principalmente nella semplicità della loro applicazione. In tale contesto, si considerano euristiche alcuni multipli di mercato ed alcuni indici finanziari di bilancio. Dal momento che le variabili da considerare sono esigue, i loro valori facilmente reperibili ed il processo non è eccessivamente complicato, questi strumenti risultano molto attraenti. Dunque, proprio l'attrattività applicativa (ovvero l'intuitività del processo) costituisce la base **dell'euristica dell'affetto**.

Gli analisti, nella prassi valutativa, utilizzano le euristiche dei multipli di mercato ed il metodo DCF, diffusamente ed universalmente reputato come tra i

⁶⁵ Nel report di marzo/aprile 2002 pubblicato dal Financial Executives International (organizzazione internazionale di manager finanziari), compare un articolo in cui viene data evidenza di come molti manager spesso non facciano riferimento al tradizionale approccio DCF, ma si affidino ad euristiche che non contemplano tale metodo.

migliori per individuare il valore d'impresa. Lo scopo della valutazione condotta dagli analisti si conclude con la determinazione del *target price*, ossia del prezzo obiettivo di un'azione su un orizzonte temporale tipicamente di un anno⁶⁶. In questo modo viene implicitamente accettata la condizione per cui il valore d'azienda determinato con i multipli e quello determinato con il DCF, assumono pari importanza. Questa regola empirica, conosciuta anche come *rule of thumb*, attribuisce la stessa importanza ad ogni metodo. Tuttavia, tale assunzione risulta essere discutibile, dal momento che il DCF gode di ampio riconoscimento scientifico ed il metodo dei multipli invece viene considerato dalla dottrina nemmeno alla stregua di un metodo valutativo, quanto piuttosto una rapida procedura da affiancare come integrazione informativa a metodi più elaborati. Per tale motivo, questa regola semplificativa rappresenta un'**euristica**.

Gli analisti finanziari sono tendenzialmente **ottimisti**⁶⁷, o quantomeno le stime che effettuano tendono ad essere tali. La ragione principale è da ricondurre alla presenza di conflitti di agenzia, dal momento che gli analisti si trovano spesso in una posizione di conflitto di interessi che può rendere le loro valutazioni non obiettive. Infatti, le imprese oggetto di valutazione sono clienti delle società presso cui sono impiegati gli analisti. Come si può facilmente intuire, i manager aziendali preferiscono che gli analisti pubblichino report positivi piuttosto che negativi sull'andamento delle loro imprese. Ne consegue che gli analisti stessi sono incentivati ad emettere una valutazione benevola, spingendosi a diffondere previsioni eccessivamente ottimistiche. Il perseguimento di un determinato valore, può tra le altre cose generare un **bias di conferma**, dal momento che il valutatore per rispettare la previsione ottimistica a cui vuole giungere, deve impiegare del tempo per giustificare il motivo per cui la sua stima e le sue opinioni sono corrette.

L'eccessivo ottimismo rappresenta un bias a cui gli analisti sono frequentemente soggetti, che può portare alla determinazione di un valore d'azienda sovrastimato. Il

⁶⁶ Solitamente, in un report finanziario redatto da un'analista finanziario esterno all'entità oggetto di valutazione, il valore d'azienda viene calcolato come la media dei valori d'azienda ottenuti mediante l'utilizzo di più metodi valutativi. Dopo aver calcolato il valore d'azienda medio, si procede a dividere il risultato ottenuto per il numero di azioni ordinarie in circolazione, in modo da ottenere il *target price*.

⁶⁷ S. Galantia, A. G. Vaubourgb, *Optimism bias in financial analysts' earnings forecasts: Do commissions sharing agreements reduce conflicts of interest?*, Economic Modelling 67, pagg. 325-326, 2017.

conflitto di interessi potrebbe poi indurre gli analisti a considerare le euristiche di valutazione come strumenti in grado di fornire loro le cifre che intendono inserire nei report⁶⁸. In concreto, il bias dell'eccessivo ottimismo si traduce nella scelta di attribuire valori futuri favorevoli a determinate variabili chiave. Nell'ambito d'applicazione del modello DCF, ad esempio, il valutatore potrebbe essere indotto ad effettuare previsioni particolarmente positive sui ricavi, ottenendo in tal modo dei flussi di cassa futuri attesi (FCFO) sovrastimati, che produrrebbero un valore d'azienda più superiore rispetto a quello effettivo. Inoltre, i FCFO possono essere determinati con metodi diversi da quelli proposti dai manuali: non esiste un procedimento univoco che un valutatore è obbligato a seguire. Da qui, l'omissione o la non considerazione nel computo dei flussi di alcune componenti genererebbe una serie diversa di valori, che può cambiare a seconda del soggetto che ne effettua la stima. Inoltre, l'utilizzo di FCFO piuttosto che di FCFE all'interno del DCF, dovrebbe condurre sempre allo stesso risultato, tuttavia non sempre si verifica tale affermazione dal momento che le variabili considerate variano, come si è visto nel secondo capitolo dell'elaborato. In particolare, se si utilizza il DCF con FCFE, si deve prestare attenzione alla modalità di calcolo dei flussi, dal momento che sussistono due principali metodi per calcolarli, ce dovrebbero produrre lo stesso risultato: il metodo delle fonti ed il metodo degli impieghi. Nel primo, la determinazione dei flussi disponibili avviene con la sottrazione del nuovo debito a breve termine, del CCNO e delle attività fisse dai FCFO. Il secondo, determina i flussi disponibili sommando interessi passivi, dividendi e riacquisti di azioni, meno nuovo debito e nuove azioni.

L'*overconfidence*, ossia l'eccessiva sicurezza nei propri mezzi e nelle proprie abilità, rappresenta un atteggiamento incauto a cui spesso tendono sia i manager che gli analisti, che può incidere fortemente sulla precisione e sull'obiettività delle scelte e del risultato finale. All'interno del modello DCF, l'eccessiva sicurezza nei propri mezzi e nelle proprie abilità, si può tradurre in un errore nella stima del Beta (β) di mercato, ossia del coefficiente rappresentativo della sensibilità del titolo dell'impresa oggetto di valutazione alle variazioni del mercato. Il β è una componente importante

⁶⁸ H. Shefrin, *Finanza aziendale comportamentale: Decisioni per creare valore.*, a cura di E. M. Cervellati, pag. 43, Apogeo, 2007.

del modello DCF nella variante *unlevered*, in quanto condiziona il valore del costo medio ponderato del capitale (WACC).

Un β sottostimato, infatti, produrrà un costo del capitale proprio K_e più basso e di conseguenza anche un WACC più basso. All'interno della formula del DCF *unlevered*, il costo medio ponderato del capitale si trova a denominatore sommato a uno, mentre al numeratore compaiono i flussi di cassa futuri. Il valore d'azienda risulterà, dunque, sovrastimato. Viceversa, qualora per effetto dell'*overconfidence* si elaborasse un β sovrastimato, si otterrebbe un valore d'azienda sottostimato.

Un altro fenomeno psicologico cui sono spesso soggetti i valutatori, tra cui gli analisti, è l'**ancoraggio**. Di fatto, esso si manifesta già prima della valutazione aziendale: il valutatore si prefigge una situazione di base dalla quale partire ed elaborare la valutazione adottando degli aggiustamenti in itinere per ottenere, alla fine, un risultato che non diverge dalla situazione di partenza.

Tale euristica risulta facilmente applicabile anche agli analisti, i quali fondano le proprie considerazioni su valori a loro noti in precedenza. Successivamente, questi valori vengono elaborati e l'output viene aggiustato in modo da non farlo discostare dal valore che si vuole raggiungere.

L'ancoraggio può emergere in sede di determinazione del tasso di crescita oltre il periodo di valutazione esplicita, g . Il tasso g è fondamentale per la determinazione di un corretto *Terminal Value*, componente fondamentale del modello DCF. Uno studio⁶⁹ condotto dai ricercatori dell'Università di Bergamo, infatti, dimostra che su 800 report finanziari analizzati, circa il 10% presentava un valore di Terminal Value incoerente con il modello DCF, dovuto anche alla non corretta determinazione di questo tasso.

Uno degli errori più diffusi, infatti, è quello di non verificarne correttamente la sostenibilità nel lungo periodo: l'impresa, assumendo che operi in ipotesi *steady state* oltre il periodo di valutazione esplicito, crescerà ad un tasso che non eccederà quello della crescita economica generale. Il tasso g deve inoltre essere compatibile con la sostenibilità dell'investimento aggiuntivo che sostiene la crescita. Tali considerazioni sono molto importanti: se non fossero rispettate si avrebbe la situazione paradossale secondo cui nel lungo periodo l'impresa considerata potrebbe raggiungere ricavi

⁶⁹ A. Scarano, G. Di Napoli, *Calcolo del Terminal Value e rispetto delle condizioni di coerenza*, Rivista Aiaf n. 66, Aprile 2008.

maggiori del PIL nazionale. In alcuni report finanziari, queste condizioni vengono superate in modo semplicistico scegliendo come tasso di crescita lo stesso tasso di crescita futura stimata dell'economia generale del paese o dell'area di riferimento in cui l'impresa opera. In questo modo, si otterrebbero valori d'impresa distorti e decontestualizzati, legati alla sola crescita dell'economia generale, senza aver minimamente preso in considerazione il tasso di reinvestimento degli utili ed il tasso di rendimento del capitale proprio dell'impresa. Il valutatore, in questo caso, dovrebbe infatti calcolare il tasso g come il prodotto di queste ultime due variabili, considerando non tanto il tasso di crescita previsto per l'economia generale, quanto quello specifico del settore d'appartenenza dell'impresa. Infine, se l'impresa ottiene parte dei suoi profitti all'estero, si dovrebbe ponderare la sua crescita prendendo in considerazione le stime di crescita del suo settore nei paesi in cui opera.

Conclusioni

Si è potuto constatare che la valutazione d'azienda è un procedimento strutturato e articolato, che presuppone conoscenze economiche diversificate. In particolare, il risultato ottenuto mediante l'utilizzo del metodo DCF, rappresenta il frutto di una ricerca organizzata e di una profonda rielaborazione dei dati e delle informazioni raccolte.

Questo strumento consente al management ed a tutti gli stakeholder di comprendere se l'attività dell'impresa sia diretta alla produzione di nuovo valore oppure se le azioni intraprese lo abbiano dissipato. L'attività informativa e la trasparenza sono caratteristiche che si sono dimostrate essere essenziali per la stabilità delle società quotate. Il processo informativo deve interessare sia gli azionisti di minoranza, che investono nel capitale dell'impresa con obiettivi non durevoli e di natura solo finanziaria, sia gli azionisti di controllo, che hanno interesse a mantenere il controllo della società e di evitare, da un lato, l'instabilità dovuta a una sovrastima del prezzo azionario, e dall'altro lato, di evitare tentativi ostili di scalata per una sottostima del prezzo. La periodica stima del valore del capitale economico rappresenta un valido strumento da affiancare ai risultati di bilancio. Per quanto riguarda l'analisi condotta su IMA, il valore a cui si è giunti sembra affermare che l'impresa abbia intrapreso negli anni delle politiche strategiche e finanziarie in grado di creare e mantenere valore.

Reputo che tale valore, leggermente superiore alle previsioni ottenute dagli analisti finanziari, sia veritiero ed affidabile. Ho cercato di seguire quanto elaborato dagli studiosi della materia, prendendo come punto di riferimento gli output ottenuti dagli analisti. Tuttavia, in alcune situazioni ho ritenuto opportuno discostarmi sia dalla

dottrina che dalla prassi, non senza fornire una giustificazione alle deviazioni intraprese. Facendo della sana autocritica, ci sono tutti i presupposti che mi espongono al rischio di essermi cacciato in qualche *trappola comportamentale*. Nel momento in cui mi sono dimostrato troppo sicuro delle mie convinzioni, mi sono inevitabilmente esposto ad *overconfidence*. In particolare, questo si è verificato quando ho stimato il tasso di crescita oltre il periodo esplicito di valutazione, g . In questo caso, ho commesso due scelte, non previste dalla dottrina, né dalla prassi. Solitamente, gli analisti fanno corrispondere a tale tasso, il tasso di crescita previsto nel breve termine dell'economia generale del Paese in cui l'impresa è ubicata o quotata. La dottrina, in tal senso, non si espone troppo, limitandosi a presentare gli elementi che conducono alla corretta determinazione di g , ovvero il ROE medio atteso dell'impresa ed il *plowback ratio*.

La determinazione del primo elemento è stata abbastanza laboriosa. Difatti, ho ritenuto opportuno considerare la natura fortemente internazionale di IMA, dal momento che quasi il 90% del fatturato è rappresentato dall'export. A mio avviso, sarebbe dunque incoerente determinare g sulla base delle sole stime di crescita dell'Italia. Per questo motivo, ho proceduto a condizionare il valore di g immettendo un ROE che tenesse in considerazione le prospettive di crescita del settore *Machinery* nelle aree geografiche in cui IMA è presente. Così facendo, ho ottenuto un tasso g leggermente superiore. Di conseguenza, è stato determinato un Terminal Value maggiore a quello riportato nei report finanziari presi a riferimento, che ha contribuito a raggiungere un valore d'azienda finale più elevato.

In sede di raccolta ed elaborazione dei dati, ho in parte fatto affidamento sulle euristiche della disponibilità e della rappresentatività. Per esempio, nella stima dei flussi di cassa operativi, ho stimato i tassi di crescita futura dei ricavi per i tre diversi scenari ipotizzati con il preconcetto che IMA S.p.A. è stata ed è tuttora una realtà efficiente. Dunque, ho ritenuto molto improbabile un suo crollo rovinoso nei prossimi sei anni. Per via di questa supposizione, ho ritenuto di non immettere tassi di crescita troppo negativi nemmeno nello scenario più pessimistico.

Assieme allo scenario pessimistico sono stati elaborati altri due scenari, ponderati per la loro probabilità di verificarsi: uno scenario ottimistico ed uno neutrale. Ho attribuito

una maggiore probabilità di realizzazione allo scenario neutrale, in quanto i dati inerenti alla crescita media attesa delle imprese del settore sono stati rinvenuti nei report di analisi finanziaria dei competitors ed in quelli di IMA S.p.A.. I livelli di crescita in tale scenario sono per lo più costanti. In questo caso, l'affidamento all'euristica della disponibilità è evidente.

Lo scenario ottimistico gode anch'esso di una buona probabilità di realizzazione, in quanto l'andamento di IMA S.p.A. rispetto al settore di appartenenza è da alcuni anni sovraperformante e l'obiettivo di fatturato a breve termine fissato in due miliardi di euro, non sembra rappresentare una chimera. Lo scenario pessimistico rappresenta dunque un valore residuale, la cui bassa probabilità di verificarsi è sostanzialmente riconducibile al fatto che il settore in cui IMA opera è da anni in crescita e presenta elevati margini di produttività.

Molte delle volte in cui ho effettuato delle stime basandomi su medie storiche, ho fatto affidamento sia sulla rappresentatività – dal momento che la mia mente tende ad identificare il valore medio di una serie di elementi come un valore di sintesi, in grado di esprimere, spesso non correttamente, l'andamento futuro di una determinata variabile – sia sulla disponibilità, in quanto il calcolo di una media rappresenta per i soggetti un mezzo attraverso il quale reperire in modo semplice ed immediato dati ed informazioni sul potenziale andamento futuro di un evento o di una variabile.

Ho cercato di condurre un'analisi il più possibile imparziale e obiettiva, utilizzando le tecniche proposte dai manuali di finanza aziendale e cercando progressive conferme dei miei risultati tramite il confronto con quanto esposto dai report finanziari redatti dagli esperti. Verificando costantemente questi documenti, in cui non compaiono le procedure valutative utilizzate né le fonti informative, mi sono in un certo esposto ad un bias di conferma. Infatti, per comprendere se la strada che stavo percorrendo fosse quella giusta, avevo bisogno di confrontarmi con gli output prodotti da un personale esperto nella disciplina, cercando dunque la conferma che il lavoro che stavo svolgendo fosse corretto. A questo punto, diventa inevitabile citare l'euristica dell'ancoraggio, dal momento che ho spesso considerato i valori presenti nei report come valori di riferimento, a cui pervenire attraverso una corretta applicazione della teoria.

Bibliografia

Associazione Italiana per l'Analisi Finanziaria (AIAF), *Quaderno AIAF n. 107*, supplemento alla rivista AIAF n. 41, dicembre 2001-gennaio 2002.

Avi, M.S., (2012), *Management Accounting. Volume I. Financial Analysis*, Eif e-book, Venezia.

Balducci D., (1998), *La valutazione dell'azienda*, FAG, Milano.

Basso A., Pianca P., (2016), *Introduzione alla matematica finanziaria*, CEDAM, Padova.

Bonizzoni M., (2017), *Q&A Report on IMA. 08/11/2017*, Kepler Cheuvreux, Milano.

Borsa Italiana S.p.A., (2014), *Guida alla Valutazione*, Borsa Italiana S.p.A., Milano.

Buongiorno M., (2012), *La valutazione d'azienda nella pratica professionale*, Euroconference, Verona.

Cattaneo M., (1998), *Principi di valutazione del capitale d'impresa*, Il Mulino, Bologna.

Dalocchio M., Salvi A., (2011), *Finanza aziendale*, EGEA, Milano.

Damodaran A., (2002), *Valutazione delle aziende*, Apogeo, Milano.

Damodaran A., (2018), *Country Risk: Determinants, Measures and Implications - The 2018 Edition*, New York University - Stern School of Business, New York.

Ferraro O., (2008), *La valutazione d'azienda nelle operazioni di M&A. Un'analisi delle principali scelte valutative*, Quaderno Monografica RIREA, Roma.

Fusa E., Guatri G., (1999) *La valutazione del capitale economico dell'impresa. Metodi tradizionali, innovativi ed empirici. Casi pratici*, Il Sole 24 Ore, Milano.

Ghilotti D., (2017), *FY18 Guidance underpins our expectations on IMA. FY 17 Results. April 2018*, EQUITA S.I.M. S.p.A., Milano.

Gonnella E., (2008), *Logiche e metodologie di valutazione d'azienda – Valutazioni stand alone*, Pisa University Press, Pisa.

Guatri L., (1998), *Trattato sulla valutazione delle aziende*, Egea, Milano.

Guatri L., Bini M. (2005). *Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende*, Università Bocconi, Milano.

Guatri L., Bini M., (2002), *Principi e linee guida professionali*, Università Bocconi Editore, Milano.

I. Romagnoli (1998), *La valutazione del capitale economico dei gruppi di imprese*, Giappichelli Editore, Torino.

Martin J. D., Petty J. W., (2000), *Value based management: the corporate response to the shareholder revolution*, Harvard Business School Press, Boston.

Massari M., Zanetti L., (2004), *Valutazione finanziaria*, McGraw-Hill, Milano.

Musaio A., (2009), *Il capitale d'impresa. Configurazione e valutazione*, in Montrone A., Musaio A., (2010), *Capitale e operazioni straordinarie*, McGraw-Hill, Milano.

- Panteghini P.M., (2005), *La tassazione delle società*, Il Mulino, Bologna.
- Russo P., (2000), *Le determinanti del valore dell'impresa*, Egea, Milano.
- Shefrin H., (2007), *Finanza aziendale comportamentale: Decisioni per creare valore.*, a cura di E. M. Cervellati, Apogeo, Milano.
- Sodini M., (2015), *Il valore di un'azienda in base ai multipli*, Fondazione Nazionale dei Commercialisti, Roma.
- Sostero U., Cerbioni F., Saccon C., (2016), *Bilancio consolidato: disciplina nazionale e IFRS*, McGraw-Hill Education, Milano.
- Spranzi A., (1993), *Calcolo dei costi e decisioni aziendali*, ETASLIBRI, Milano.
- Tagliavini G., Regalli M., Soana M.G., (2018), *Analisi finanziaria*, McGraw-Hill Education, Milano.
- Tolleryd J., Frykman D., (2005), *Valutare l'impresa*, Pearson, Londra.
- Università Ca' Foscari Venezia Dipartimento di Management, (2016), *Politiche finanziarie e Strategie di investimento*, McGraw-Hill Education, Milano.
- Viotto A., (2016), *La tassazione del reddito delle società di capitali*, Giappichelli Editore, Torino.

Sitografia

4Industry.tv, *Dentro le aziende - Alberto Vacchi parla di IMA DIGITAL*, 24/06/2016

<https://www.youtube.com/watch?v=7ZpRwQPPbQA> [ultimo accesso: 3 Febbraio 2019]

A. Damodaran, *Ratings, Interest Coverage Ratios and Default Spread*, January 2018

<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/> [ultimo accesso: 3 Febbraio 2019]

Affaritaliani, *Alberto Vacchi, AD Gruppo IMA: l'M&A Award e la politica di*

acquisizioni IMA, 11/04/2018 (https://www.youtube.com/watch?v=U_5Je3fL0Kc) [ultimo accesso: 3 Febbraio 2019]

American Institute of CPAs, *International glossary of business Valuation terms*,

<https://www.aicpa.org> [ultimo accesso: 3 Febbraio 2019]

Borsa Italiana, *IMA*,

<https://www.borsaitaliana.it/borsa/azioni/scheda/IT0001049623.html?lang=it> [ultimo accesso: 3 Febbraio 2019]

Borsa Italiana, *Studi e Ricerche IMA*,

<https://www.borsaitaliana.it/borsa/azioni/elenco-completo-studi-societari.html?isin=IT0001049623&lang=it> [ultimo accesso: 3 Febbraio 2019]

Il Sole 24 Ore, *La crisi ha aggiustato un po' l'economia italiana. Ma attenti, si può anche fare peggio*, M. Sgroi, Econopoly, 08/11/2018,

<https://www.econopoly.ilsole24ore.com/2018/11/08/italia-produttivita/> [ultimo accesso: 3 Febbraio 2019]

IMA Group S.p.A., <https://ima.it/it/> [ultimo accesso: 3 Febbraio 2019]

International Accounting Standards Board, *International Financial Reporting Standards* (IFRS), <https://www.ifrs.org/issued-standards/list-of-standards/> [ultimo accesso: 3 Febbraio 2019]

Banche dati

Bloomberg

<https://www.bloomberg.com/europe>

AIDA – Analisi Informatizzata Delle Aziende <https://aida.bvdinfo.com/version-2019115/Login.serv?Code=InvalidIpAddress&LoginParamsCleared=True&LoginResult=nc&product=aidaneo&RequestPath=home.serv%3fproduct%3daidaNeo>

Business Source Ultimate

<https://search.ebscohost.com/login.aspx?authtype=ip,uid&custid=s6830548&groupid=main&profile=ehost&defaultdb=bsu>

Ringraziamenti

Ringrazio il Prof. Cervellati, per la sua grande disponibilità e cordialità. La sua preparazione e la sua passione per la finanza comportamentale, hanno contagiato anche me!

Ringrazio tutta la mia famiglia, in particolare miei genitori, per l'amore che non mi fanno mai mancare e per i sacrifici che hanno fatto per farmi giungere sino a qui. Anche se non amo dimostrare affetto e gratitudine con i gesti, sappiate comunque che vi voglio un mondo di bene!

Un grazie a Jasmine, che da un anno mi sopporta (o forse è il contrario) e che mi ha aiutato e spronato nello svolgimento di questo elaborato. Nonostante la distanza che ci separa, il mio amore per te non è mai venuto meno, anzi. Ti amo.

Un grazie enorme ai miei amici, quelli di sempre, da vent'anni a questa parte. Con voi ho condiviso tutto e condividerò anche il resto che verrà.

Un grazie alla Russia, un Paese che mi ha cambiato la vita e che ricordo ancora una nostalgia fortissima.

