



Università
Ca' Foscari
Venezia

Corso di Laurea Magistrale
in Economia e Finanza

Tesi di Laurea Magistrale

M&A and valuation: il caso Technogym S.p.A.

Relatore

Ch. Prof. Martina Nardon

Correlatore

Ch. Prof. Nome Cognome

Laureando

Gianmarco Marchetti

Matricola 888336

Anno Accademico

2021 / 2022

INDICE

INTRODUZIONE.....	5
Capitolo 1 Il processo di M&A.....	7
1.1 Introduzione al processo di M&A.....	7
1.2 Tipologie d'asta.....	7
1.3 Fasi di preparazione alla trasformazione societaria.....	9
1.3.1 Identificazione degli obiettivi del venditore.....	9
1.3.2 Due diligence e valutazione preliminare della società.....	10
1.3.3 Selezione dell'universo degli acquirenti.....	10
1.3.4 Preparazione della campagna di marketing.....	11
1.3.5 Preparazione dell'accordo di riservatezza.....	14
1.4 Primo round.....	15
1.4.1 Distribuzione del CIM e della documentazione per la procedura di offerta iniziale....	15
1.4.2 Presentazione del management.....	15
1.4.3 Costruzione della data room.....	16
1.4.4 Preparazione del pacchetto di finanziamento di base.....	16
1.4.5 Ricezione delle offerte iniziali e selezione degli acquirenti.....	17
1.4.6 Metodologie di valutazione.....	18
1.5 Secondo round.....	18
1.5.1 Evento di presentazione del management.....	19
1.5.2 Vista all'azienda.....	19
1.5.3 Accesso alla data room.....	20
1.5.4 Distribuzione della documentazione per l'offerta finale e della bozza di accordo definitivo.....	21
1.5.5 Offerta finale.....	22
1.6 Valutazione dell'offerta finale.....	22
1.6.1 Negoziazioni con gli acquirenti selezionati.....	22
1.6.2 Selezione del vincitore.....	23
1.6.3 Approvazione ed esecuzione dell'accordo definitivo.....	23
1.7 Closing.....	23
1.8 Il processo di M&A mediante vendita diretta.....	25

Capitolo 2 La Precedent Transaction Analysis.....	29
2.1 Introduzione alla precedent transaction analysis.....	29
2.2 Prima fase: acquisizioni comparabili.....	32
2.2.1 Selezione delle acquisizioni comparabili.....	32
2.2.2 Altre considerazioni.....	33
2.2.3 Condizioni di mercato.....	33
2.2.4 Deal dynamics.....	34
2.3 Seconda fase: informazioni e profili finanziari delle operazioni.....	36
2.4 Terza fase: Statistiche finanziarie, indici e multipli delle operazioni.....	38
2.4.1 Tasso di cambio fisso.....	40
2.4.2 Tasso di cambio variabile.....	42
2.4.3 Cash and stock transaction.....	43
2.5 Quarta fase: confronto con le altre acquisizioni comparabili.....	46
2.6 Quinta fase: determinazione della valutazione.....	46
2.7 Alcune osservazioni.....	47
Capitolo 3 La Comparable Companies Analysis.....	49
3.1 Introduzione alla comparable companies analysis.....	49
3.2 Prima fase: aziende comparabili.....	50
3.2.1 Profili di business.....	51
3.2.2 Profili finanziari.....	52
3.3 Seconda fase: ricerca delle necessarie informazioni finanziarie.....	53
3.4 Terza fase: statistiche finanziarie, multipli ed indici di bilancio delle aziende comparabili.....	57
3.4.1 La dimensione.....	57
3.4.2 La profittabilità.....	63
3.4.3 La crescita.....	64
3.4.4 Il ritorno sull'investimento.....	65
3.4.5 Il profilo di credito.....	66
3.5 Quarta fase: confronto con le aziende comparabili.....	68
3.6 Quinta fase: determinazione della valutazione.....	69
3.7 Alcune osservazioni.....	71

Capitolo 4 La Discounted Cash Flows Analysis	73
4.1 Introduzione alla discounted cash flows analysis.....	73
4.2 Prima fase: studio dell'azienda interessata e dei drivers principali di performance.....	74
4.3 Seconda fase: i cash flows prospettici.....	75
4.3.1 Performance storiche.....	76
4.3.2 Lunghezza della proiezione.....	77
4.3.3 Scenari alternativi.....	77
4.3.4 Proiezione del fatturato.....	78
4.3.5 Proiezione dei costi principali.....	78
4.3.6 Proiezione dell'EBITDA e dell'EBIT.....	79
4.3.7 Proiezione del carico fiscale.....	79
4.3.8 Proiezione dell'ammortamento e del deprezzamento.....	79
4.3.9 Proiezione del CAPEX.....	80
4.3.10 Proiezione del capitale circolante netto.....	80
4.3.11 Proiezione dei flussi di cassa futuri.....	81
4.4 Terza fase: calcolo del WACC.....	82
4.4.1 Determinazione della struttura del capitale.....	83
4.4.2 Stima del costo del debito.....	84
4.4.3 Stima del costo dell'equity.....	85
4.4.4 Calcolo del WACC.....	88
4.5 Quarta fase: determinazione del valore finale.....	89
4.5.1 Metodo del multiplo d'uscita.....	89
4.5.2 Metodo della crescita perpetua.....	90
4.6 Quinta fase: calcolo del valore attuale e determinazione della valutazione.....	91
4.6.1 Determinazione della valutazione.....	92
4.7 Alcune osservazioni.....	93
Capitolo 5 La valutazione di Technogym S.p.A.	95
5.1 Introduzione al brand Technogym.....	95
5.2 Il wellness.....	96
5.3 La strategia.....	97
5.4 Contesto dell'ultimo esercizio.....	97
5.5 Split dei risultati del 2021.....	99
5.6 Bilancio del 2021.....	101
5.7 Evoluzione prevedibile della gestione.....	104
5.8 Introduzione alla valutazione aziendale.....	106
5.9 Studio dell'azienda.....	106
5.10 Determinazione del valore d'impresa.....	107
CONCLUSIONI	119

INTRODUZIONE

In questa tesi sarà trattato il tema dell'*Investment Banking* e sulle varie metodologie di valutazione aziendale. Essendo un tema complesso e vasto si cercherà di fornirne una panoramica generale, approfondendo soprattutto le principali metodologie valutative. Infine, si applicherà concretamente una metodologia valutativa esposta ad un'azienda italiana quotata alla Borsa di Milano¹: Technogym S.p.a., al fine di ottenere una valutazione dell'azienda.

La tesi sarà strutturata su più capitoli, nel primo di essi si approfondiranno le fasi caratterizzanti il processo di vendita di un'azienda attraverso: un'asta generale, un'asta specifica ed una vendita diretta con una singola controparte.

Nei capitoli successivi si approfondiranno le principali metodologie di valutazione aziendale mettendone in luce per ciascuna: i punti di forza, di debolezza e le relative fasi analitiche di applicazione.

Infine, si applicherà concretamente la metodologia valutativa *discounted cash flows (DCF)*, approfondita nel corso della tesi, all'azienda Technogym S.p.A.² quale caso studio.

La vendita di un'azienda, di una divisione o di un insieme di *asset* è un evento cardine per la proprietà di un'azienda, il *management*, i dipendenti e tutti gli *stakeholder* che a vario titolo vi collaborano. Questo poiché è un evento che si protrae per un tempo abbastanza lungo da essere percepito come molto intenso; ed al contempo, molto breve per la mole di adempimenti necessari alla buona riuscita. In ragione di quanto detto, l'azienda oggetto di acquisizione solitamente si affida ad una banca di investimento ed al suo *team* di esperti, questo per assicurare che tutti gli obiettivi chiave siano raggiunti e che l'esito finale dell'operazione sia quello prefissato.

Di pari passo, solitamente anche l'azienda acquirente si affida ad una banca d'affari, al fine di stilare un'analisi finanziaria e verificare le varie opzioni di uscita praticabili al momento del disinvestimento.

Le opzioni di disinvestimento attuate sono generalmente le seguenti: vendita di tutto o di una parte del *business*, ricapitalizzazione oppure quotazione in Borsa.

La banca d'affari incaricata dall'azienda oggetto di acquisizione si occuperà altresì di far ottenere a quest'ultima la massimizzazione del valore durante il processo di vendita mediante: la velocità di esecuzione, la garanzia della transazione ed altre considerazioni specifiche per l'operazione in questione.

Il valore aggiunto legato alla banca d'affari consiste anche nella capacità di identificare le priorità del cliente in questione, costruendo, a partire da esse, un processo di vendita su misura.

¹ www.borsaitaliana.it

² www.technogym.com

A titolo di esempio, se l'azienda oggetto di vendita è relativamente indifferente alla riservatezza dei dati aziendali, al *timing* e ad una possibile esposizione dell'impresa al pubblico, la banca d'affari potrebbe proporre un'asta generale volta alla massimizzazione delle parti coinvolte. Il processo di vendita mediante asta generale è relativamente neutro per gli acquirenti che vi partecipano ed al contempo, instaurando dei meccanismi competitivi, è volto alla massimizzazione del valore di vendita.

Al contrario, se gli elementi precedentemente citati sono delle priorità, un'asta riservata che vede la partecipazione solo di alcune controparti selezionate, oppure una vendita diretta, con un'unica controparte, risultano più appropriate.

Generalmente un'asta richiede più organizzazione, più attività di *marketing* e più risorse di una vendita diretta con un'unica controparte.

Da un punto di vista analitico, per la banca d'affari incaricata il processo di vendita richiede una serie di valutazioni molto approfondite. Quest'ultime sono solitamente eseguite con una, oppure una combinazione, delle varie metodologie valutative di cui si tratterà nel proseguo di questa tesi ossia: *Comparable company analysis*, *Precedent transaction analysis* e *Discounted cash flows analysis*.

È bene sottolineare infine come le seguenti metodologie valutative siano impiegate altresì con le finalità di: fornire una base alle aspettative di realizzo del venditore, definire un *range* di prezzo in cui posizionare le offerte ottenute ed infine disporre di dati oggettivi su cui condurre le trattative finali.

CAPITOLO 1

IL PROCESSO DI M&A

1.1 Introduzione al processo di M&A

L'attività di *Merge and Acquisition* (M&A) comprende le operazioni di acquisizioni e/o fusioni il cui scopo è di modificare l'assetto di due o più aziende.³ Tali operazioni di fusione e acquisizione possono essere concepite come azioni di consolidamento di due o più società separate, siano esse pubbliche o private.

L'attività di M&A ha quindi lo scopo di aumentare il valore di un'azienda grazie alla diversificazione dei propri business in nuovi mercati, grazie all'ampliamento della quota di mercato, mediante l'espansione geografica e via dicendo.

Una fusione è un accordo che unisce due società separate in una nuova entità, l'obiettivo di tale operazione è creare un'azienda unica e più solida.

Un'acquisizione invece è il passaggio di proprietà di un'azienda o di parti di essa, sotto il controllo di un'altra entità mediante l'acquisto di azioni o l'acquisto di asset, dell'azienda acquisita.

Nell'ambito di un'acquisizione, la società acquisita viene incorporata e non opera più come entità indipendente, tuttavia, quest'ultima potrebbe avere ancora i diritti di utilizzare il rispettivo nome ed i rispettivi marchi.

Sebbene i termini "Merge" ed "Acquisition" siano spesso usati in modo indifferenziato, queste operazioni presentano evidentemente delle differenze.

La differenza principale riguarda l'equilibrio di potere che si viene a creare nella nuova entità, infatti, in una fusione le società originarie diventano partner nella nuova organizzazione; al contrario, mediante un'acquisizione, vi è sempre una società che cede il controllo ad un'altra.

1.2 Tipologie d'asta

Un'asta è un processo di compravendita mediante la quale un'azienda è proposta in acquisto a molteplici offerenti, il processo si conclude con la cessione dell'azienda al miglior offerente.

³ Chisholm, A. (2002), *An introduction to Capital Markets: Products, Strategies, Participants*, John Wiley & Sons, West Sussex UK.

È bene sottolineare come vi siano molteplici varianti, legate tanto alle modalità di acquisto quanto all'acquisto dell'azienda in sé oppure a parti di essa.

Il processo di M&A condotto mediante asta porta alla creazione di un ambiente competitivo in cui è più agevole la massimizzazione del valore di vendita.

La competizione che si viene a creare tra i potenziali acquirenti li incoraggia ad effettuare le loro migliori offerte, sia in termini di prezzo che di condizioni di acquisto, ed aiuta al contempo l'efficienza e la velocità del processo.

È bene sottolineare che condurre un processo di M&A mediante asta ha anche dei possibili risvolti negativi quali: la potenziale dispersione di informazioni aziendali sensibili, il possibile impatto negativo sul morale dei dipendenti dell'azienda oggetto di acquisizione, i possibili meccanismi collusivi tra acquirenti, la ridotta capacità di negoziazione dei termini e delle condizioni nel momento in cui il vincitore è scelto ed infine i possibili risvolti negativi legati ad un'asta fallita.

Inoltre, un'asta di successo richiede una grande organizzazione a monte legata a: grandi risorse economiche dedicate, necessaria esperienza e necessarie competenze.

Solitamente all'interno della banca d'affari viene formato un team, denominato *deal team* e volto a seguire esclusivamente il processo di vendita dell'azienda in questione.

Il team incaricato si occuperà inizialmente di: strutturare la campagna di marketing da presentare ai potenziali acquirenti, fornire assistenza e supporto al *management* dell'azienda oggetto di vendita, selezionare un appropriato gruppo di potenziali acquirenti.⁴

Un'asta richiede generalmente un grande impegno anche da parte del management dell'azienda in questione in quanto si occuperà di: aiutare a produrre il materiale di marketing inerente la società, facilitare i potenziali acquirenti nelle operazioni di due diligence, fornire le informazioni richieste e così via.

Solitamente, nelle fasi conclusive di un'asta i componenti più esperti del team vanno a negoziare direttamente con i potenziali acquirenti con l'obiettivo di massimizzare il prezzo di acquisto al quale sono disposti ad acquistare.

Come è comprensibile le aziende oggetto di vendita selezionano le banche di investimento con cui collaborare anche in relazione alle loro capacità di negoziazione, alla loro conoscenza specifica del settore ed il loro *networking*.

Come accennato nell'introduzione di questa tesi vi sono due principali tipi di aste: le aste generiche e le aste riservate.

Le aste generiche implicano il fatto di vedere la partecipazione di dozzine di potenziali acquirenti, tra di essi vi sono sia acquirenti strategici, tra cui potenziali *competitor*, sia *financial sponsor* quali ad esempio società di *private equity*.

⁴ Evans, F.C. & David, M.B., (2001), *Valuation for M&A: Building Value in Private Companies*, John Wiley & Sons, New York.

Essendo composte dal maggior numero possibile di partecipanti, le aste generiche hanno come obiettivo la massimizzazione dei meccanismi competitivi, con la finalità ultima di massimizzare altresì le probabilità di ottenere la miglior offerta possibile.

In ragione del numero di partecipanti, un'asta generica solitamente richiede una maggior organizzazione ed una maggiore attività di marketing nelle fasi iniziali del processo rispetto ad un'asta riservata. Risulta altresì più complesso in aste generiche mantenere la riservatezza in merito ai dati aziendali sensibili quali ad esempio: i nomi dei clienti, i nomi dei fornitori, i margini di profitto e via dicendo. Tutto questo come accennato, può esporre a potenziali rischi il business, indebolendo l'azienda.

Contrariamente, in un'asta riservata ci si focalizza su un numero ristretto di potenziali acquirenti, accuratamente selezionati sulla base di criteri quali ad esempio: l'insieme degli acquirenti strategici, la manifestazione di interesse per l'azienda in questione e la forza finanziaria di sostenere l'acquisto.

Chiaramente mediante un'asta riservata è più agevole mantenere la riservatezza in merito ai dati aziendali sensibili, evitando così di esporre l'azienda a potenziali rischi. Al contempo vi è però il rischio di non riuscire a massimizzare l'importo finale d'acquisto, dovuto all'esclusione di potenziali acquirenti.

1.3 Fasi di preparazione alla trasformazione societaria

Per finalità di chiarezza espositiva le fasi di preparazione alla trasformazione societaria saranno suddivise e presentate in un insieme di sotto-fasi logicamente e cronologicamente ordinate.

1.3.1 Identificazione degli obiettivi del venditore

Il team incaricato di seguire l'operazione deve inizialmente comprendere a fondo le priorità e gli obiettivi dell'azienda oggetto di vendita, in modo da costruire un processo di M&A appropriato e su misura.

La decisione primaria è sicuramente comprendere se sia più appropriato strutturare un processo di asta generica o riservata, in modo da comprendere quanti e quali potenziali acquirenti contattare.

Come precedentemente accennato, un'asta generica può essere più appropriata in determinate situazioni, mentre qualora la società oggetto di vendita avesse a cuore il timing di vendita, la riservatezza delle informazioni e la prevenzione dell'esposizione dell'azienda a rischi, l'asta riservata sarebbe la soluzione migliore.

In questa fase il team incaricato stabilisce anche le scadenze e le priorità di quelli che sono gli obiettivi del management relativamente a: le date in cui svolgere gli eventi chiave, la ricezione delle offerte iniziali e finali, la data in cui sottoscrivere il contratto e la data in cui chiudere l'operazione.

1.3.2 Due diligence e valutazione preliminare della società

Questa fase inizia solitamente mediante la collaborazione tra il team incaricato ed il management della società oggetto di vendita. È indispensabile che il team abbia una preliminare e profonda comprensione del business della società in questione ed altresì una conoscenza della strategia aziendale di lungo. Questa fase consente al team di inquadrare meglio la società e di costruire la relativa valutazione preliminare volta ad una prima analisi.

Tale valutazione preliminare permette altresì di rispondere in modo migliore a quelle che saranno le domande dei potenziali acquirenti relativamente a: i margini futuri della società, le *performance* finanziarie future, le relazioni con i dipendenti e via dicendo. La due diligence è particolarmente importante in quanto forma la base su cui saranno costruite poi le valutazioni da parte degli acquirenti prospettici. È importante quindi che il team approcci le proiezioni finanziarie della società da un punto di vista di un acquirente prospettico ed acquisisca confidenza con quelli che sono i dati finanziari della società, i *trend* futuri e le assunzioni chiave.

Un buon lavoro svolto da parte del team presuppone una corretta comprensione di quelle che saranno le logiche e le metodologie di valutazione impiegate dagli acquirenti prospettici, al fine di stabilire un range di valutazione *benchmark*, di cui usufruire fin da subito.

1.3.3 Selezione dell'universo degli acquirenti

Un'altra parte chiave della fase preparatoria all'asta riguarda la selezione di un appropriato insieme di acquirenti prospettici, con inserimento per ciascuno delle rispettive informazioni di contatto.

Come è comprensibile la capacità di saper selezionare dei validi acquirenti prospettici è determinante per il successo o l'insuccesso del processo d'asta.

Come già anticipato in introduzione la banca d'investimento sarà selezionata da parte del management della società anche e soprattutto alla luce della conoscenza del settore specifico d'impresa, del relativo networking e in base alla capacità di intessere relazioni vincenti.

Nel caso di un'asta generica il team incaricato solitamente rivolge l'invito a partecipare all'asta sia ad acquirenti strategici sia a financial sponsor.

Nel selezionare gli acquirenti strategici il team incaricato si basa soprattutto sulla capacità di quest'ultimi di realizzare delle sinergie, in quanto da ciò ne deriva un maggior interesse verso società.⁵

Un altro elemento considerato è senza dubbio la capacità finanziaria dell'acquirente strategico, in relazione a: la solidità di bilancio, l'accesso al credito ed altresì in merito al *risk appetite*.

Ulteriori fattori presi in considerazione per quanto concerne gli acquirenti strategici sono: la simile strategia di lungo periodo, le pregresse operazioni di M&A, la qualità del management in carica e la posizione nel mercato volta ad evitare eventuali barriere derivanti dall'autorità antitrust.

Nella selezione dei vari financial sponsor invece, i criteri chiave considerati sono: la strategia di investimento, la conoscenza del settore, la dimensione del fondo, il *track record* del fondo, la coerenza con le altre società presenti in portafoglio, la fase del ciclo di vita in cui si trova il fondo e la capacità di ottenere credito.

Un ulteriore elemento rilevante al fine di selezionare un financial sponsor rispetto ad altri, è la presenza in portafoglio di investimenti per i quali un'eventuale associazione con la società oggetto di vendita risulterebbe vantaggiosa.

Nella maggior parte dei casi è bene sottolineare come un acquirente strategico sia in grado di pagare un prezzo più elevato di un financial sponsor, in ragione delle sinergie che andrà potenzialmente a realizzare ed al minor costo del capitale attribuitogli. Inoltre, nonostante dipenda in gran parte dalle condizioni di mercato, solitamente un acquirente strategico presenta un rischio finanziario minore se paragonato ad un financial sponsor, questo rappresenta chiaramente un ulteriore vantaggio a favore di esso.

1.3.4 Preparazione della campagna di marketing

Il materiale di marketing rappresenta la prima introduzione formale dell'azienda ai potenziali acquirenti, pertanto, è fondamentale al fine di creare una prima buona impressione e accrescere l'interesse.

⁵ Gaughan, P.A., (2007), *Mergers and Acquisitions, and Corporate Restructurings*, John Wiley & Sons, Hoboken NJ.

La campagna marketing serve inoltre ad esporre l'investimento nell'impresa dando evidenza delle informazioni operative di base, delle informazioni finanziarie e delle altre informazioni essenziali inerenti il business.

I due documenti principali per il primo round d'asta sono sicuramente: il *teaser* ed il *confidential information memorandum* (CIM). Tali documenti sono prodotti da parte del team incaricato e da tutti i consulenti che collaborano con l'impresa oggetto di vendita, a partire dalle informazioni ed i dati forniti dal management.

I consulenti legali alla fine del processo si occuperanno di rivedere tutta la documentazione prodotta per prevenire l'insorgere di eventuali problematiche e assicurare la conformità dei documenti.

Per quanto concerne il *teaser*, è il primo documento di marketing da presentare ai potenziali acquirenti ed è finalizzato a fornire informazioni preliminari e generare in loro sufficiente interesse verso l'acquisto, al punto da proseguire nello studio dell'investimento e possibilmente all'effettuazione di un'offerta.

Questo documento è generalmente composto da due brevi pagine in cui vi è: una panoramica generale sulla società, il riassunto delle performance finanziarie ed i punti di forza dell'investimento.

In esso sono contenuti chiaramente anche i contatti dei soggetti componenti il team incaricato, così che qualora un potenziale acquirente fosse interessato avrebbe modo di contattarli.

Il *teaser* non è un documento standard, bensì varia in base all'impresa, al settore, al business, al tipo di vendita e via dicendo.

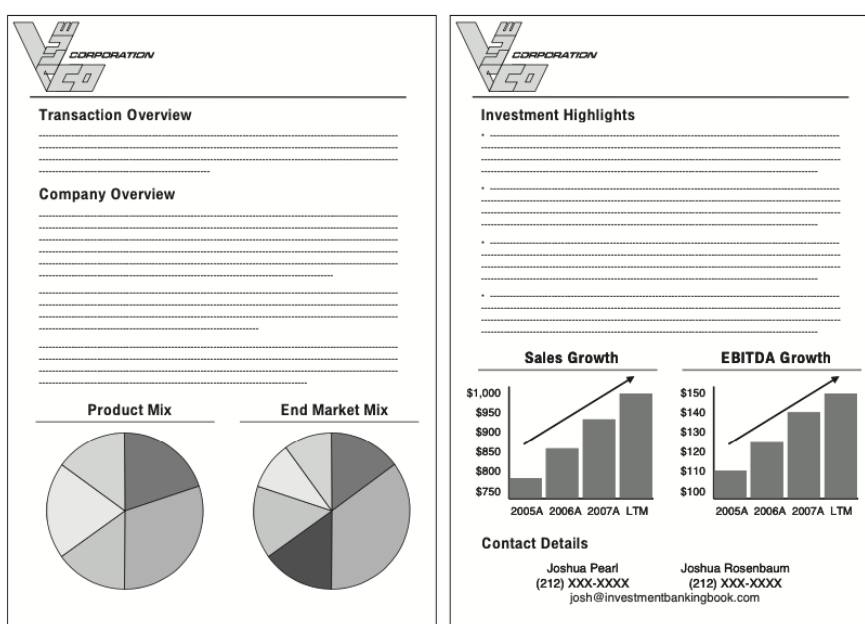


Figura 1.1. Il Teaser. Fonte: Rosenbaum, J. & Pearl, J., (2009).

La figura 1.1 riportato un esempio di teaser in cui vi sono tutti gli elementi descritti precedentemente.

Proseguendo, per quanto concerne il Confidential Information Memorandum CIM, esso differisce dal teaser in primo luogo per la lunghezza, in quanto è spesso un documento di cinquanta pagine o più in cui vi sono tutta una serie di informazioni molto dettagliate inerenti la società e l'investimento da effettuare.

Per la redazione del CIM il management della società assieme al team incaricato dedica molto tempo e molte risorse prima di ritenerlo adeguato e come anticipato in precedenza per il teaser, anche il CIM differisce da caso a caso, sebbene la struttura generale rimanga sostanzialmente invariata.

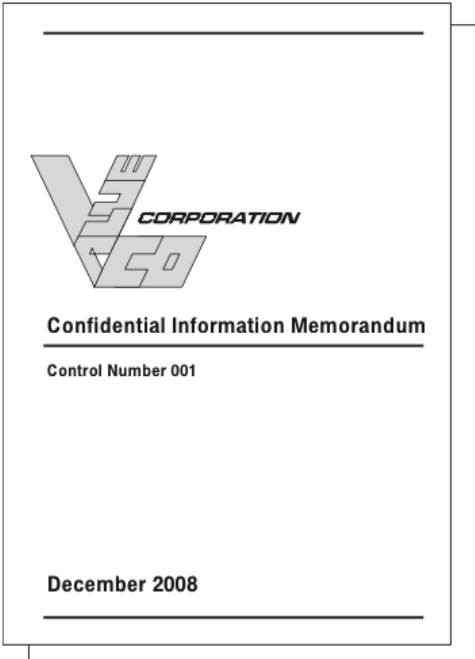


Table of Contents	
1. Executive Summary	
2. Investment Considerations	
3. Industry Overview	
– segment overview	
– competition	
4. Company Overview	
– history	
– strategy	
– products and services	
– customers and suppliers	
– management and employees	
5. Operations Overview	
– manufacturing	
– distribution	
– sales and marketing	
– information systems	
– legal and environmental	
6. Financial Information	
– historical financial results and MD&A	
– projected financial results and MD&A	
Appendix	
– audited financial statements	
– recent press releases	
– product brochures	

Figura 1.2. Il Confidential information memorandum. Fonte: Rosenbaum, J. & Pearl, J., (2009).

Come si osserva a partire dalla figura 1.2 nel CIM sono contenute una serie di informazioni sensibili e molto delicate inerenti l'impresa oggetto di vendita pertanto, una versione modificata e ridotta del CIM può essere preparata e fornita a dei potenziali acquirenti strategici, spesso competitor, verso i quali l'azienda nutre un riserbo nel fornire alcuni tipi di informazione.

Risulta evidente sempre a partire dalla figura 1.2 come nel CIM siano contenute informazioni finanziarie dettagliate legate all'impresa, inerenti sia alle performance finanziarie storiche, sia alle proiezioni future di performance.

Queste informazioni sono chiaramente supportate ed argomentate a dovere dai redattori del CIM e sono centrali nel costruire una preliminare valutazione da parte dei potenziali acquirenti. È questa la ragione per cui il team incaricato, nel costruire il CIM, investe molto tempo in presenza del CFO della società obiettivo, del tesoriere e della divisione finanza dell'impresa.

Tutto questo processo involve anche la normalizzazione di eventuali valori di bilancio anomali e non ricorrenti, con l'obiettivo di ottenere le performance finanziarie, storiche e prospettiche, più realistiche possibili. Le proiezioni finanziarie prospettiche sono orientate solitamente verso i successivi cinque anni, e sono supportate altresì da solide assunzioni ed argomentazioni di base.

In ragione dell'importanza di tali previsioni al fine di costruire una valutazione aziendale, è necessario che il team le costruisca in maniera solida e difensibile qualora fossero esposte a valutazione e scetticismo da parte dei potenziali acquirenti.

In alcuni casi il CIM potrebbe essere corredato da informazioni finanziarie aggiuntive quali ad esempio: potenziali acquisizioni future ed opportunità di crescita, stilando ad esempio una lista di società da acquisire ed il relativo incremento che porterebbero in termini di performance aziendale.

1.3.5 Preparazione dell'accordo di riservatezza

L'accordo di riservatezza è un contratto legalmente vincolante in base al quale si stabiliscono le modalità ed i vincoli dello scambio di informazioni sensibili tra la società ed i potenziali acquirenti.

L'accordo di riservatezza è solitamente distribuito ai potenziali acquirenti insieme al teaser, dando evidenza del fatto che la ricezione di informazioni più dettagliate, ossia quelle contenute nel CIM, è subordinata all'esecuzione dell'accordo di riservatezza.

A titolo di esempio, solitamente in un accordo di riservatezza è stabilito anche il divieto di assumere i dipendenti della società da parte dei potenziali acquirenti, per un preciso arco temporale.

1.4 Primo round

Il primo round d'asta inizia solitamente attraverso il contatto degli acquirenti prospettici, attraverso ad esempio il canale telefonico, da parte dei membri con più esperienza del team selezionato.⁶ A questo, solitamente segue l'invio del teaser e dell'accordo di riservatezza.

1.4.1 Distribuzione del CIM e della documentazione per la procedura di offerta iniziale

In seguito alla sottoscrizione dell'accordo di riservatezza, sono distribuiti agli acquirenti prospettici il CIM e la documentazione per la procedura di offerta iniziale. Successivamente sono riservate delle settimane agli acquirenti prospettici per valutare scrupolosamente il CIM, studiare l'impresa ed il relativo settore ed effettuare delle analisi finanziarie preliminari volte ad un'eventuale offerta iniziale non vincolante. Durante questo periodo il team incaricato della banca d'investimento intrattiene i rapporti con gli acquirenti prospettici e si occupa di fornire informazioni e documenti addizionali in base alle richieste pervenute.

Gli acquirenti prospettici, in base alle loro necessità, possono decidere di assumere in questa fase una banca d'investimento a cui chiedere supporto valutativo e/o supporto finanziario al fine di sostenere una determinata struttura finanziaria ed altri consulenti specifici in base alle esigenze.

La documentazione per la procedura di offerta iniziale è volta a stabilire la data e le scadenze entro le quali gli acquirenti prospettici interessati devono inviare le loro offerte non vincolanti. Tali offerte devono essere connotate da determinate caratteristiche al fine di essere valide, quali ad esempio: pervenire per iscritto, indicare la *range* di prezzo d'acquisto, indicare il metodo di pagamento (in denaro, denaro ed azioni o solo azioni), indicare la struttura finanziaria prescelta, indicare le condizioni sottostanti alla finalizzazione dell'accordo e via dicendo.

1.4.2 Presentazione del management

Il team incaricato dall'azienda oggetto di vendita lavora a stretto contatto con il management al fine di produrre la presentazione di quest'ultimo, questa fase è volta a determinare gli esponenti che costituiranno la *speaker lineup*, i messaggi

⁶ Cocco, G., (2001), *Valorizzare il capitale umano d'impresa. Il talento delle persone come competenza distintiva delle imprese*, Etas Libri, Milano.

chiave che si vogliono trasmettere ed inoltre la preparazione alle domande che verranno poste dagli acquirenti con maggior probabilità. Questa fase si basa anche su una serie di documenti a corredo, molto simili al CIM, seppur più concisi e dotati di maggiore dettaglio. L'obiettivo è di ultimare quanto detto prima del secondo round d'asta, in cui si terrà il *meeting* tra management ed acquirenti prospettici.

1.4.3 Costruzione della data room

La *data room* è composta da un insieme di dati indispensabili su cui gli acquirenti prospettici possono costruire i loro processi di due diligence e valutazione durante il secondo round d'asta. La data room è tipicamente stipata online ed in essa è presente l'informazione complessiva e dettagliata inerente la società obiettivo. Tutta l'informazione è suddivisa in modo tale da essere accessibile ed analizzabile dagli acquirenti in modo agevole, ma solo quando hanno manifestato seriamente la volontà di perseguire l'acquisto e prima del secondo round d'asta.

Una data room ben organizzata contiene un'ampia base informativa in merito alla società, ed è volta a far compiere una solida decisione di investimento.

Solitamente la data room comprende: dettagliati report finanziari, liste di fornitori e clienti, dettaglio sui contratti di lavoro, dettaglio sulle fatture d'acquisto, descrizione degli strumenti di debito in corso di utilizzo, dettaglio sul bilancio ambientale, dettaglio sulle cause legali in corso e via dicendo.

1.4.4 Preparazione del pacchetto di finanziamento di base

La banca d'affari incaricata di seguire il processo d'asta potrebbe offrirsi di preparare un pacchetto di finanziamento di base volto a supportare l'acquisizione dell'azienda oggetto di vendita.

Storicamente la banca d'affari dal lato vendita era anche incaricata di apportare i capitali necessari all'acquisto.

Il pacchetto di finanziamento di base era una consuetudine durante il boom delle operazioni di acquisto con debito dei primi anni 2000, ad ogni modo non è un obbligo per gli acquirenti strategici utilizzare il cosiddetto "*staple*".

Infatti, spesso accade che gli acquirenti cercano le fonti di finanziamento in autonomia sperando di ottenere delle condizioni più favorevoli.

In altri casi invece, gli acquirenti intendono usare meno leva finanziaria di quanto ipotizzato sul pacchetto di finanziamento di base e pertanto decidono di non aderirvi.

Al fine di prevenire eventuali conflitti di interesse, la banca di investimento incaricata di seguire il processo dal lato vendita costituisce generalmente un altro team all'interno di essa, denominato *financing team* e distinto dal team incaricato di seguire la vendita. Il *financing team* sarà infatti volto a quantificare l'indebitamento ottimale e le condizioni più opportune per l'acquisizione della società obiettivo.

Per quanto concerne le banche d'investimento che offrono la consulenza ma non l'emissione di credito per finanziare le operazioni di M&A, solitamente si appoggiano ad altre banche partner in grado di offrire tal servizio se richiesto dal cliente.

È bene sottolineare che sebbene gli acquirenti non siano obbligati ad utilizzare questi pacchetti di credito, l'iniziativa è comunque volta a segnalare il supporto della banca d'affari nello svolgimento dell'operazione, infondendo la sicurezza che il necessario sostegno sarà eventualmente presente.

Ancora, il pacchetto di finanziamento di base può anche servire come soglia minima di valutazione per la società obiettivo, proponendo l'acquisto con determinate soglie di debito, di equity e specifici multipli.

1.4.5 Ricezione delle offerte iniziali e selezione degli acquirenti

Durante il primo round di offerte, la banca d'affari dal lato vendita riceve le prime iniziali dichiarazioni di interesse da parte degli acquirenti prospettici. Solitamente, nei giorni successivi alla ricezione di tali offerte il team conduce un'analisi per comprendere i vari range di prezzo offerti ed inoltre i termini e le condizioni sottostanti.

È giunti a questo punto che si vede emergere l'abilità e l'esperienza della banca d'affari nel comprendere e distinguere le offerte reali dalle offerte senza serie intenzioni, finalizzate unicamente ad osservare l'azienda da vicino e sottrarre informazioni sensibili.

Successivamente, tutte le offerte pervenute vengono accorpate e presentate all'azienda, con il suggerimento di quali acquirenti prospettici invitare e quali no, lasciando poi a quest'ultima la decisione finale.

1.4.6 Metodologie di valutazione

Le metodologie di valutazione differiscono a seconda che l'acquirente sia un buyer strategico, ad esempio un competitor, oppure un financial sponsor, ad esempio fondo di investimento.⁷

Infatti, generalmente un financial sponsor implementa la valutazione attraverso le metodologie che saranno descritte nei capitoli successivi di questa tesi quali: discounted cash flows, precedent transaction analysis e comparable companies analysis al fine di inquadrare il range di prezzo che è disposto a pagare.

L'acquirente strategico invece, oltre ai metodi valutativi precedentemente menzionati utilizza anche delle tecniche aggiuntive.

Ad esempio, un acquirente strategico quotato è solito utilizzare anche la *accretion/dilution analysis* per misurare gli effetti che tale acquisizione avrebbe sugli utili dell'impresa, fissato un determinato prezzo d'acquisto ed una determinata struttura finanziaria.

Mediante l' *accretion/ dilution analysis* gli utili per azione ipotizzati a seguito della transazione sono confrontati con gli utili per azione al netto della transazione, se quest'ultimi risultano maggiori in seguito alla transazione l'operazione è detta *accretive*, in caso contrario è detta *dilutive*.

Come regola generale, gli acquirenti strategici quotati sono riluttanti nell'effettuare delle acquisizioni ritenute dilutive per il sostanziale riverbero negativo sul prezzo delle azioni.

La massimizzazione dell'effetto accretive si ha: minimizzando il prezzo di acquisto, ottenendo il minor costo possibile per il finanziamento ed identificando le sinergie di prezzo raggiungibili attraverso l'operazione.

È bene sottolineare che gli acquirenti strategici non si basano solo sul presente, bensì considerano l'incremento di valore delle azioni anche in ottica prospettica, avendo a riguardo i futuri utili previsti, le prospettive di crescita ed altri effetti positivi quali le sinergie raggiungibili.

La consapevolezza di questi aspetti può essere utilizzata a vantaggio del team incaricato di condurre le negoziazioni al fine di ottenere un'offerta migliore.

1.5 Secondo round

Il secondo round d'asta è finalizzato ad agevolare ulteriormente la due diligence e la valutazione aziendale da parte degli acquirenti prospettici, al fine di ottenere un'offerta puntuale, finale e possibilmente vincolante entro la data stabilita.

⁷ Guatri L., (1998), *Trattato sulla valutazione delle aziende*, Egea, Milano.

Il processo di due diligence è concepito in questa fase per essere esaustivo e tipicamente si svolge nel corso di più settimane, questo però dipende molto dalla dimensione aziendale, dal settore di appartenenza e dalla proprietà.

La lunghezza e la natura del processo di due diligence e di valutazione aziendale dipendono poi dal profilo dell'acquirente in questione, infatti, un acquirente strategico magari diretto competitor della società obiettivo, nutrirà probabilmente già una profonda conoscenza del settore e pertanto si focalizzerà su fattori specifici dell'impresa, impiegando un minor tempo complessivo.

Al contrario, un financial sponsor non familiare con il settore ed il business della società obiettivo, avrà necessità di un tempo maggiore per condurre la due diligence e la valutazione aziendale.

1.5.1 Evento di presentazione del management

L'evento di presentazione del management tipicamente segna l'inizio del secondo round del processo d'asta, solitamente questa fase richiede almeno un intero giorno lavorativo.

Durante la presentazione, il management si presenta a ciascun acquirente prospettico conducendo altresì una dettagliata descrizione dell'impresa e spaziando tra: le peculiarità del business, dell'industria e della situazione finanziaria, la posizione competitiva, la strategia futura, le opportunità di crescita, le sinergie e le proiezioni finanziarie future. Il management incaricato di condurre l'evento è solitamente composto da: CEO, CFO ed altre figure chiave dell'impresa. La presentazione è pensata per essere interattiva attraverso una serie di domande e risposte mediante cui affrontare ciascun aspetto e/o dubbio.

L'evento di presentazione del management è tipicamente il primo incontro tra il management della società obiettivo ed i buyer prospettici selezionati, pertanto rappresenta un'opportunità unica per guadagnare una conoscenza più approfondita del business e delle prospettive future di esso direttamente dagli individui che guidano l'impresa.

Inoltre, il management rappresenta solitamente una grande porzione di valore attribuito all'impresa, pertanto, l'evento è anche un'occasione per gli acquirenti prospettici per capire se vi è feeling e stima reciproca.

1.5.2 Vista all' azienda

Le visite aziendali rappresentano anch'esse un'ottima opportunità per effettuare un'appropriata due diligence da parte degli acquirenti, in quanto forniscono una prima visione delle operazioni svolte dalla società obiettivo.

Solitamente l'evento di presentazione del management prende luogo in una zona vicina all'azienda o in una parte di essa, pertanto, in seguito è spesso organizzata una visita guidata all'azienda. Accade comunemente che gli acquirenti prospettici chiedano accesso a gran parte dei siti produttivi dell'azienda in questione per avere una comprensione più chiara del business e dell'assetto produttivo.

In molti casi l'azienda non rivela il vero motivo della visita aziendale ai dipendenti che sono spesso ignari del fatto che un processo di vendita è in corso, eccezion fatta per il management chiaramente.⁸

1.5.3 Accesso alla data room

Assieme all'evento di presentazione del management ed alla visita aziendale spesso segue l'accesso alla data room dell'azienda. Gli acquirenti interessati all'operazione spesso dedicano molto tempo e molte risorse all'analisi ed alla valutazione delle informazioni presenti nella data room, servendosi frequentemente di consulenti esterni, specialisti del settore ed avvocati al fine di garantire un processo di due diligence più preciso possibile.

Attraverso la rigorosa analisi ed interpretazione dei dati, gli acquirenti prospettici sperano di riscontrare le opportunità chiave ed i rischi connessi all'acquisizione in questione, inquadrando così una valutazione opportuna per l'investimento. Questo processo consente agli acquirenti di comprendere altresì le questioni da soddisfare in via prioritaria al fine di sottoscrivere l'accordo definitivo.

Alcune data room sono accessibili online e consentono agli utenti di scaricare i dati, altre invece ne consentono solamente la fruizione. In modo analogo alcune data room sono accessibili solo fisicamente e consentono ai fruitori di effettuare fotocopie del materiale, mentre altre ne consentono solo la trascrizione. Ancora, le data room potrebbero consentire l'accesso a solo alcuni degli acquirenti ed in alcuni casi a solo specifici membri del team di acquirenti in questione.

Il team incaricato di seguire l'operazione dal lato vendita monitora frequentemente l'accesso alla data room e chi visiona i documenti, questo al fine di tracciare l'interesse e l'attività degli acquirenti e trarre delle considerazioni in merito.

⁸ Hicks, J.R., (1954), *Valore e Capitale*, UTET, Torino.

1.5.4 Distribuzione della documentazione per l'offerta finale e della bozza di accordo definitivo

Gli acquirenti compilano la documentazione per l'offerta finale corredata spesso da un documento in cui sono apposte le clausole e le condizioni in base alle quali il soggetto in questione accetterà di fare un'offerta vincolante.

In modo analogo a quanto accade nella documentazione per la procedura di offerta iniziale, anche nella documentazione per l'offerta finale sono riportati alcuni adempimenti e le relative scadenze volte ad effettuare un'offerta che sia definitiva e vincolante.

Tali adempimenti e scadenze volti ad effettuare l'offerta finale sono più stringenti rispetto a quelli richiesti per l'offerta iniziale, ed includono: i dettagli in merito al prezzo d'acquisto (es: denaro, azioni oppure un mix), la sottoscrizione della bozza di accordo finale in modo conforme a quanto richiesto, i dettagli in merito al reperimento del capitale di debito per finanziare l'operazione, la garanzia che l'offerta è vincolante e rimarrà tale entro un preciso arco temporale, il tempo stimato per firmare e chiudere la transazione e via dicendo.

L'accordo definitivo è un contratto legalmente vincolante tra acquirente e venditore in cui sono riportati in dettaglio i termini e le condizioni dell'operazione. In un'asta la bozza di questo contratto è preparata dal consulente legale del venditore in collaborazione con quest'ultimo ed il team incaricato. Tale bozza di contratto è distribuita solitamente agli acquirenti ed ai loro consulenti legali durante il secondo round d'asta, spesso alla fine del processo di due diligence.

In seguito all'analisi della bozza di contratto, il consulente legale dell'acquirente spesso apporta delle modifiche ed invia il contratto aggiornato come condizione vincolante per fare l'offerta finale.

È prassi che i consulenti legali dell'acquirente e del venditore investano molto tempo nel negoziare i termini e le condizioni dell'accordo definitivo, in modo da ottenerne un contratto condiviso da ambo i lati e pronto nel caso ad essere siglato. Le negoziazioni aiutano anche il venditore a discriminare tra i vari contratti negoziati con gli acquirenti selezionati, al fine di decidere il più vantaggioso.

Il problema risiede nel fatto che alcuni acquirenti si rifiutano di investire risorse nella stesura dell'accordo definitivo prima di sapere se sono i vincitori dell'asta o meno, limitandosi ad inviare una lista informale di modifiche da apportare in caso di vittoria. Questo può essere molto rischioso per il venditore, in quanto può accadere che in seguito ad aver informato la controparte della vittoria quest'ultima si senta spinta a rinegoziare alcune clausole rendendo di fatto la trattativa più difficoltosa.

L'accordo definitivo differisce a seconda che l'azienda in questione sia privata o quotata, ad ogni modo il corpo base del documento rimane invariato e caratterizzato da: la descrizione della struttura della transazione, le garanzie a supporto dell'offerta, le condizioni per chiudere l'accordo, le provvigioni sulla transazione e via dicendo.⁹

1.5.5 Offerta finale

Con la conclusione del secondo round d'asta gli acquirenti prospettici inviano i loro documenti inerenti l'offerta finale al team incaricato di seguire la vendita, rispettando le modalità e le scadenze previste. Tali offerte sono finali ma con un minimo di flessibilità.

1.6 Valutazione dell'offerta finale

Il team della banca d'investimento incaricato di seguire la vendita lavora assieme all'azienda interessata ed al consulente legale al fine di effettuare le valutazioni sulle offerte finali pervenute valutando: il prezzo, la struttura e l'affidabilità dell'offerta.

Le offerte ricevute sono confrontate durante questa fase con il range di prezzi pervenuti durante il primo round d'asta, con le performance finanziarie registrate di recente dall'impresa e con le valutazioni effettuate dalla banca d'investimento dal lato vendita. Un punto di forza imprescindibile di un'offerta rispetto ad un'altra sarà sicuramente la sua affidabilità, ossia, offerte superiori a livello di prezzo rispetto ad altre possono essere ritenute meno desiderabili in quanto soggette a più incertezza rispetto ad altre.

Quando questa fase è giunta a termine il venditore seleziona una o più controparti con cui condurre le negoziazioni finali in merito all'accordo definitivo.

1.6.1 Negoziazioni con gli acquirenti selezionati

Molto spesso il team incaricato suggerisce al venditore di intrattenere le negoziazioni con due o più controparti, specialmente se le offerte pervenute sono molto simili e ci sono dei problemi o delle incertezze in merito alla sottoscrizione di un accordo definitivo con il miglior offerente.

⁹ Liaw K.T., (1999), *The Business of Investment Banking*, John Wiley and Sons, New York.

In questa fase emerge chiaramente l'abilità negoziale del team incaricato nell'ottenere il maggior prezzo alle migliori condizioni.

L'obiettivo delle negoziazioni è quello di non avvantaggiare nessun acquirente rispetto agli altri, mantenendo invariato il clima competitivo caratterizzante e facendo sì che si ottengano delle offerte diversificate.¹⁰

1.6.2 Selezione del vincitore

Giunti a questo punto il team incaricato ed il consulente legale della società trattano un accordo finale definitivo con il vincitore dell'asta, che sarà successivamente sottoposto al management della società per l'approvazione.

Non tutte le aste culminano con una vendita in quanto normalmente il venditore si riserva il diritto di rigettare tutte le offerte non ritenute consone. Lo stesso diritto è associato all'acquirente in ogni momento che precede l'esecuzione di un accordo definitivo vincolante.

1.6.3 Approvazione ed esecuzione dell'accordo definitivo

Nel caso in cui il management della società obiettivo voti a favore dell'operazione, l'accordo definitivo tra acquirente e venditore troverebbe esecuzione. Successivamente a seconda dei casi, seguirebbe un annuncio formale relativo all'operazione corredato dai punti chiave dell'accordo.

Le due controparti procederebbero poi a soddisfare le condizioni e le clausole sottostanti l'accordo, inclusi i regolamenti relativi all'antitrust e l'approvazione degli azionisti.

1.7 Closing

In parallelo con l'ottenimento di tutte le necessarie approvazioni e di tutti i necessari consensi come previsto nell'accordo definitivo, l'acquirente procede altresì alla ricerca del necessario capitale per finanziare e chiudere la transazione. Questo processo di ricerca dei finanziamenti può essere realizzato nell'immediato, come nel caso in cui l'acquirente disponga già di tutto il denaro necessario al finanziamento, oppure, può richiedere diverse settimane o mesi qualora

¹⁰ Lake, R. & Lake, R.A., (2000), *Private Equity and Venture Capital: A Practical Guide for Investors and Practitioners*, Euromoney Books, London.

l'acquirente sia alla ricerca di fondi che richiedano l'accesso ai mercati finanziari, quali ad esempio: obbligazioni, *equity financing* e così via.

Può anche accadere che l'acquirente dia il via alla campagna di marketing per finanziarsi successivamente alla sottoscrizione dell'accordo definitivo, questo per far sì che i finanziamenti siano pronti quando tutti i termini e le condizioni dell'accordo definitivo sono stati soddisfatti.

Nel momento in cui i finanziamenti sono stati ricevuti e tutti i termini e le condizioni sono state rispettate, la transazione può avvenire ed essere realizzata.

Tabella 1.1. Vantaggi e svantaggi di un'asta generale e di un'asta riservata. Fonte: elaborazione personale da Rosenbaum, J. & Pearl, J., (2009).

	ASTA GENERALE	ASTA RISERVATA
VANTAGGI	<p>Aumenta le dinamiche competitive</p> <p>Massimizza la probabilità di raggiungere il maggior prezzo</p> <p>Assicura la presenza di tutti i possibili acquirenti interessati</p> <p>Limita la potenziale forza negoziale degli acquirenti</p> <p>Aumenta la certezza per il management di condurre un processo volto alla massimizzazione del valore</p>	<p>Aumenta la probabilità di mantenere la riservatezza sulle informazioni sensibili</p> <p>Riduce l'esposizione del business a rischi</p> <p>Riduce il danno di immagine dovuto ad un processo d'asta fallito</p> <p>Mantiene la percezione della competizione tra potenziali acquirenti</p>
SVANTAGGI	<p>Difficoltà nel mantenere la riservatezza</p> <p>Grande probabilità di esposizione del business a rischi</p> <p>Alcuni partecipanti potrebbero declinare l'invito alla partecipazione ad un'asta troppo numerosa</p> <p>Un'asta fallita potrebbe far percepire l'azienda come non interessante</p> <p>Rischio che i competitor prendano parte all'asta solo per sottrarre informazioni sensibili</p>	<p>Potenziale esclusione di validi acquirenti</p> <p>Potenziale rischio di non massimizzare l'importo della transazione</p> <p>Minor grado di competizione</p> <p>Maggior forza negoziale dei potenziali acquirenti</p> <p>Minor grado di certezza del management di massimizzazione del valore</p>

Come evidenziato dalla Tabella 1.1 per ciascun tipo di asta vi sono degli aspetti positivi e degli aspetti negativi, risulta quindi fondamentale la sensibilità della banca d'investimento in questione nel comprendere quale sia il processo più adeguato all'impresa interessata, anche alla luce delle richieste e delle aspettative del management.

Il tradizionale processo d'asta, sia essa generale o riservata, si articola in due round di offerte che si protraggono in media da tre a sei mesi o più. È quindi solitamente necessario un tempo inferiore all'anno per passare dalla fase di decisione di vendita, alla stipula di un accordo definitivo.

È rilevante considerare altresì il tempo che intercorre tra la stipula dell'accordo definitivo e gli effetti traslativi dell'atto sulla proprietà, questo dipende da molteplici fattori non specifici dell'asta tra cui: i regolamenti inerenti l'approvazione della transazione da parte di terze parti, il tempo volto ad ottenere i finanziamenti transazione, eventuali problematiche inerenti l'antitrust e via dicendo.

1.8 Il processo di M&A mediante vendita diretta

Contrariamente a quanto accade nel processo d'asta, nel caso di vendita diretta il dialogo avviene con una singola controparte anziché con una pluralità di potenziali acquirenti.

In un processo di vendita diretta il venditore è consapevole del fatto che dispone di una minor influenza nei confronti dell'acquirente, in quanto, essendo presente un'unica controparte, la competizione tipica di un'asta viene a mancare.

Inoltre, il venditore e l'acquirente raggiungono un accordo in via prioritaria relativamente ad aspetti chiave quali: il prezzo, la struttura dell'accordo e la governance futura dell'impresa.

I processi di vendita diretta sono particolarmente avvincenti nei casi in cui il soggetto interessato sia un acquirente strategico in grado di realizzare delle importanti sinergie ed un ottimo adattamento strategico.

Le sinergie infatti consentono all'acquirente di giustificare l'esborso di un prezzo di acquisto maggiore, più alto di quello implicito dalla valutazione dell'impresa analizzata su base singola.

A titolo di esempio, quando le sinergie realizzabili sono aggiunte ai cash flows esistenti nella discounted cash flows analysis, come è logico attendersi, ne aumentano la valutazione finale.¹¹

¹¹ www.financehub.com

Inoltre, una vendita diretta prende spesso avvio dall'iniziativa dell'acquirente come risultato di mesi o addirittura anni di analisi e ricerche, discussioni dirette tra i dirigenti delle due società o come anticipazione al fine di prevenire un processo d'asta.

Le basi su cui costruire una vendita diretta sono gettate tipicamente molto in anticipo rispetto al processo di vendita stesso.

Come anticipato è solitamente l'acquirente a contattare il venditore e le chiamate ed i meeting sono effettuate principalmente tra i membri più esperti del management dell'azienda oggetto di vendita ed il management dell'azienda acquirente.

Tutto differisce chiaramente dall'esito delle prime discussioni ma solitamente, di comune accordo, le controparti decidono di sottoscrivere un accordo di riservatezza volto a facilitare lo scambio di ulteriori informazioni ed a effettuare valutazioni più concrete.

La banca d'investimento svolge un ruolo cruciale in molti processi di vendita diretta in quanto è essa stessa a fornire l'idea di acquisto al cliente.

Ad esempio, la banca d'affari può proporre delle idee di business al cliente in merito a delle potenziali acquisizioni future corredate da studi, analisi, riflessioni e valutazioni.

Spesso questo accade in quanto la banca d'affari dispone di un network molto vasto di contatti, tale da consentirle di conoscere il management della società obiettivo, contattarlo ed organizzare un meeting tra il potenziale acquirente e la società obiettivo.

Vi sono molti aspetti in comune in merito al modo di procedere tra un'asta ed una vendita diretta, ad ogni modo, nel secondo caso, questi avvengono in tempi più ridotti.

Al fine di mantenere alta la pressione sull'acquirente, il team incaricato dal lato vendita potrebbe minacciare l'acquirente di avviare un processo d'asta nel caso in cui quest'ultimo decidesse di rinegoziare l'accordo o non si riuscisse a trovare un punto d'incontro.

In molti casi quindi un processo di vendita diretta potrebbe muovere più velocemente di un processo d'asta, in quanto molta preparazione preliminare, il contatto dei numerosi acquirenti prospettici ed i piani di marketing vengono oltrepassati.

Questo è ancor più vero nel caso in cui il soggetto interessato sia un acquirente strategico operante nello stesso settore della società obiettivo, pertanto già dotato della conoscenza necessaria alla valutazione e con minore necessità di informazioni in merito al business della società.

Un processo di vendita diretta è inoltre più flessibile di un'asta e può essere adattato alla situazione, questo poichè involve un unico acquirente.

È bene sottolineare però come questo non sia vero a prescindere ma come sempre dipende dalla natura dell'acquirente e del venditore, dalle dimensioni, dal profilo ed il tipo di transazione, infatti, un processo di vendita diretta può essere in alcuni casi impegnativo al pari di un'asta.

Idealmente in un processo di vendita diretta il venditore realizza l'intero valore della società oggetto di vendita prevenendo i rischi potenziali e gli svantaggi di un'asta. Al contempo l'acquirente previene il tempo ed i rischi connessi ad un processo d'asta che espone la società acquisita a numerose controparti, tra cui anche futuri potenziali competitor.

CAPITOLO 2

LA PRECEDENT TRANSACTION ANALYSIS

2.1 Introduzione alla precedent transaction analysis

La metodologia valutativa *precedent transaction analysis* (PTA) utilizza un approccio basato sui multipli per ottenere un range di valutazione implicito per una data azienda, una data divisione, un dato business o un insieme di assets. I multipli sono rapporti tra due grandezze, ad esempio di bilancio, prese in analisi. Le più comunemente impiegate sono gli utili, il valore contabile del capitale proprio, ed il fatturato.

Come si può intuire a partire dal nome, la precedent transaction analysis è quindi basata sui multipli utilizzati per acquisire aziende comparabili all'impresa in questione, durante pregresse operazioni di M&A.

L'individuazione di un appropriato insieme di acquisizioni di aziende comparabili all'impresa oggetto di vendita, rappresenta la base della PTA.

Le migliori acquisizioni, ossia le più simili in questo caso, spesso riguardano aziende analoghe alla società obiettivo a livello fondamentale, quindi relativamente alle caratteristiche del business, alle caratteristiche finanziarie, alle caratteristiche patrimoniali e via dicendo.

Come è intuibile, la selezione di un insieme di acquisizioni comparabili rappresenta sempre una fase delicata e per nulla scontata associata al processo di valutazione in questione.

È bene sottolineare come non sia raro considerare transazioni relative ad acquisizioni di aziende operanti in settori differenti, ma pur sempre collegati, al settore in cui opera la società oggetto di valutazione.

La ragione è che molto spesso tra settori differenti ma collegati vi è alla base lo stesso mercato finale di riferimento, l'utilizzo degli stessi canali distributivi e/o simili profili finanziari.¹²

Una valida regola generale è la seguente, ossia: le transazioni più recenti, quelle avvenute massimo nei tre anni precedenti, sono anche le più significative, in quanto sono state realizzate durante simili condizioni di mercato rispetto a quelle che caratterizzeranno la transazione oggetto di analisi.

¹² Tamburi, G., (1990), *Comprare un'azienda: come e perché*, Sperling & Kupfer, Milano.

In alcuni casi però anche le vecchie operazioni di M&A potrebbero essere significative in quanto avvenute nella stessa fase del ciclo di vita dell'impresa obiettivo, oppure, nello stesso ambiente macroeconomico in cui si trova ad operare l'azienda in questione.

In normali condizioni di mercato la PTA tende a fornire dei multipli maggiori rispetto alla metodologia valutativa *comparable companies analysis*, oggetto di trattazione nel capitolo precedente, questo per due ragioni principali.

La prima ragione è dovuta al fatto secondo cui generalmente gli acquirenti pagano un premio di controllo quando acquistano una determinata azienda, pertanto, al valore derivato applicando la PTA viene aggiunto tale premio che ne incrementa il prezzo finale.

In ragione del premio di controllo pagato, l'acquirente ottiene il diritto di controllare le decisioni relative al business dell'impresa obiettivo e dei connessi flussi di cassa.

La seconda ragione è legata al fatto secondo cui gli acquirenti strategici, come accennato nel corso del primo capitolo di tale tesi, in ragione delle sinergie che riusciranno a realizzare hanno la capacità di pagare un prezzo maggiore rispetto al valore derivato applicando la PTA.

Le sinergie sono infatti legate a delle aspettative di risparmio di costo che si presuppone si verificheranno, oppure a delle aspettative di crescita futura, o ancora, ad altri benefici finanziari che si otterranno presumibilmente dalla combinazione dei due business in questione.

Nell'effettuare le valutazioni, i potenziali acquirenti, analizzano profondamente i multipli che sono stati pagati nelle precedenti operazioni di M&A per aziende simili, pertanto, è bene che le banche d'investimento ed i professionisti finanziari siano al corrente dei multipli medi applicati.

La metodologia valutativa PTA è costruita attraverso la combinazione di cinque fasi fondamentali che saranno di seguito analizzate in ordine logico.

Tabella 2.1. Esempio di comparable companies. Fonte: Rosenbaum, J. & Pearl, J., (2009)

ValueCo Corporation Precedent Transactions Analysis (in millions)													
Date Announced	Acquirer	Target	Transaction Type	Purchase Consideration	Equity Value	Enterprise Value	LTM Sales	LTM EBITDA	LTM EBIT	LTM EBITDA Margin	Equity Value / LTM Net Income	Days Prior to Unaffiliated	Premiums Paid
11/3/2008	Pearl Corp.	Rosenbaum Industries	Public / Public	Cash	\$1,700	\$2,000	1.5x	8.0x	9.1x	18%	13.6x	30%	27%
10/30/2008	Goodson Corp.	Schneider & Co.	Public / Public	Cash / Stock	932	1,232	1.2x	7.6x	8.7x	16%	13.9x	29%	32%
6/22/2008	Leicht & Co.	ParkCo	Public / Private	Cash	650	875	1.1x	7.1x	8.1x	15%	12.0x	NA	NA
4/15/2008	Pryor, Inc.	Bass Products	Public / Public	Stock	1,201	1,326	1.6x	8.5x	12.5x	19%	14.4x	29%	36%
10/1/2007	The Hochberg Group	Whalen Inc.	Sponsor / Private	Cash	225	330	1.3x	7.7x	9.2x	17%	13.3x	NA	NA
8/8/2007	Cole Manufacturing	Gordon Inc.	Public / Public	Stock	2,371	2,796	1.4x	8.0x	10.7x	18%	17.7x	33%	31%
7/6/2007	EurHan Capital	Rughwani International	Sponsor / Public	Cash	1,553	2,233	1.2x	7.5x	9.3x	15%	12.4x	36%	42%
11/9/2006	The Meisner Group	Kamas Brands	Sponsor / Public	Cash	916	936	1.2x	7.3x	8.3x	16%	13.1x	34%	35%
6/21/2006	Domanski Capital	Neren Industries	Sponsor / Public	Cash	1,248	1,798	1.0x	7.2x	8.3x	13%	16.0x	35%	37%
3/20/2006	Lanzzone International	Falk & Sons	Public / Private	Cash	360	530	0.9x	6.5x	8.1x	14%	10.6x	NA	NA
Mean							1.2x	7.5x	9.2x	16%	13.7x	33%	34%
Median							1.2x	7.5x	8.9x	16%	13.4x	33%	35%
High							1.6x	8.5x	12.5x	19%	17.7x	38%	42%
Low							0.9x	6.5x	8.1x	13%	10.6x	29%	27%

2.2 Prima fase: acquisizioni comparabili

Questa fase è spesso difficoltosa e richiede una profonda comprensione dell'azienda obiettivo e del relativo settore di appartenenza.

Come punto di partenza all'interno della banca d'investimento, ci si confronta tipicamente tra colleghi, soprattutto tra colleghi con maggior esperienza nel settore in questione, al fine di comprendere se un insieme di acquisizioni comparabili esiste già internamente o se deve essere creato da zero.

Nel caso in cui non vi fosse un insieme di acquisizioni comparabili è importante consultare i *database* esistenti al di fuori della banca d'investimento, relativi alle transazioni di M&A effettuate in passato.¹³

Inoltre, è utile analizzare se in passato sono state effettuate operazioni di M&A con riguardo all'azienda obiettivo ed ancora, analizzare tutta la storia di operazioni di M&A avvenute su aziende che operano nel settore interessato o in settori simili. In questa fase è anche richiesto al team incaricato di comprendere quanto più possibile in merito alle circostanze ed alle dinamiche che hanno inciso in ogni singola transazione considerata rilevante.

Generalmente le banche di investimento dispongono al proprio interno di database contenenti le passate transazioni di M&A, i multipli applicati e le informazioni finanziarie legate ai diversi settori.

Tali database sono solitamente aggiornati di continuo, aggiungendo le ultime transazioni di M&A ed i relativi dati finanziari associati.

È bene sottolineare come i membri più esperti del team possano essere d'aiuto al fine di costituire un corretto insieme di transazioni rilevanti, spesso infatti l'esperienza maturata risulta determinante nello stabilire e definire il corretto insieme iniziale.

La prima fase della PTA sarà a sua volta suddivisa in sotto-fasi come segue per finalità di chiarezza espositiva.

2.2.1 Selezione delle acquisizioni comparabili

Vi sono una serie di suggerimenti per creare una lista di acquisizioni comparabili. Il primo suggerimento è quello di ricercare all'interno di database di M&A autorevoli quali ad esempio Thomson Reuters SDC Platinum, il quale consente la ricerca di transazioni di M&A mediante criteri multipli che includono: i codici SIC/NAICS, la dimensione della transazione, la forma di pagamento, il periodo temporale, la localizzazione e via dicendo.

¹³ Van Horne, J.C., (1984), Teoria e tecnica della finanza di impresa, Il Mulino, Bologna.

Il secondo consiglio è quello di esaminare la storia della società target al fine di verificare se sono avvenute delle operazioni di M&A in passato, e, nel caso vi fossero determinare rispettivamente i multipli pagati e ricevuti per l'acquisto e la vendita.

Un altro suggerimento è quello di stilare una lista di aziende simili in base al settore di appartenenza ed esaminare per ognuna la storia di M&A al fine di reperire altre informazioni rilevanti.¹⁴

Infine, è bene ricercare se vi sono delle stime effettuate da analisti per l'azienda obiettivo nel caso fosse quotata, oppure, per le aziende comparabili e per il settore di appartenenza, al fine di trovare ulteriori liste di acquisizioni comparabili ed i connessi dati finanziari.

2.2.2 Altre considerazioni

Quando un set di acquisizioni comparabili è stato selezionato è molto importante per il team incaricato avere una migliore comprensione delle specifiche circostanze che hanno inciso ed il contesto in cui è avvenuta ciascuna transazione. Sebbene la comprensione di questi fattori generalmente non vari la lista delle acquisizioni comparabili da considerare, comprendere la storia che sta dietro ciascuna operazione aiuta il team a interpretare in modo più corretto il prezzo pagato ed anche a comprenderne la rilevanza per l'impresa oggetto di valutazione.¹⁵

2.2.3 Condizioni di mercato

Le condizioni di mercato si riferiscono all'ambiente economico e finanziario prevalente nel momento in cui è avvenuta la transazione, tali fattori devono essere considerati congiuntamente alla fase di ciclo economico in cui operava l'azienda in questione.

La ragione sottostante è che da differenti condizioni economiche, da differenti condizioni finanziarie e da diversi stadi del ciclo di business derivano differenti disponibilità e diversi costi dei finanziamenti. Tutto questo ha inevitabilmente un riflesso diretto sul prezzo che un acquirente vuole, o può permettersi, di pagare.

A titolo di esempio si ricorda che nel punto di massimo della bolla tecnologica dei primi anni duemila, la maggior parte delle imprese inerenti le telecomunicazioni ed Internet furono vendute ed acquisite sulla base di multipli mai visti fin prima.

¹⁴ www.bloomberg.com

¹⁵ www.aifi.it

Inoltre, i finanziamenti con capitale di rischio erano preponderanti in quel periodo in quanto gli acquirenti utilizzavano le proprie azioni come mezzo di scambio, in quanto erano valutate a dei prezzi astronomici.

In seguito allo scoppio della bolla ed il conseguente aggiustamento delle condizioni di mercato, l'attività di M&A frenò bruscamente ed i multipli pagati fino a due anni prima furono solo un ricordo.

Questo esempio è stato riportato per far riflettere sul fatto che nonostante queste transazioni fossero relativamente molto recenti al tempo di analisi, furono altresì irrilevanti per la valutazione delle transazioni che seguirono negli anni successivi.

Allo stesso modo un altro esempio può essere fatto a partire dal record di ribasso dei tassi di interesse per quanto concerne il finanziamento con debito, avvenuto sempre durante i primi anni duemila. A quelle condizioni, per i potenziali acquirenti, soprattutto per i financial sponsor, fu relativamente facile pagare dei prezzi maggiori a quelli pagati storicamente, soprattutto alla luce delle condizioni di mercato favorevoli volte a supportare abbondanti ed economici *stock* di debito. Sul finire di queste condizioni, che coincide con l'insorgere della crisi finanziaria del 2007, l'indebitamento divenne costoso e difficile da reperire, cambiando al contempo radicalmente i prezzi che gli acquirenti furono disposti a pagare.

Come risultato l'ambiente dell'M&A cambiò radicalmente, inclusi i volumi delle transazioni e le valutazioni delle aziende obiettivo.

2.2.4 Deal dynamics

Le deal dynamics si riferiscono alle circostanze che caratterizzano una specifica transazione, queste necessitano spesso di ulteriori approfondimenti.

Innanzitutto è bene comprendere se il soggetto interessato è un acquirente strategico oppure un financial sponsor, in quanto le valutazioni da effettuare differiscono.¹⁶

È bene comprendere altresì le motivazioni e gli obiettivi che hanno spinto la realizzazione della transazione.

Inoltre, è fondamentale comprendere se la società obiettivo è stata ceduta attraverso un processo d'asta oppure una vendita diretta, ed inoltre se le trattative sono state ostili oppure amichevoli.

Ancora, anche il metodo di pagamento utilizzato è molto importante, utilizzare solo denaro oppure un mix di denaro ed azioni non è la stessa cosa.

Tali informazioni sono rilevanti e consentono di comprendere profondamente i fattori che potrebbero aver influito sul prezzo pagato dall'acquirente.

¹⁶ Coda, V., e Frattini, G., (1983), *Valutazioni di bilancio*, Libreria Universitaria Editrice, Venezia.

Solitamente gli acquirenti strategici sono stati in grado di pagare dei prezzi superiori rispetto ai financial sponsor, in ragione della loro potenziale capacità di realizzare delle sinergie a partire dalla transazione in oggetto, inoltre, anche grazie ad altri fattori quali: il minor costo del capitale e le minori soglie di rendimento minimo richiesto.

Nonostante ciò, durante i primi anni duemila in cui i tassi di interesse segnarono il record al ribasso e vi fu un abbondante flusso di debito a basso costo, i financial sponsor furono in grado di applicare una leva finanziaria maggiore sulle società obiettivo e per questo competere in modo effettivo sul prezzo d'acquisto con gli acquirenti strategici.

Al termine di tali condizioni invece, il vantaggio ritornò in capo agli acquirenti strategici in quanto solamente le aziende più solide e dotate del merito creditizio più alto furono in grado di reperire finanziamenti per effettuare le acquisizioni.

Un altro aspetto fondamentale da comprendere è senza dubbio la motivazione dell'acquirente e del venditore alla base dell'operazione, questa aiuta ad interpretare in modo migliore il prezzo d'acquisto.

Ad esempio un acquirente strategico potrebbe spingersi a pagare un prezzo superiore per un'azienda con la quale potrebbe realizzare delle sinergie, oppure, che si rivela necessaria al fine di raggiungere il suo piano strategico a lungo termine.

In modo analogo, un financial sponsor potrebbe essere più aggressivo nel prezzo qualora la società obiettivo possa essere combinata con altre aziende in portafoglio dando vita a delle sinergie importanti.

Come già accennato, le motivazioni alla base dell'operazione risultano cruciali da comprendere anche dal lato del venditore.

Un'azienda con tensioni finanziarie e necessità di liquidità ad esempio, nel vendere una divisione non *core* del proprio business potrebbe dare priorità alla rapidità d'esecuzione ed alla garanzia di chiusura dell'accordo, questo, potrebbe rivelarsi in una valutazione minore rispetto ad un'azienda intenzionata esclusivamente alla massimizzazione del valore di vendita.

Un altro aspetto da considerare è senza dubbio il tipo di processo di vendita utilizzato e la natura del deal. Nel caso di un'asta ad esempio, dove la società obiettivo è contesa tra una moltitudine di acquirenti strategici, questo va a configurare una situazione atta alla massimizzazione della competitività tra partecipanti, con l'obiettivo di produrre la miglior offerta alle migliori condizioni. Ancora, una situazione ostile in cui la società obiettivo cerca attivamente delle alternative rispetto alla proposta di acquisto da parte di uno specifico acquirente, può condurre anch'essa alla massimizzazione del valore.

In una fusione tra società pari invece, entrambe parteciperanno ai futuri presumibili incrementi di valore determinati dalla crescita e delle sinergie in seguito alla fusione, pertanto, può essere scegliere di realizzarla corrispondendo un premio rispetto al valore.

Infine, risulta importante anche comprendere le modalità di acquisto, l'utilizzo di azioni come parte sostanziale del prezzo di acquisto può dar vita ad una valutazione minore, in termini di multipli e premi pagati, rispetto ad un acquisto effettuato utilizzando esclusivamente denaro.

La motivazione alla base della minor valutazione derivante dall'utilizzo di azioni come veicolo di pagamento è la seguente: quando gli azionisti della società obiettivo ricevono azioni, essi detengono degli interessi nella combinazione futura delle due società, pertanto, si aspettano di realizzare ulteriore valore dalla crescita futura. Inoltre, gli azionisti della società obiettivo mantengono anche l'opportunità di ottenere un premio per il controllo ad una data futura attraverso la cessione delle azioni della società.

Come risultato, gli azionisti della società richiederanno un minor compenso rispetto ad una transazione effettuata esclusivamente in denaro, in cui essi sono incapaci di partecipare alle opportunità di creazione di valore futuro che derivano dalla combinazione delle due entità.

2.3 Seconda fase: informazioni e profili finanziari delle operazioni

L'individuazione di informazioni in merito ad acquisizioni comparabili è indubbiamente più semplice per le operazioni che hanno ad oggetto società quotate, visti gli obblighi informativi a cui sono soggette, rispetto a società private. Per quanto concerne la presenza di informazioni in merito a transazioni di M&A relative a società private, la disponibilità di quest'ultime in misura sufficiente dipende tipicamente dal fatto che siano stati emessi o meno degli strumenti quotati per finanziare l'acquisizione.

In molte situazioni però è molto complesso e risulta quasi impossibile ottenere sufficienti informazioni in merito ai multipli pagati nell'acquisto, la modalità di pagamento utilizzata, le clausole sottostanti l'accordo e via dicendo.

Per motivi strategici e competitivi anche le società quotate sono riluttanti nel fornire informazioni, limitandosi a fornire esclusivamente le informazioni che per legge e questioni di trasparenza sono obbligate a comunicare.

Accade spesso, infatti, che il team incaricato conduca le proprie analisi in merito a transazioni private a partire da informazioni reperite mediante l'utilizzo di svariati database e a partire da notizie in circolazione.

In alcuni casi le ricerche effettuate e le informazioni finanziarie chiave della società interessata portano sufficienti dati per determinare un prezzo di acquisto, in altri casi invece, succede che nonostante l'impegno e le ricerche effettuate, le informazioni reperite risultino insufficienti.

Un altro mezzo interessante per condurre le valutazioni in presenza di scarsità di informazione è costituito dalle stime effettuate dagli analisti, infatti, spesso forniscono informazioni utili in merito alla società obiettivo ed al processo di acquisto utilizzato, contenendo talvolta gli aggiustamenti di bilancio e l'inclusione delle sinergie realizzabili.

Un'azienda privata, infatti, non è obbligata a fornire la documentazione di una transazione relativa ad un processo di M&A essendo essa non soggetta agli stessi obblighi di una società quotata.

È questo il motivo secondo cui il reperimento di informazioni rilevanti su aziende private dipende molto dal tipo di acquirente e dal tipo di finanziamento all'acquisto utilizzato.¹⁷

Quando un'acquirente quotato acquista una società privata, oppure parte di essa, è soggetto a fornire delle informazioni in merito.

Inoltre, nel caso un acquirente utilizzi degli strumenti finanziari negoziati in Borsa come parte per finanziare un'acquisizione di una società privata, gli sarà chiesto di fornire la relativa documentazione ed il relativo prospetto necessari al completamento.

Un altro esempio può essere fatto in merito ai leveraged buyout (LBO) su società private, ossia acquisizioni condotte mediante lo sfruttamento della capacità di indebitamento della società stessa, in questo caso, la disponibilità o meno di necessarie informazioni dipende dall'utilizzo o meno di strumenti di debito quotati, tipicamente obbligazioni ad alto rendimento, come parte del finanziamento.

Nel caso invece di un acquirente privato volto ad acquisire una società privata senza l'emissione di strumenti finanziari quotati, sarà molto complesso ottenere delle informazioni dettagliate in merito all'operazione. Come accennato, anche nel caso in cui questa operazione fosse realizzata tramite LBO, ma senza emettere strumenti finanziari quotati, sarebbe molto complesso ottenere informazioni in quanto non vi sono obblighi informativi.

In tali situazioni il team incaricato deve fare affidamento, se presenti, su informazioni informali quali ad esempio le conferenze stampa e le notizie finanziarie connesse.

¹⁷ Corno, F., e Lombardi Stocchetti, G., (1999), *Le valutazioni di bilancio*, Guerini Studio, Milano.

Le notizie in merito a tali operazioni possono essere ricercate direttamente nel sito web dell'azienda in questione o da altre fonti informative autorevoli quali: Bloomberg, Fativa, LexisNexis, Thomas Reuters e via dicendo.

È bene sottolineare che ogni informazione in merito a queste transazioni private è fornita su base discrezionale delle parti coinvolte e non è soggetta ad obblighi specifici.

Come si può immaginare, in molti casi è impossibile ottenere anche le più basiche informazioni e questo preclude quindi la possibilità di utilizzare queste transazioni ed i relativi dati come base per ottenere una valutazione.

2.4 Terza fase: Statistiche finanziarie, indici e multipli delle operazioni

Questa fase ha a che vedere con l'utilizzo in un *template* precostituito in uno strumento di calcolo, ad esempio Microsoft Excel, nel quale saranno inserite le informazioni chiave in merito alle transazioni oggetto di analisi. L'obiettivo è di impiegarle per calcolarne le statistiche, gli indici ed i multipli connessi a ciascuna transazione per poi effettuare le comparazioni.

Solitamente una scheda di input simile a quella dell'immagine 2.1 è utilizzata per l'inserimento dei dati relativi ad ogni acquisizione comparabile, in modo da essere poi aggregati e resi confrontabili sottoforma di output su un'unica scheda finale in cui sarà realizzata la valutazione.

Il calcolo delle statistiche finanziarie, degli indici di bilancio e dei multipli mediante questi strumenti è finalizzato all'ottenimento di due grandezze fondamentali ossia: l'*equity value* e l'*enterprise value* legate alle precedenti transazioni comparabili.

L'*equity value* per aziende quotate è calcolato in modo simile a quanto si fa per il metodo di valutazione *comparable companies analysis CCA*, la differenza risiede nel fatto che in questo caso si basa sull'annuncio del prezzo offerto per azione, al contrario di essere basato sul prezzo di chiusura di Borsa in un giorno specifico.

Un esempio concreto volto a dimostrare il calcolo dell'*equity value* di aziende quotate attraverso il metodo valutativo PTA, per farlo è sufficiente moltiplicare il prezzo offerto per azione per l'ammontare di azioni complessive, ossia il flottante. Nel caso ad esempio di offerta di 20 € per azione per effettuare l'acquisizione della società obiettivo, il cui numero complessivo di azioni è di 50 milioni, l'*equity value* in questo caso risulta essere di 1 miliardo di euro, determinato da:
 $20 \text{ €} \times 50.000.000 = 1.000.000.000 \text{ €}$.

Tabella 2.2. Esempio di Input page template impiegato in Precedent Transactions Analysis. Fonte: Rosenbaum, J. & Pearl, J., (2009).

Acquisition of Target by Acquirer				
Input Page				
(If a value, insert per share data)				
General Information				
Target	Target	TRGT		
Ticker				
Fiscal Year Ending		Jan-00		
Marginal Tax Rate				
Acquirer				
Ticker	Acquirer	ACQR		
Fiscal Year Ending		Jan-00		
Date Announced	1/1/1990			
Date Effective	1/1/1990			
Transaction Type	NA			
Purchase Consideration	NA			
Enterprise Value and Enterprise Value				
Other Price per Share				
Cash Offer Price per Share				
Stock Offer Price per Share				
Exchange Ratio				
Acquiree Share Price				
Offer Price per Share				
Fully Diluted Shares Outstanding				
Implied Equity Value				
Implied Enterprise Value				
Plus: Total Debt				
Plus: Preferred Stock				
Plus: Noncontrolling Interest				
Less: Cash and Cash Equivalents				
Implied Enterprise Value				
Valuation Multiples				
EV/Share	NA			
Metric				
EV/EBITDA	NA			
Metric				
EV/EBIT	NA			
Metric				
P/E	NA			
Metric				
Payments Paid				
Transaction Announcement				
1 Day Prior			NA	
Unaffected Share Price				
1 Day Prior			NA	
7 Days Prior			NA	
30 Days Prior			NA	
Source Documents				
Target 10-K	Period	Date Filed		
Target 10-Q	1/1/1990	1/1/1990		
Target 8-K				
Target DCFM14A				
Acquirer 424B				
Acquirer 8-K				
Reported Income Statement				
	FY1	Prior	Current	LTM
	1/1/1990	10/1/1989	1/1/1990	1/1/1988
Sales				
COGS				
Gross Profit				
SG&A				
Other Expense / (Income)				
EBIT				
Interest Expense				
Pre-tax Income				
Income Taxes				
Noncontrolling Interest				
Preferred Dividends				
Net Income				
Effective Tax Rate	EA	NA	NA	EA
Weighted Avg. Diluted Shares				
Diluted EPS	NA	NA	NA	NA
Adjusted Income Statement				
Reported Gross Profit				
Non-recurring Items in COGS				
Adjusted Gross Profit				
% change	EA	NA	NA	EA
Reported EBIT				
Non-recurring Items in COGS				
Other Non-recurring Items				
Adjusted EBIT				
% change	EA	NA	NA	EA
Depreciation & Amortization				
Adjusted EBITDA				
% change	EA	NA	NA	EA
Reported Net Income				
Non-recurring Items in COGS				
Other Non-recurring Items				
Non-operating Non-rec. Items				
Tax Adjustment				
Adjusted Net Income				
% change	EA	NA	NA	EA
Adjusted Diluted EPS				
Cash Flow Statement Data				
Depreciation & Amortization				
% sales	EA	EA	NA	EA
Capital Expenditures				
% sales	EA	NA	NA	EA
Notes				
(1) (to some)				
(2) (to some)				
(3) (to some)				
(4) (to some)				
(5) (to some)				
Target Description				
(to some)				
Acquirer Description				
(to some)				
Comments				
(to some)				
Calculation of Fully Diluted Shares Outstanding				
Basic Shares Outstanding				
Plus: Shares from In-the-Money Options				
Less: Shares Repurchased from Option Proceeds				
Net New Shares from Options				
Plus: Shares from Convertible Securities				
Fully Diluted Shares Outstanding				
Options/Warrants				
Tranche	Number of	Exercise	In-the-Money	
	Shares	Price	Shares	Proceeds
Batch 1				
Batch 2				
Batch 3				
Batch 4				
Batch 5				
Total				
Convertible Securities				
Issue 1	Amount	Conversion	Conversion	New
Issue 2		Price	Ratio	Shares
Issue 3				
Issue 4				
Issue 5				
Total				

Nel calcolare il numero di azioni relative all'azienda, tutte le opzioni *in-the-money* ed i *warrants* sono convertiti considerando lo *strike price* medio senza considerare se essi siano esercitabili o meno. Questo lo si fa per scontato per ragioni di praticità e per il fatto che gli strumenti considerati sono *in-the-money* e quindi vi è ragionevolmente la volontà di esercitare.

In caso contrario, qualora le opzioni ed i *warrants* fossero *out-of-the-money* non sarebbero considerati convertiti, pertanto, non rientrerebbero nel computo del numero di azioni complessive.

Per quanto concerne i titoli convertibili oppure i titoli legati al valore dell'equity, è necessario determinare se essi siano *in-the-money* o meno e nel caso lo fossero, effettuare la conversione rispettando i termini e le previsioni di variazioni di controllo come riportato in dettaglio nel prospetto.

Per quanto concerne invece le transazioni di M&A in cui l'azienda obiettivo è privata, l'equity value è semplicemente determinato attraverso la sottrazione del debito netto dall'enterprise value.

Come brevemente accennato in precedenza, è bene considerare che le modalità di acquisto possono differire tra un misto di denaro, azioni ed altri titoli che l'acquirente offre agli azionisti della società obiettivo.

A discapito di quanto si è affermato precedentemente in merito alle azioni, ossia che sono un modo di partecipare ai futuri incrementi di valore della società obiettivo, alcuni azionisti potrebbero preferire il denaro rispetto al pagamento in azioni in luce del suo valore garantito e stabile. Nonostante ciò, molti azionisti preferiranno comunque il pagamento in azioni, in ragione della loro fiducia rispetto alla capacità dell'impresa di generare valore futuro.¹⁸

Infine, è necessario considerare anche l'effetto fiscale di una scelta rispetto all'altra.

In una transazione effettuata esclusivamente con denaro, l'acquirente effettua un'offerta per acquisire tutte, oppure parte, delle azioni della società obiettivo.

In questo caso la valutazione dell'equity value è effettuata semplicemente attraverso la moltiplicazione del prezzo offerto per azione per il numero di azioni. Come affermato, il denaro rappresenta la forma più basilica e certa di valore con cui effettuare il pagamento in una transazione.

Come è comprensibile, la ricezione del pagamento in denaro da parte degli azionisti della società obiettivo comporta il dovere di pagare le imposte sui profitti, al contrario di quanto avverrebbe nel caso essi ricevessero delle azioni, che non risulterebbero tassabili fino al momento della vendita di esse.

Ancora, nel caso di una transazione effettuata con la modalità *stock-for-stock* il calcolo dell'equity value può essere basato su un tasso di cambio fisso, oppure, un tasso di cambio variabile.

Il tasso di cambio fisso è calcolato attraverso la divisione tra il prezzo offerto per azione alla società obiettivo ed il prezzo per azione della società acquirente.

Il tasso di cambio fisso rappresenta una misura di quante azioni della società acquirente sono offerte in cambio di ciascuna azione della società obiettivo.

Con il tasso di cambio variabile invece, il numero di azioni della società acquirente offerte per ciascuna azione della società obiettivo è variabile, ossia è soggetto a fluttuazioni.

2.4.1 Tasso di cambio fisso

Ad esempio nel caso in cui la società acquirente decidesse di scambiare mezza azione propria per ogni azione della società obiettivo, il tasso di cambio dell'operazione in questo caso si attesterebbe a 0.5.

¹⁸ Coda, V., Brunetti, G., e Barbato Bergamin, M., (1974), *Indici di bilancio e flussi finanziari*, Etas Libri, Milano.

Continuando l'esempio, nel caso in cui le azioni della società acquirente fossero prezzate in Borsa 40 € ciascuna e l'azienda in questione fosse disposta ad offrire 20 € ad azione per acquisire la società obiettivo, questo condurrebbe appunto ad un tasso di cambio di 0.5 determinato da 20/40.

Ancora, il prezzo per azione della società obiettivo offerto da parte della società acquirente è calcolato attraverso la moltiplicazione del tasso di cambio per il prezzo per azione della società acquirente. Inoltre, dopo aver derivato il prezzo offerto per azione è necessario moltiplicare quest'ultimo per il numero di azioni, ottenendo così l'equity value associato.

È bene sottolineare che utilizzando un tasso di cambio fisso, il prezzo per azione offerto alla società obiettivo si muove in linea con il sottostante prezzo per azione della società acquirente. Nonostante ciò, l'ammontare di azioni che la società obiettivo riceve da parte della società acquirente è fisso. Per fini di chiarezza espositiva si allega ora una figura esplicativa.

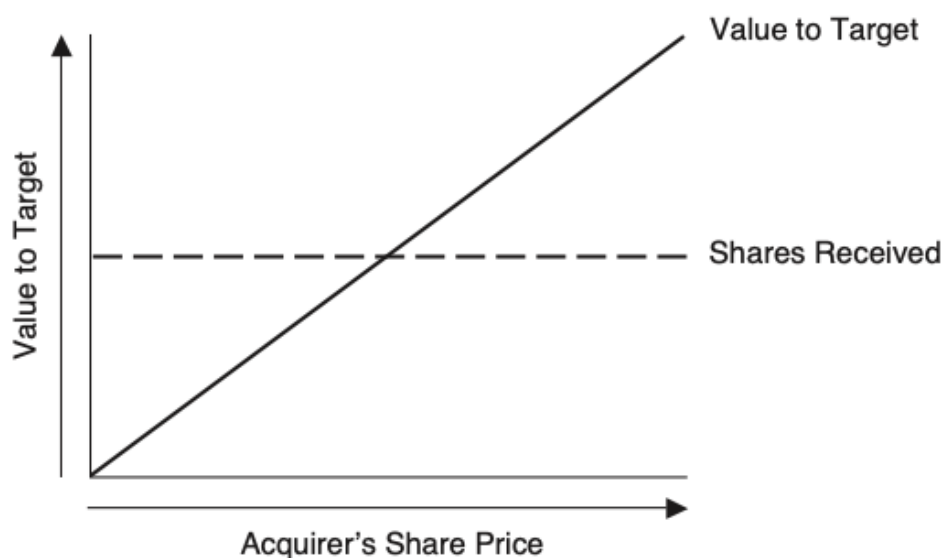


Figura 2.1. Tasso di cambio fisso, value to target ed azioni ricevute. Fonte: Rosenbaum, J. & Pearl, J., (2009)

Risulta evidente come le azioni ricevute da parte della società obiettivo e le rispettive quote di proprietà della società obiettivo e della società acquirente rimangano fisse e non siano in alcun modo influenzate dai movimenti di prezzo avvenuti tra l'esecuzione dell'accordo definitivo e la chiusura dell'operazione.

Infatti, a seguito della comunicazione di un deal i mercati borsistici iniziano immediatamente ad assimilare le informazioni ricevute, pertanto, alla luce della percezione del valore della transazione i prezzi di Borsa delle azioni della società obiettivo e della società acquirente iniziano a muoversi.

Da quanto esposto si comprende come sia la società obiettivo ad essere soggetta al rischio di decremento del prezzo di Borsa delle azioni della società acquirente, in quanto, ne deriverebbe di riflesso un minor valore per la società obiettivo stessa.

Nonostante ciò è sempre la stessa società obiettivo a preservare la possibilità di beneficiare di eventuali aumenti di prezzo delle azioni della società acquirente, siano essi immediati o differiti nel tempo.

Il tasso di cambio fisso è senza dubbio la modalità di compenso più utilizzata qualora una transazione di M&A sia strutturata attraverso il pagamento in stock-for-stock.

2.4.2 Tasso di cambio variabile

Il tasso di cambio variabile è dato dall'ammontare di euro che l'acquirente è disposto a pagare per ogni azione della società obiettivo, sotto forma di azioni della società acquirente.

In una struttura a tasso di cambio variabile, al contrario di una struttura a tasso di cambio fisso, il prezzo offerto per azione è fissato, ed il numero di azioni scambiate si muove con i movimenti di prezzo delle azioni della società acquirente.

Il numero di azioni scambiate è tipicamente basato sulla media di prezzo delle azioni della società acquirente, calcolata in uno specifico arco temporale, precedente alla chiusura della transazione.

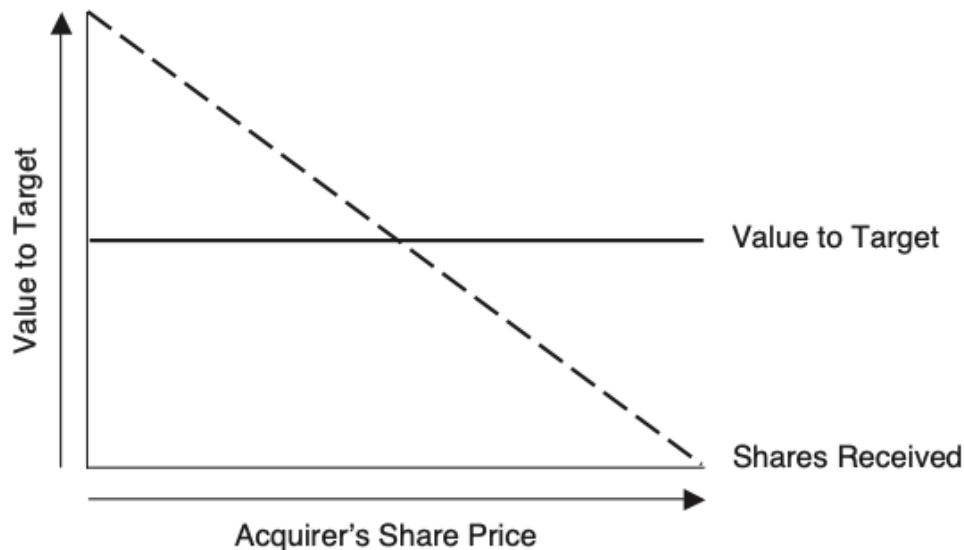


Figura 2.2. Tasso di cambio variabile, value to target ed azioni ricevute. Fonte: Rosenbaum, J. & Pearl, J., (2009).

Come si nota a partire dalla figura 2.2, in questo caso gli azionisti della società obiettivo hanno la certezza in merito al valore ricevuto per azione, in quanto è la società acquirente ad accollarsi tutto il rischio di una eventuale discesa del prezzo delle sue stesse azioni.

Generalmente, un'operazione è strutturata utilizzando un tasso di cambio variabile quando la società acquirente è significativamente maggiore rispetto alla società obiettivo. In questi casi l'utilizzo di tal struttura è basato sul fatto che mentre un declino importante nel business della società obiettivo non impatterebbe sostanzialmente il valore della società acquirente, non vale il reciproco.¹⁹

2.4.3 Cash and stock transaction

In un'operazione basata su cash and stock, l'acquirente offre una combinazione di questi due elementi come forma di pagamento.

La parte di denaro dell'offerta rappresenta un valore fisso, offerto per azione, alla società obiettivo. La parte di azioni invece, può essere fornita assumendo un tasso di cambio fisso oppure un tasso di cambio variabile. Il calcolo del prezzo offerto per azione e dell'equity value in una cash and stock transaction, assumendo un tasso di cambio fisso, è evidenziato nella figura 2.3.

¹⁹ Pivato, G., (1990), *Trattato di finanza*, Franco Angeli, Milano.

$$\begin{aligned}
 \text{Offer Price per Share} &= \text{Cash Offer per Share} + \left(\text{Exchange Ratio} \times \text{Acquirer's Share Price} \right) \\
 \text{Equity Value} &= \left(\text{Cash Offer per Share} + \left(\text{Exchange Ratio} \times \text{Acquirer's Share Price} \right) \right) \times \text{Target's Fully Diluted Shares Outstanding}
 \end{aligned}$$

Figura 2.3. Calcolo del prezzo offerto e dell'equity value, cash and stock operation.
 Fonte: Rosenbaum, J. & Pearl, J., (2009).

L'enterprise value è il valore totale offerto da parte dell'acquirente per l'acquisto delle azioni della società obiettivo, calcolato considerando anche il rifinanziamento del debito netto della stessa società.
 La figura 2.4 riporta l'equazione volta ad ottenere l'enterprise value come somma di: equity value, debito netto, azioni privilegiate ed azioni di minoranza.

$$\begin{aligned}
 \text{Enterprise Value} &= \text{Equity Value} + \text{Total Debt} + \text{Preferred Stock} + \text{Noncontrolling Interest} - \text{Cash and Cash Equivalents} \\
 &= \left(\text{"Unaffected" Share Price} + \text{Premium Paid} \right) \times \text{Fully Diluted Shares Outstanding} + \text{Total Debt} + \text{Preferred Stock} + \text{Noncontrolling Interest} - \text{Cash and Cash Equivalents}
 \end{aligned}$$

Offer Price Per Share

Figura 2.4. Calcolo del prezzo offerto e dell'equity value, cash and stock operation
 Fonte: Rosenbaum, J. & Pearl, J., (2009).

Come anticipato, per quanto concerne i multipli utilizzati ed il calcolo di essi, nella PTA i multipli calcolati sono tipicamente maggiori rispetto ai multipli calcolati attraverso il metodo comparable companies analysis, in ragione del premio pagato per il controllo e/o per le sinergie attuabili.

Nel calcolo, l'equity value è impiegato tipicamente come multiplo dell'utile; mentre l'enterprise value è usato tipicamente come multiplo dell'EBITDA, dell'EBIT o del fatturato. Inoltre, i multipli in questione sono tipicamente calcolati sulla base dei risultati economici e finanziari degli ultimi dodici mesi disponibili.

Appare evidente come i risultati economici e finanziari in questione debbano essere aggiustati per gli elementi non ricorrenti, con l'obiettivo di calcolare dei multipli oggettivi in grado di riflettere la performance normalizzata e realizzata della società obiettivo.

Il premio per il controllo si riferisce all'ammontare incrementale di euro pagati per ciascuna azione rispetto al prezzo di Borsa, espresso sotto forma di percentuale.

Come si può intuire è rilevante esclusivamente per le società quotate.

Per calcolare il premio per il controllo pagato ad una data specifica è importante utilizzare la quotazione di Borsa delle azioni della società obiettivo non influenzate da rialzi o da ribassi conseguenti all'annuncio dell'operazione di acquisizione.

Il prezzo di chiusura del giorno precedente rispetto all'annuncio della transazione serve tipicamente come *benchmark* di prezzo non influenzato dall'annuncio di tale operazione.

Inoltre, per avere maggiore certezza in merito all'utilizzo di un prezzo non influenzato dall'annuncio della transazione, da possibili dispersioni di informazioni o da possibili fluttuazioni di mercato, solitamente si utilizzano diversi intervalli di tempo in cui si analizza il prezzo.

La formula per calcolare il premio pagato è la seguente:

$$\frac{\text{Prezzo offerto per azione}}{\text{Prezzo di Borsa normalizzato}} - 1 = \% \text{ premio pagato}$$

Per quanto concerne invece le sinergie, quest'ultime sono legate alle aspettative di risparmio di costo, alle aspettative in merito le opportunità di crescita e ad altri benefici finanziari derivanti dalla combinazione dei due business in questione.

Le sinergie rappresentano un valore tangibile per l'acquirente sotto forma di futuri cash flows e di maggiori introiti, in ottica di quanto potrebbe essere raggiunto dalla combinazione dei due business in questione, rispetto alla considerazione di entrambi su base singola.

Pertanto, l'ammontare e la probabilità con cui possono essere realizzate le sinergie gioca un ruolo fondamentale per l'acquirente nell'effettuare la valutazione in merito alla società obiettivo. A livello teorico maggiori sono le sinergie ottenibili, maggiore è altresì la valutazione della società obiettivo.

2.5 Quarta fase: confronto con le altre acquisizioni comparabili

La quarta fase dell'analisi è relativa ad uno studio approfondito delle acquisizioni comparabili selezionate, al fine di determinare le più significative e derivare così la valutazione della società obiettivo.

Come è comprensibile l'utilizzo di un software di calcolo come Microsoft Excel è fondamentale, in quanto serve da base input in cui inserire i dati in merito ai multipli e le informazioni relative a ciascuna transazione scelta.

I dati immessi saranno poi sintetizzati e presentati in forma aggregata per una comparazione più specifica e puntuale tra di essi.

Risulta intuibile come una transazione recente relativa ad un diretto competitor, con un profilo finanziario simile è tipicamente più rilevante di una transazione avvenuta in passato, relativa ad un'azienda avente un profilo finanziario ed un ciclo di business differente, oppure relativa ad un *player* marginale del settore.

Un'analisi ben fatta considera altri aspetti tra cui: le condizioni di mercato e le dinamiche intervenute durante l'operazione, congiuntamente al profilo finanziario. Pertanto, sulla base di questi aspetti e di quelli esposti in precedenza si procede all'individuazione delle transazioni più significative ed all'eliminazione delle restanti.

2.6 Quinta fase : determinazione della valutazione

Nella fase cinque conclusiva dell'analisi, i multipli utilizzati nelle transazioni delle acquisizioni comparabili sono impiegati per determinare una valutazione implicita della società obiettivo.

Gli standard variano chiaramente da settore a settore, nonostante ciò i multipli chiave attraverso i quali derivare un range di valutazione sono solitamente : *ENTERPRISE VALUE / EBITDA* ; *EQUITY VALUE / UTILE NETTO* e nel caso fosse un'azienda quotata *PREZZO OFFERTO PER AZIONE / UTILI DISTRIBUITI PER AZIONE*.

Tipicamente, per ottenere il range di valutazione ci si basa molto sulla media e sulla moda dei multipli relativi all'insieme di transazioni comparabili considerate, con le statistiche di massimo e di minimo utilizzate come referenze.

Nonostante la media e la moda dei multipli considerati siano dei punti di riferimento importanti, solitamente ci si focalizza su un numero di circa tre transazioni strettamente comparabili su cui stabilire il range di valutazione.

Ad esempio se il team incaricato ha calcolato una media di 7.0x inerente al multiplo *ENTERPRISE VALUE/EBITDA* per l'insieme di transazioni comparabili, ma le transazioni più significative sono state effettuate con multipli che vanno dal 7.5x all' 8.0x, risulterà più opportuno stabilire un range di valutazione che va dal 7.0x all' 8.0x.

Infine, il range prescelto per quanto concerne il multiplo sarà poi applicato alle statistiche finanziarie realizzate negli ultimi dodici mesi per derivare così il range di prezzo associato.

2.7 Alcune osservazioni

Sicuramente i punti di forza di questa metodologia valutativa sono i seguenti: le analisi sono basate su acquisizioni recenti ed i premi sono pagati per aziende simili; le transazioni recenti tendono a riflettere le condizioni di M&A prevalenti dei mercati dei capitali e dell'economia; i multipli forniscono un approccio lineare ed un punto di riferimento tra settori ed archi temporali; è relativamente semplice l'applicazione in quanto una serie di multipli relativi a delle transazioni scelte forniscono la base valutativa; infine, non si basa su assunzioni ed ipotesi in merito al futuro ma si basa sull'oggettività dei dati storici.²⁰

I punti di debolezza del metodo sono invece i seguenti: i multipli considerati potrebbero essere distorti dalle condizioni del mercato dei capitali e dell'economia in cui si è svolta la transazione; per quanto recenti le transazioni appartengono comunque al passato e pertanto non riflettono completamente le condizioni attuali; in alcuni casi potrebbe esservi carenza di informazione tale da non permettere di stabilire i multipli utilizzati; in molti casi potrebbe essere complesso reperire un congruo insieme di precedenti transazioni; infine, i multipli pagati potrebbero essere basati sulle aspettative future e non sulle performance realizzate negli ultimi dodici mesi.

²⁰ Perrini, F., (1998), *Capitale di rischio e mercato per PMI*, Egea, Milano.

CAPITOLO 3

LA COMPARABLE COMPANIES ANALYSIS

3.1 Introduzione alla comparable companies analysis

La metodologia valutativa *comparable companies analysis* è una delle principali utilizzate ed è volta ad attribuire un valore ad un'azienda, ad una divisione, ad un business o ad un insieme di asset.

Essa fornisce come output un benchmark di mercato attraverso cui effettuare una comparazione e stabilire una valutazione per un'azienda privata oppure un'azienda quotata in Borsa.

Tale metodologia valutativa ha molte applicazioni, tra le più ricorrenti: operazioni di M&A, offerte pubbliche iniziali (IPOs), ristrutturazioni e decisioni di investimento.

La logica sottostante a tale metodologia valutativa è la seguente, ossia: aziende simili forniscono un punto di riferimento importante per valutare un'azienda obiettivo, questo è dovuto al fatto che esse condividono simili caratteristiche dal punto di vista finanziario e di business, simili driver di performance e simili rischi. È proprio questo il motivo per cui il team della banca d'investimento incaricata può stabilire una valutazione per l'azienda obiettivo a partire dal suo posizionamento relativamente alle aziende comparabili.

In seguito ad aver selezionato un insieme di aziende comparabili sono calcolati i multipli per ciascuna di essa, essi servono come base per derivare un range valutativo per la società obiettivo.

I multipli sono rapporti tra: grandezze significative di bilancio, grandezze significative di Borsa e statistiche finanziarie. Le grandezze di bilancio più comunemente impiegate sono gli utili, il valore contabile del capitale proprio ed il fatturato.

Il range valutativo per la società obiettivo è calcolato applicando i multipli determinati, ai profili finanziari della società selezionati, considerati più rilevanti. La metodologia valutativa *comparable companies analysis* (CCA) è volta a riflettere la valutazione corrente basata sulle condizioni di mercato prevalenti e sul *sentiment* degli investitori.

Questo, in alcune situazioni di forte irrazionalità, può distorcere le valutazioni troppo al ribasso o troppo al rialzo. Inoltre, per quanto simili due aziende non saranno mai identiche, pertanto, in alcuni casi l'applicazione di questo metodo può perire nell'identificazione del vero valore dell'azienda.

Come ogni metodologia valutativa anche quest'ultima, assume più rilevanza se utilizzata e comparata assieme ad altre metodologie valutative.

Stabilire una valutazione attraverso l'applicazione di questa metodologia valutativa è un processo che si compone di cinque fasi fondamentali, le quali saranno di seguito esposte.

3.2 Prima fase: aziende comparabili

Al fine di identificare aziende con profili di business e caratteristiche finanziarie simili è bene inizialmente comprendere a fondo le caratteristiche della società obiettivo.

La modalità per identificare aziende comparabili è relativamente intuitiva, ossia, le aziende nello stesso settore ed aventi dimensioni analoghe.

Nel caso non fosse possibile trovare aziende comparabili in tal modo, è bene proseguire la ricerca all'esterno del settore core, alla ricerca di aziende che hanno dei simili profili finanziari e di business rispetto l'azienda obiettivo.

Ad esempio, nel caso di un'azienda di medie dimensioni che produce vetri per finestre residenziali potrebbe avere dei limitati competitor oppure non averne proprio.

Nonostante ciò, se l'insieme di aziende *comparable* viene esteso ad includere anche aziende che commerciano con i costruttori edili o che sono esposte al ciclo di business nel mercato immobiliare, la probabilità di includere aziende comparabili aumenta sensibilmente. Proseguendo con l'esempio, la lista di potenziali aziende comparable potrebbe essere estesa a costruttori di prodotti correlati quali: piani cucina, tetti, porte, armadi, bagni e via dicendo.

Nel corso di questa fase, come comprensibile, il team incaricato è incoraggiato a studiare quante più aziende ed imprese connesse al settore possibile.

Vi sono una serie di aspetti rilevanti da analizzare legati ai profili di business ed ai profili finanziari se si vogliono trovare aziende comparabili, di seguito saranno analizzati in dettaglio.

3.2.1 Profili di business

Il primo profilo di business da analizzare è il settore, questo fa riferimento all'industria oppure al mercato in cui opera l'impresa in questione. Tale settore può essere suddiviso a sua volta in sub-settori, il che facilita l'individuazione delle aziende maggiormente comparabili.²¹

A titolo di esempio il settore industriale è composto a sua volta da più settori quali: difesa, automotive, packaging e via dicendo.

Il settore in cui opera un'impresa fornisce delle indicazioni chiave in merito ai driver chiave, ai rischi ed alle opportunità.

Ad esempio un settore ciclico come quello petrolifero avrà dei risultati molto più volatili di un settore stabile come quello dei beni di consumo.

È bene sottolineare però come settori ciclici o molto frammentati possano presentare delle opportunità di crescita sconosciute ad aziende che operano in settori consolidati e stabili.

Un altro profilo di business da analizzare riguarda l'identificazione dei prodotti e servizi offerti da un'impresa, essi compongono il *business model* della stessa. Pertanto, aziende che producono beni simili o forniscono servizi analoghi sono spesso delle valide aziende comparabili.

I prodotti sono intesi come commodities o prodotti a valore aggiunto che un'azienda produce o rifinisce. I servizi sono intesi come azioni o funzioni effettuati da un'entità a beneficio di un'altra. Molte aziende forniscono sia beni che servizi mentre altre forniscono l'uno o l'altro. Ancora, molte aziende forniscono un insieme diversificato di beni e servizi, mentre altre sono più specializzate.

Un ulteriore profilo di business rilevante da analizzare è la clientela ed il mercato finale. La clientela si riferisce a coloro che acquistano i beni e servizi offerti dall'impresa, pertanto, aziende con una base di clienti simile tendono a condividere simili opportunità di crescita e rischi.

Di rilievo è la quantità e la diversità della base di clienti, infatti, mentre alcune imprese servono una base di clienti molto ampia, altre sono focalizzate o specializzate su una certa nicchia di mercato. Se da un punto di vista di *risk management* è opportuno avere una base di clienti non troppo concentrata, dall'altro punto di vista è altresì vantaggioso servire un mercato di nicchia.

I mercati finali sono intesi come i luoghi in cui l'azienda vende i propri beni e/o servizi, è bene pertanto che essi siano distinti dai clienti. Ad esempio un'azienda potrebbe vendere nel mercato immobiliare ma a clienti finali e non a costruttori.

²¹ Onado, M., (1992), *Economia dei sistemi finanziari*, Il Mulino, Bologna.

Generalmente le performance di un'impresa sono dettate da aspetti economici ed altri fattori legati al mercato finale, pertanto, è ragionevole attendersi analoghe performance da aziende che vendono prodotti e servizi allo stesso mercato finale. Un ulteriore profilo di business importante è legato ai canali distributivi, intesi come i canali attraverso cui l'impresa in questione vende i propri beni e servizi ai clienti finali. Essi rappresentano un driver chiave legato alla strategia operativa, alle performance realizzate ed infine al valore creato. Le aziende che vendono all'ingrosso hanno un'organizzazione ed una struttura di costo sostanzialmente differente rispetto alle aziende che vendono al dettaglio.

L'ultimo aspetto chiave legato al profilo di business è sicuramente la geografia, infatti le aziende che hanno stabilimenti e vendono in differenti nazioni del mondo differiscono sostanzialmente per business driver e caratteristiche da aziende operanti in un'unica nazione. Tali aspetti di differenza hanno a che vedere con : i tassi di crescita, l' ambiente macroeconomico, le dinamiche competitive, la legislazione, le consuetudini e via dicendo.

È quindi logico attendersi delle disparità in termini di valutazioni tra aziende comparabili ma operanti in differenti nazioni e soggette a legislazioni differenti.

In alcuni casi però, come ad esempio il settore del petrolio e del gas, in cui le imprese operano su scala mondiale, l'aspetto geografico impatta in misura minore rispetto al prezzo applicato al bene in questione e le condizioni globali di mercato.

3.2.2 Profili finanziari

Il primo profilo finanziario da analizzare riguarda le dimensioni, quest'ultime sono solitamente misurate in termini di valutazione di mercato, quindi equity value ed enterprise value, ma anche attraverso statistiche finanziarie chiave quali: fatturato, EBITDA, EBIT ed utile netto. A livello generale aziende con dimensioni analoghe operanti in un dato settore tendono ad avere dei multipli simili, a differenza di aziende dimensionalmente differenti operanti sempre nello stesso settore.

L'analogia tra aziende aventi simili dimensioni solitamente si riscontra anche in termini di: economie di scala, potere d'acquisto, livello di prezzo, clientela, prospettive di crescita e liquidità delle azioni nei mercati borsistici.

Conseguentemente, differenze dimensionali riflettono spesso differenze in termini di valutazione, pertanto, le aziende comparabili sono spesso ricercate in aziende di dimensioni analoghe.

Un altro aspetto rilevante in merito al profilo finanziario è la profittabilità, intesa come la capacità di un'azienda di convertire le vendite in profitti. I margini di profittabilità impiegano solitamente una misura di profitto a numeratore (EBITDA, EBIT, utile netto) ed il fatturato a denominatore.

A livello generale, per aziende nello stesso settore aventi margini di profitto maggiori coincidono valutazioni superiori.

Un ulteriore aspetto rilevante in merito al profilo finanziario è il tasso di crescita, esso è determinato a partire dalle performance storiche e future previste, rappresenta pertanto un importante driver per la valutazione.

Gli investitori solitamente premiano le aziende con tassi di crescita maggiori mediante dei multipli più alti rispetto a quelli attribuiti ad aziende inferiori per tasso di crescita. Gli investitori analizzano inoltre se la crescita è principalmente organica oppure determinata da acquisizioni, preferendo chiaramente la prima opzione.

Nel calcolare il tasso di crescita solitamente si analizzano statistiche finanziarie quali: utili per azione (EPS), EBITDA, fatturato e via dicendo. È bene sottolineare come il tasso di crescita dell'EPS sia maggiormente significativo per aziende mature, mentre per aziende in fase di start-up con bassi o addirittura negativi utili è più significativo analizzare la crescita del fatturato o dell'EBITDA.

Inoltre, il return on investment (ROI), che misura la capacità dell'azienda di remunerare il capitale investito è un altro indicatore importante per analizzare il profilo finanziario.

Gli indici ROI utilizzano solitamente una misura di profittabilità al numeratore, come ad esempio: EBIT, NOPAT ed utile netto ed una misura di capitale al denominatore, come ad esempio: capitale investito, patrimonio netto ed asset totali. Gli indici più significativi e più utilizzati della metrica inerente il ROI sono: il return on invested capital (ROIC), il return on equity (ROE), il return on asset (ROA) e via dicendo.

Infine, dal punto di vista del profilo finanziario risulta molto importante l'analisi del merito di credito dell'impresa in questione, quest'ultimo si rifà al grado di affidabilità dell'impresa come debitrice. Esso è tipicamente misurato a partire dal debito complessivo che grava sull'impresa in questione, inteso come *leverage*.

Il merito di credito mostra inoltre l'abilità dell'impresa nell'effettuare il pagamento degli interessi sul debito, intesa come *coverage*. Riflette altresì rischi e benefici specifici dell'impresa e del settore.

3.3 Seconda fase: ricerca delle necessarie informazioni finanziarie

Le banche d'investimento generalmente dispongono di una lista di aziende divise per settore in cui sono riportati i multipli più rilevanti e le informazioni finanziarie principali, esse sono solitamente aggiornate con frequenza trimestrale o seguendo le specifiche operazioni compiute dalle stesse aziende presenti in lista.

Accade spesso però, come anticipato, che il team incaricato necessiti di partire da zero, in questi casi l'analisi dei competitor quotati dell'azienda obiettivo rappresenta la miglior soluzione da cui partire.

Questo poiché solitamente le aziende quotate analizzano la concorrenza ed i loro diretti competitor nei bilanci annuali e potenzialmente anche nei documenti di presentazione agli investitori.²²

Ancora, come anticipato, un'altra valida fonte di informazione è spesso data dalle pubblicazioni degli analisti di settore i quali spesso riportano in modo esplicito la lista di competitor e delle aziende comparabili secondo le loro analisi.

Oltre a ciò, in tali pubblicazioni sono contenute le stime individuali in merito alle performance future realizzabili dell'impresa, le quali possono essere usate per calcolare i multipli in ottica *forward-looking*. In esse sono generalmente incluse le stime in merito al fatturato, all'EBITDA, all'EBIT ed agli EPS per i successivi tre o cinque anni.

Inoltre, nelle pubblicazioni degli analisti di settore sono spesso contenute delle opinioni in merito alle voci non ricorrenti di bilancio ed alle transazioni di M&A e la situazione del mercato dei capitali. Questi, risultano utili per determinare il bilancio aggiustato per le voci non ricorrenti ed ottenere così la normalizzazione dei dati finanziari.

Ancora, una fonte addizionale d'informazione può derivare dalla documentazione a corredo di una recente transazione di M&A avvenuta nel settore d'interesse, in quanto contiene spesso degli estratti interessanti da una *fairness opinion*.

Come deducibile dal nome, una *fairness opinion* commenta ed analizza il prezzo offerto e le condizioni sottostanti all'operazione di M&A in questione, andando a fornire un'opinione sull'appropriatezza di esse o meno.

In aggiunta, le conferenze stampa rappresentano una fonte di informazione rilevante e sono tenute quando l'azienda ha qualcosa di importante da comunicare al pubblico, come ad esempio: l'annuncio sugli utili netti, lo stacco dei dividendi e l'ammontare di essi, i cambiamenti nel management, le operazioni di M&A e le transazioni nel mercato dei capitali e via dicendo.

Inoltre, il team incaricato può altresì ricercare aziende che operano nel settore dell'azienda interessata utilizzando i codici SIC o NAICS.

Ancora, la ricerca può avvenire altresì attraverso la sottoscrizione e la fruizione dell'informazione finanziaria derivante da portali quali: Capital IQ, FactSet, Thomson Reuters e Bloomberg i quali forniscono una serie di informazioni rilevanti utilizzando il codice SIC/ NAICS.

I codici SIC/ NAICS vengono solitamente utilizzati sia per stabilire un insieme iniziale di aziende comparabili da cui partire, sia per assicurarsi che nessuna azienda potenziale sia stata tralasciata.

²² Pivato, S. e Gilardoni, A., (1999), *Economia e gestione delle imprese*, Egea, Milano.

Ulteriori fonti informative possono essere i report pubblicati dalle agenzie di rating quali: Fitch, Moody's e S&P le quali possono fornire delle valide liste di aziende comparabili.

Infine, un aiuto fondamentale spesso deriva dall'esperienza e dalle conoscenze dei componenti più esperti del team, maturate sul campo e legate al settore specifico su cui opera la società obiettivo.

Al termine di questa fase ci sono solitamente sufficienti informazioni che consentono l'eliminazione di alcune imprese dall'insieme iniziale, oppure, che consentono la suddivisione delle aziende selezionate in base alla dimensione, al business, alla geografia e via dicendo.

Tabella 3.1. Comparable Companies Analysis, output page dei multipli utilizzati. Fonte: Rosenbaum, J. & Pearl, J., (2009).

ValueCo Corporation																				
Comparable Companies Analysis																				
<i>(if in millions, except per share data)</i>																				
Company	Ticker	Current Share Price	% of 52-wk. High	Equity Value	Enterprise Value	Enterprise Value /						LTM Total Debt / EPS								
						LTM Sales	2008 Sales	2009 Sales	LTM EBITDA	2008 EBITDA	2009 EBITDA		LTM EBIT	2008 EBIT	2009 EBIT	LTM EBITDA Margin	2008 EBITDA Margin			
LTM E Large-Cap																				
Value Brands	VUC	\$70.00	83%	\$8,820	\$14,712	1.7x	1.6x	1.4x	8.5x	7.8x	7.2x	10.0x	9.3x	8.5x	32%	3.2x	14.8x	13.6x	12.5x	16%
Peet Corp.	PPL	22.00	81%	8,660	11,283	0.9x	0.8x	0.8x	7.0x	7.1x	6.3x	8.4x	8.0x	7.4x	13%	2.3x	12.7x	12.1x	11.3x	13%
Spaulding Co.	SLD	57.00	76%	7,781	8,389	1.0x	0.9x	0.9x	7.4x	7.1x	6.3x	8.6x	8.3x	7.6x	14%	0.9x	14.0x	13.4x	12.5x	14%
Leiter & Co.	LCT	85.00	82%	7,495	9,673	1.2x	1.1x	1.1x	7.6x	7.1x	6.7x	9.5x	8.9x	8.4x	16%	1.9x	14.2x	13.3x	12.5x	17%
Drook Corp.	DMK	78.25	74%	5,094	6,161	0.9x	0.8x	0.8x	7.0x	6.8x	6.2x	8.4x	7.9x	7.4x	13%	1.9x	12.4x	11.7x	11.0x	10%
Mean						1.1x	1.1x	1.0x	7.5x	7.1x	6.6x	9.0x	8.5x	7.9x	15%	2.0x	13.8x	12.8x	11.9x	13%
Median						1.0x	1.0x	0.9x	7.4x	7.1x	6.5x	8.6x	8.3x	7.6x	14%	1.9x	14.0x	13.3x	12.3x	13%
LTM E Mid-Cap																				
Goodson Corp.	GDS	\$44.00	79%	\$4,358	\$5,534	0.9x	0.9x	0.9x	7.0x	6.8x	6.6x	9.0x	8.9x	8.5x	13%	1.5x	13.7x	13.5x	13.1x	13%
The Johnson Group	TJG	29.85	71%	3,772	5,202	0.8x	0.8x	0.7x	6.7x	6.4x	6.1x	11.6x	11.0x	10.4x	12%	2.4x	17.6x	17.1x	16.1x	16%
Pfizer, Inc.	PFI	42.90	78%	3,484	4,784	1.1x	1.1x	1.0x	7.3x	6.9x	6.4x	9.4x	8.9x	8.3x	16%	2.4x	13.4x	12.7x	11.8x	14%
Aster Industries	ADL	47.00	82%	2,600	3,149	0.8x	0.7x	0.7x	6.7x	6.3x	5.9x	8.7x	8.2x	8.6x	12%	1.2x	16.2x	14.4x	13.6x	11%
Lanxtern International	LNZ	26.50	81%	1,750	2,139	0.9x	0.8x	0.8x	7.2x	6.7x	6.3x	8.5x	8.0x	7.4x	13%	1.7x	13.3x	12.5x	11.6x	15%
Mean						0.9x	0.9x	0.8x	6.9x	6.6x	6.3x	9.6x	9.2x	8.7x	13%	1.9x	14.8x	14.0x	13.2x	14%
Median						0.9x	0.9x	0.8x	7.0x	6.7x	6.3x	9.4x	8.9x	8.6x	13%	1.7x	13.7x	13.5x	13.1x	14%
LTM E Small-Cap																				
Liquor Global	LIX	\$15.00	83%	\$1,050	\$1,650	0.9x	0.9x	0.8x	7.1x	6.8x	6.4x	8.3x	8.0x	7.5x	13%	3.1x	12.6x	12.1x	11.3x	13%
Memper Corp.	MCP	20.00	80%	1,000	1,500	1.1x	1.0x	0.9x	7.0x	6.7x	6.3x	8.6x	8.1x	7.5x	15%	2.6x	11.8x	11.1x	10.0x	15%
Maklema & Co.	MCM	16.50	78%	630	705	1.2x	1.1x	1.1x	7.3x	7.1x	6.6x	10.1x	9.8x	9.1x	17%	2.6x	19.0x	19.3x	17.9x	14%
Tip Co.	TIP	11.25	78%	321	441	0.9x	0.9x	0.8x	6.7x	6.5x	6.1x	9.1x	8.7x	8.2x	14%	2.1x	15.8x	15.0x	14.0x	15%
Puris Industries	PRS	10.25	73%	156	182	0.5x	0.5x	0.5x	5.5x	5.3x	5.0x	9.1x	8.9x	8.3x	10%	3.8x	14.3x	14.0x	13.1x	10%
Mean						0.9x	0.9x	0.8x	6.7x	6.5x	6.0x	9.0x	8.7x	8.1x	14%	2.8x	14.8x	14.3x	13.3x	13%
Median						0.9x	0.9x	0.8x	7.0x	6.7x	6.3x	9.1x	8.7x	8.2x	14%	2.6x	14.3x	14.0x	13.1x	13%
Overall																				
Mean						1.0x	1.0x	0.9x	7.0x	6.7x	6.3x	9.2x	8.8x	8.2x	14%	2.3x	14.3x	13.7x	12.8x	13%
Median						0.9x	0.9x	0.8x	7.0x	6.7x	6.3x	9.1x	8.9x	8.3x	13%	2.3x	14.0x	13.4x	12.5x	13%
High Low						1.7x 0.5x	1.6x 0.5x	1.4x 0.5x	8.5x 5.5x	7.8x 5.3x	7.2x 5.0x	11.6x 8.3x	11.0x 7.9x	10.4x 7.4x	20% 10%	3.8x 0.9x	15.9x 11.8x	15.3x 11.1x	14.7x 10.0x	16% 10%

3.4 Terza fase: statistiche finanziarie, multipli ed indici di bilancio delle aziende comparabili

Nel momento in cui le necessarie informazioni finanziarie per ciascuna azienda comparabile sono state trovate e importate in una input page di un applicativo come Microsoft Excel è possibile il calcolo delle statistiche finanziarie, degli indici di bilancio e dei multipli.

Al termine, le varie pagine di input contenenti i suddetti risultati saranno aggregate e presentate in forma di un'unica output page per la comparazione.

Il calcolo delle statistiche finanziarie, dei multipli e degli indici sarà ora presentato sotto forma di vari sotto capitoli per questioni di chiarezza espositiva.

3.4.1 La dimensione

La dimensione di un'azienda si calcola a partire dalla valutazione di mercato suddivisa in equity value ed enterprise value, inoltre, attraverso il calcolo delle statistiche finanziarie chiave ossia: margine industriale, EBITDA, EBIT ed utile netto.

Innanzitutto, l'equity value o capitalizzazione di mercato, è il valore delle azioni di una specifica azienda a cui si sommano le stock options in-the-money, i warrants ed i titoli convertibili considerati assieme.

L'equity value è calcolato moltiplicando il prezzo corrente per azione per l'ammontare complessivo di azioni, a cui si sommano gli altri strumenti finanziari in-the-money sopracitati.

È bene specificare che le stock option sono una forma di remunerazione aggiuntiva e non in denaro, forniscono infatti il diritto di acquistare le azioni della società ad un prezzo fissato all'interno di un certo periodo di tempo.

Un warrant è invece definito da Borsa italiana come: "lo strumento finanziario che conferisce al possessore il diritto di acquistare, sottoscrivere o vendere una determinata quantità di titoli a un prezzo predefinito e entro una scadenza stabilita, solitamente superiore all'anno, secondo un determinato rapporto di esercizio. Il warrant può essere regolarmente quotato in Borsa."²³

L'equity value se comparato con altre imprese fornisce una misura di dimensione, tipicamente si osserva anche il prezzo azionario corrente come percentuale rispetto al massimo storico dell'azione. Questo fornisce una prospettiva in merito alla valutazione ed al sentiment prevalente di mercato per la data azienda e per l'intero settore.

²³ <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/warrant.htm>

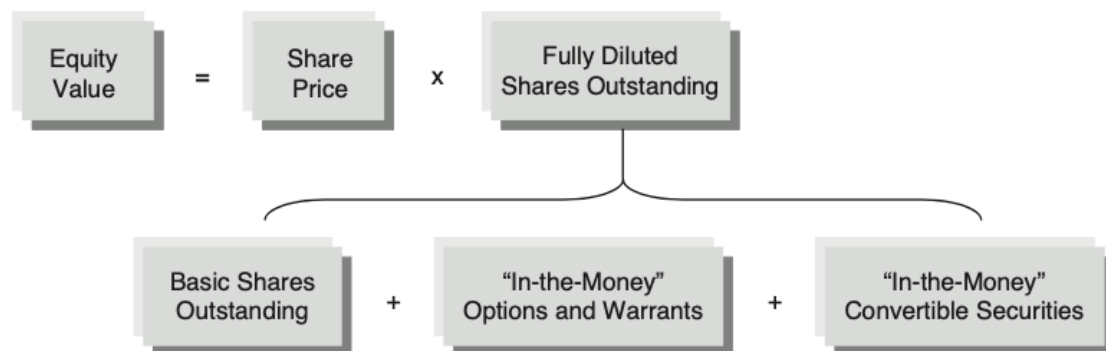


Figura 3.1. Calcolo dell'equity value. Fonte: Rosenbaum, J. & Pearl, J., (2009).

Come si nota dalla figura 3.1 il calcolo dell'equity value si basa sul calcolo del numero di azioni in circolazione, che a sua volta si basa sulla somma di tre elementi.

Il numero di azioni incrementalmente risultanti dalle opzioni in-the-money e dai warrants in-the-money sono calcolate attraverso il *treasury stock method (TSM)*. Invece, il numero di azioni incrementalmente risultanti dai titoli convertibili in-the-money ed i titoli legati all'andamento dell'equity sono calcolate attraverso il metodo *net share settlement (NSS)*.

Il TSM assume che tutte le *tranches* di opzioni in-the-money ed i warrants in-the-money siano esercitati allo strike price medio ponderato e che i profitti derivanti dall'esercizio dell'opzione ad esempio, siano utilizzati per riacquistare quote di azioni in circolazione sulla base del prezzo di mercato corrente.

Chiaramente se lo strike price è inferiore rispetto al prezzo di mercato, l'opzione è in-the-money e si considera esercitata, allo stesso tempo però, con i profitti che derivano dal suo esercizio il numero di azioni riacquistate sarà inferiore rispetto alle azioni addizionali emesse mediante l'esercizio dell'opzione. Il risultato è un'emissione netta di nuove azioni con conseguente effetto diluitivo.

(* In millions, except per share data; shares in millions)

Assumptions	
Current Share Price	\$20.00
Basic Shares Outstanding	100.0
In-the-Money Options	5.0
Weighted Average Exercise Price	\$18.00

Calculation of Fully Diluted Shares Using the TSM		
Options Proceeds	\$90.0	= In-the-Money Options x Exercise Price = 5.0 million x \$18.00
/ Current Share Price	\$20.00	= Options Proceeds / Current Share Price = \$90.0 million / \$20.00
Shares Repurchased from Option Proceeds	4.5	
Shares from In-the-Money Options	5.0	Current Share Price of \$20.00 > \$18.00 Exercise Price
Less: Shares Repurchased from Option Proceeds	(4.5)	= In-the-Money Options - Shares Repurchased = 5.0 million - 4.5 million
Net New Shares from Options	0.5	
Plus: Basic Shares Outstanding	100.0	= Net New Shares from Options + Basic Shares Outstanding = 0.5 million + 100.0 million
Fully Diluted Shares Outstanding	100.5	

Figura 3.2. Calcolo del Fully Diluted Shares outstanding attraverso il metodo TSM.
Fonte: Rosenbaum, J. & Pearl, J., (2009).

Come si nota dalla figura 3.2 il numero di azioni riacquistate con i profitti che derivano dall'esercizio dell'opzione sono minori rispetto al numero di azioni che devono essere acquistate da contratto d'opzione, questo fa sì che vi sia una nuova emissione di azioni da aggiungere alle azioni in circolazione con conseguente effetto diluitivo.

Per quanto concerne invece i titoli convertibili ed i titoli legati al valore dell'equity, necessitano anch'essi di essere considerati nel calcolo dell'equity value.

I titoli convertibili ed i titoli legati al valore dell'equity sono collocati a metà a livello concettuale tra il debito tradizionale ed il capitale di rischio, avendo infatti caratteristiche di entrambi. Essi includono un'ampia gamma di strumenti tra cui ad esempio i *cash-pay convertible bonds* che rappresentano uno strumento di debito con inclusa un'opzione call che consente lo scambio di parte del titolo con un definito numero di azioni sotto certe condizioni.

Chiaramente, il valore dell'opzione call inclusa consente all'emittente di pagare delle cedole minori rispetto a quelle che si pagherebbero su un titolo analogo senza inclusione dell'opzione.

Con il metodo di conversione *If-Converted Method* i titoli convertibili in-the-money sono convertiti in azioni aggiuntive rispetto a quelle in circolazione, il tutto attraverso la divisione dell'ammontare di convertibili per il prezzo di conversione. In seguito alla conversione sono considerati come equity e pertanto inclusi nel calcolo dell'equity value e chiaramente, da contratto, in seguito alla conversione saranno esclusi dal computo del debito totale dell'impresa.

L'equity value rappresentato dalla conversione verrà calcolato semplicemente moltiplicando le nuove azioni emesse mediante la conversione, con il prezzo di Borsa corrente.

La suddetta conversione, comporta altresì l'aggiustamento verso l'alto dell'utile dell'impresa in quanto le spese per interessi associate allo strumento di debito convertibile non sono più di competenza in seguito alla conversione. Chiaramente, l'ammontare risultante deve essere trattato a livello fiscale prima di essere aggiunto all'utile.

Tutto ciò fa comprendere un aspetto rilevante: se da un lato la conversione è diluitiva dal punto di vista di utili per azione (EPS) a causa dell'emissione di nuove azioni, dall'altro lato il risparmio su spese per interessi consente di aumentare gli utili.

(\$ in millions, except per share data; shares in millions)

Assumptions	
Stock	
Current Share Price	\$20.00
Basic Shares Outstanding	100.0
Convertible	
Amount Outstanding	\$150.0
Conversion Price	\$15.00

If-Converted	
Amount Outstanding	\$150.0
/ Conversion Price	\$15.00
Incremental Shares	10.0
Plus: Basic Shares Outstanding	100.0
Plus: Net New Shares from Options	0.5
Fully Diluted Shares Outstanding	110.5

= Amount Outstanding / Conversion Price = \$150.0 million / \$15.0
Calculated in Exhibit 1.7
= New Shares from Conversion + Net New Shares from Options + Basic Shares Outstanding = 10.0 million + 0.5 million + 100.0 million

Figura 3.3. Calcolo del Fully Diluted Shares outstanding attraverso il metodo If-Converted. Fonte: Rosenbaum, J. & Pearl, J., (2009).

Come si nota dalla figura 3.3 l'ammontare di debito in circolazione è diviso per il prezzo di conversione derivando così le azioni incremental da emettere, quest'ultime saranno poi aggiunte alle altre emissioni incremental derivanti dall'esercizio delle opzioni e dai warrants in-the-money.

Per quanto concerne invece il metodo di conversione *net share settlement (NSS)*, all'emittente è concessa la possibilità di soddisfare il face value di un titolo in-the-money anche mediante denaro oltre che mediante emissione di azioni. Infatti, l'eccesso di valore derivante dal prezzo corrente azionario rispetto al prezzo di conversione, sarà soddisfatto mediante l'emissione di nuove azioni, il restante sarà soddisfatto mediante denaro, dando così vita ad un numero di azioni emesse inferiore, il tutto per limitare l'effetto diluitivo.

Si allega ora la figura 3.4 inerente il confronto tra il metodo If-Converted ed il metodo Net Share Settlement, con il fine di chiarificare la differenza di effetto se si applica l'uno o l'altro metodo.

(# in millions, except per share data; shares in millions)

If-Converted		Net Share Settlement	
Amount Outstanding	\$150.0	Amount Outstanding	\$150.0
/ Conversion Price	\$15.00	/ Conversion Price	\$15.00
Incremental Shares	10.0	Incremental Shares	10.0
		x Current Share Price	\$20.00
		Total Value of Convert	\$200.0
		Less: Par Value of Amount Outstanding	(150.0)
		Excess Over Par Value	\$50.0
		/ Current Share Price	\$20.00
		Incremental Shares - NSS	2.5
		= Excess Over Par Value / Current Share Price = \$50.0 million / \$20.00	
		= Total Value of Convert - Par Value of Amt. Out. = \$200.0 million - \$150.0 million	
		= Incremental Shares x Current Share Price = 10.0 million x \$20.00	
		= Amount Outstanding / Conversion Price = \$150.0 million / \$15.00	
Incremental Shares - If-Converted	10.0		

Figura 3.4. Confronto tra il metodo If-Converted ed Net Share Settlement.
Fonte: Rosenbaum, J. & Pearl, J., (2009).

Continuando l'esempio, come si nota dalla figura 3.4, l'ammontare di azioni incremental con il metodo If-Converted risulta essere di 10 milioni, mentre l'ammontare di azioni incremental con il metodo Net Share Settlement risulta di essere di 2 milioni e mezzo.

In seguito alla disamina precedentemente trattata si può ora calcolare l'enterprise value o valore totale d'impresa, inteso come somma di tutti gli interessi dei proprietari ed altresì degli interessi dei debitori e dei fornitori di capitale.



Figura 3.5. Calcolo dell'Enterprise Value. Fonte: Rosenbaum, J. & Pearl, J., (2009).

Come si nota dalla figura 3.5 l'enterprise value è dato dalla somma di più fattori, quali: equity value, debito totale, azioni privilegiate, partecipazioni di minoranza e liquidità.

A livello teorico l'enterprise value è considerato indipendente dalla struttura di capitale adottata per l'impresa, in quanto, se ad esempio si intende aumentare l'indebitamento quest'ultimo sarà registrato in bilancio sotto forma di liquidità incrementale disponibile, presa con segno negativo in base alla formula; al contempo, tale incremento sarà compensato interamente dall'aumento del debito, preso con segno positivo.²⁴

Un ulteriore esempio è il seguente: se l'impresa emette nuove azioni e con i relativi profitti ripaga il debito esistente, anche questa operazione risulterebbe neutrale per l'enterprise value in quanto l'aumento dell'equity value sarebbe compensato interamente dalla diminuzione del debito totale.

Tutto ciò conduce alla seguente considerazione finale: aziende comparabili hanno altresì dei multipli comparabili, nonostante le differenze nella struttura del capitale che si è visto essere ininfluenti.

È bene sottolineare che l'unica sostanziale differenza riguarda le aziende molto indebitate, le quali potrebbero essere negoziate a sconto rispetto alle comparabili, alla luce del maggior rischio percepito e dei potenziali vincoli che ne derivano rispetto alla crescita futura.

In seguito a quanto esposto si arriva al calcolo delle statistiche finanziarie chiave per la quantificazione della dimensione dell'impresa.

La prima statistica finanziaria chiave è legata alla voce di conto economico inerente i ricavi o fatturato dell'impresa, essi rappresentano l'ammontare totale di euro raccolti da un'impresa durante uno specifico arco temporale nel vendere i propri prodotti e/o offrire i propri servizi. I livelli di fatturato ed il trend sono un fattore chiave nel determinare il posizionamento dell'impresa rispetto alle aziende comparabili.

²⁴ Damodaran, A., (2006), *Damodaran on Valuation: Security Analysis for Investment and Corporate Finance*, John Wiley & Sons, Hoboken, NJ.

A parità di altre condizioni, le aziende con fatturati maggiori tendono a beneficiare della scala, della quota di mercato, del potere d'acquisto, di un profilo di rischio minore e pertanto sono spesso ricompensate dal mercato con una valutazione maggiore rispetto alle aziende comparabili di minori dimensioni.

Un'altra statistica finanziaria chiave è il margine lordo industriale, definito dalla sottrazione tra i ricavi ed il costo dei beni venduti, esso va a definire il profitto incassato da un'impresa dopo aver sottratto i costi direttamente connessi alla produzione dei beni e dei servizi. Esso è un indicatore chiave di efficienza operativa e di potere di prezzo ed è solitamente espresso in percentuale rispetto alle vendite.

Un'ulteriore statistica finanziaria chiave e misura di profittabilità è l'EBITDA, largamente impiegato come proxy per misurare i flussi di cassa operativi in quanto riflette i costi totali operativi che l'impresa ha sostenuto nel produrre i beni e servizi offerti. Inoltre, l'EBITDA serve anche come misura per comparare l'azienda interessata con le altre comparabili operanti nello stesso settore, in quanto non è influenzato dalle differenze nella struttura del capitale e/o del regime fiscale.

L'EBIT invece, in modo simile all'EBITDA, è anch'esso non influenzato dal regime fiscale delle diverse imprese e serve come metrica volta a comparare le aziende interessate aventi una differente struttura di capitale. È tuttavia meno indicativo dei flussi di cassa operativi rispetto all'EBITDA, in quanto, è influenzato dagli ammortamenti e dalle svalutazioni.

Infine, l'utile netto, esso indica il profitto residuo dopo aver pagato tutte le spese attribuite all'esercizio di un'impresa. Può essere altresì visto come il guadagno disponibile per gli azionisti in seguito ad aver soddisfatto tutte le obbligazioni d'impresa.

3.4.2 La profittabilità

I margini di profittabilità sono molto significativi per un'azienda, procedendo in ordine logico, il margine lordo industriale, come anticipato, misura la percentuale di fatturato rimanente dopo aver sottratto i costi del venduto o COGS (cost of goods sold).

Esso è determinato dal costo diretto per unità sostenuto dall'impresa in questione, come ad esempio i costi per i materiali, i costi di lavorazione, i costi per il personale impegnato nella produzione e via dicendo. Questi sono tipicamente costi variabili, ossia variano al variare dei volumi produttivi, a differenza dei costi fissi.

$$\text{margine lordo industriale} = \frac{\text{fatturato} - \text{COGS}}{\text{fatturato}}$$

Come affermato in precedenza, i margini di EBITDA ed EBIT sono utilizzati come standard per misurare la profittabilità operativa di un'azienda e inquadrarla a livello relativo con le aziende comparabili.

$$\text{margine di EBITDA} = \frac{\text{EBITDA}}{\text{fatturato}}$$

$$\text{margine di EBIT} = \frac{\text{EBIT}}{\text{fatturato}}$$

Il margine di utile netto misura la profittabilità finale di un'impresa, è chiaramente influenzato sia dalla struttura del capitale sia dalla struttura fiscale. Infatti, aziende aventi simili margini di profittabilità operativa possono avere sostanziali differenze in merito ai margini di utile netto, in ragione proprio delle differenze relative alla leva finanziaria e quindi alla struttura del capitale. Ad influire nella differenza contribuisce poi anche il differente regime fiscale applicato.

$$\text{margine di utile} = \frac{\text{utile netto}}{\text{fatturato}}$$

3.4.3 La crescita

Nel calcolare i margini di crescita di un'impresa tipicamente si fa riferimento ai tassi di crescita realizzati in passato, ai tassi di crescita che si presume si realizzeranno in futuro ed altresì al tasso di crescita annuo geometrico o CAGR (compound annual growth rate).

Come per il calcolo di qualsiasi statistica finanziaria gli utili per azione o EPS (earning per share) devono essere aggiustati per gli elementi non ricorrenti al fine di essere significativi e di poter essere utilizzati ai fini previsivi.

$$\text{CAGR} = \left(\frac{\text{valore finale}}{\text{valore iniziale}} \right)^{\frac{1}{\text{numero di anni}}} - 1$$

3.4.4 Il ritorno sull'investimento

Il ritorno sull'investimento o ROIC (*return on invested capital*) misura il rendimento generato su tutto il capitale fornito ad un'impresa. Questo indice utilizza una statistica al lordo delle spese per interessi al numeratore, come ad esempio l'EBIT o l'EBIAT, ed una statistica media che include il debito e l'equity al denominatore.

$$ROIC = \frac{EBIT}{\text{debito netto medio} + \text{equity}}$$

Il ROE misura il rendimento generato sul capitale di rischio fornito all'impresa da parte dei suoi azionisti. Il ROE incorpora delle statistiche al netto delle spese per interessi, come ad esempio l'utile netto, al numeratore, ed una misura di capitale fornito dagli azionisti al denominatore.

$$ROE = \frac{\text{utile netto}}{\text{patrimonio netto}}$$

Il ROA misura il rendimento generato sugli asset dell'impresa, fornendo così una misura di efficienza del business.

$$ROA = \frac{\text{utile netto}}{\text{asset totali}}$$

Il *dividend yield* è una misura di rendimento per gli azionisti, ma da una differente prospettiva rispetto all'*earnings-based ratio*.

Infatti il *dividend yield* misura il dividendo annuale per azione pagato da un'impresa ad i suoi azionisti, espresso in percentuale rispetto al prezzo dell'azione. Il dividendo può essere distribuito in forma di denaro oppure sotto forma di ulteriori azioni.

$$\text{dividend yield} = \frac{\text{dividendo per azione}}{\text{prezzo corrente dell'azione}}$$

3.4.5 Il profilo di credito

Il *leverage* si riferisce al livello di indebitamento di un'impresa, quest'ultimo è monitorato costantemente sia dagli investitori a titolo di debito, sia dagli investitori a titolo di capitale.²⁵

Infatti, il livello di *leverage* è un indicatore delle politiche finanziarie adottate dall'impresa, del profilo di rischio dell'impresa ed altresì dalla sua capacità di crescita futura. Come regola generale, più alto è il livello di leverage di un'impresa, più alto è il rischio di *financial distress* dovuto all'onere di pagamento associato ad alte spese per interessi e rimborso del capitale.

L'indice di leverage ha molte versioni, generalmente la più significativa è con l'EBITDA al denominatore, in quanto essendo una misura grezza di flussi di cassa operativi fa sì che l'indice possa essere interpretato come misura di quanti anni di flussi di cassa operativi sono necessari al rimborso del debito.

$$\text{leverage} = \frac{\text{debito}}{\text{EBITDA}}$$

L'indice di debito sulla capitalizzazione totale esprime, come il precedente indice, un rischio finanziario crescente al crescere dell'indice stesso.

$$\text{debito su capitalizzazione totale} = \frac{\text{debito}}{\text{capitalizzazione totale}}$$

L'indice di *coverage* fa riferimento all'abilità dell'impresa di coprire le proprie spese per interessi. Al numeratore è generalmente posta una statistica finanziaria rappresentativa dei flussi di cassa operativi, mentre al denominatore sono poste le spese per interessi da coprire.

A livello intuitivo più alto è l'indice di coverage, migliore sarà la posizione dell'impresa associata al rischio di credito.

$$\text{interest coverage} = \frac{\text{EBITDA; EBITDA} - \text{CAPEX; EBIT}}{\text{spese per interessi}}$$

Per completare il profilo di credito di un'impresa si tratta ora il *rating* associato ad essa, che rappresenta una valutazione espressa da un'agenzia di rating indipendente, tipicamente Moody's, S&P e Fitch, in merito alla capacità

²⁵ Gaughan, P.A., (2005), *Mergers: What Can Go Wrong and How to Prevent It*, John Wiley & Sons, Hoboken, NJ.

dell'impresa di effettuare il pagamento per intero e nelle scadenze stabilite delle proprie obbligazioni.

I rating di credito sono tipicamente richiesti per le aziende in cerca di finanziamenti a titolo di debito nel mercato dei capitali, in quanto sarebbero pochi gli investitori disposti a fornire capitali di debito in seguito ad una nuova emissione di titoli derivanti da un'impresa sprovvista di rating.

È bene sottolineare, come anticipato, che prima di effettuare le proiezioni finanziarie è bene attuare gli aggiustamenti nel bilancio per gli elementi non ricorrenti.

Al fine di normalizzare la performance finanziaria di un'impresa è prassi comune l'aggiustamento dei bilanci per gli elementi una *tantum* non ricorrenti.

Tali aggiustamenti a posteriori riguardano il fatto di riaggiungere od eliminare delle poste relative ad esempio a costi e guadagni una *tantum* e pertanto non ricorrenti.

Il tutto è volto a fornire una visione più oggettiva e realistica delle performance realizzate dall'impresa, essendo esse poi la base per attuare le previsioni future.

Tipici costi non ricorrenti sono ad esempio: eventi di ristrutturazione aziendale, perdite nelle vendite, cambio di principi contabili, perdite su cause legali e via dicendo.

Al contrario, tipici guadagni non ricorrenti sono ad esempio: plusvalenze su vendite di asset, guadagni su cause legali, aggiustamenti fiscali favorevoli ed altri ancora.

Le poste non ricorrenti sono spesso evidenziate nei documenti a corredo del bilancio, ad ogni modo in molti casi risulta utile la capacità degli analisti di saper discriminare tra le poste, evidenziando quelle non ricorrenti.

L'individuazione varia a volte da azienda ad azienda, in quanto per alcune aziende delle poste potrebbero essere di natura straordinaria, mentre per altre aziende potrebbero essere ricorrenti.

Se si pensa ad esempio ad una causa farmaceutica, quest'ultima potrebbe ritrovarsi di frequente immischiata in cause legali, pertanto, le spese legali in questo caso non dovrebbero essere trattate come poste non ricorrenti, bensì come facenti parte della normale amministrazione del business.

Ancora, quando si effettuano gli aggiustamenti per elementi non ricorrenti è importante distinguere tra poste al netto delle tasse e poste al lordo delle tasse.

Ad esempio, un costo al lordo delle tasse legato ad una ristrutturazione aziendale, sarà semplicemente aggiunto per calcolare l'EBITDA e l'EBIT aggiustati.

Seguendo l'esempio, per calcolare l'utile aggiustato, sarà necessario applicare l'aliquota specifica al costo relativo la ristrutturazione aziendale prima di poterlo aggiungere all'utile.

Al contrario, se la stessa posta fosse considerata al netto delle tasse potrebbe essere aggiunta senza alcuna operazione all'utile, ma, per poter essere aggiunta e concorrere a formare l'EBIT, l'EBITDA o altri margini intermedi necessiterebbe di essere divisa per $(1 - t)$, con "t" aliquota fiscale, al fine di essere considerata al lordo delle tasse.

Per quanto concerne gli aggiustamenti da effettuare per eventi recenti essi sono legati a: transazioni di M&A, attività di finanziamento, conversione di titoli convertibili, stock split, riacquisto di azioni e via dicendo.

È bene quindi che prima di effettuare la valutazione il team incaricato sia al corrente di tutti gli eventi intercorsi recentemente, in modo da poterli trattare.

Il team incaricato trova solitamente evidenza di questi eventi ad esempio nei comunicati stampa rilasciati dall'impresa, nei bilanci recenti ed altresì nei documenti che l'azienda è tenuta a fornire al pubblico.

Se ad esempio un'azienda è stata interessata di recente da una transazione di M&A è necessario aggiustare il rendiconto finanziario di conseguenza.

Il bilancio è aggiustato per gli effetti della transazione aggiungendo il prezzo di acquisto, inclusi i debiti rifinanziati o eventuali nuovi debiti insorti.

Il conto economico sarà invece aggiustato con il fatturato ed i profitti incrementali che scaturiscono dall'operazione.²⁶

Il team incaricato si può affidare anche alle ricerche degli analisti, i quali tipicamente aggiornano le loro stime sulle performance finanziarie di un'impresa in seguito ad una transazione di M&A.

Tale team può quindi utilizzare le ricerche degli analisti in combinazione con i bilanci pro forma aggiustati secondo gli eventi recenti e le poste non ricorrenti, per calcolare in questo modo i multipli forward-looking.

3.5 Quarta fase: confronto con le aziende comparabili

Questa fase ha a che vedere con il confronto tra le comparable companies e l'azienda obiettivo in questione, l'obiettivo finale è infatti quello di determinare il *ranking* dell'azienda rispetto alle comparable al fine di inquadrare così un range di valutazione.

Questa fase si struttura a sua volta di due sotto-fasi, la prima è legata al confronto tra le statistiche finanziarie e gli indici delle aziende comparable e l'azienda interessata, in modo da definirne il relativo posizionamento.

²⁶ Damodaran, A., (2002), *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*, John Wiley & Sons, New York.

L'obiettivo in questa fase è anche quello di determinare le aziende più simili all'azienda obiettivo e quindi le maggiormente significative in termini di comparazione.

Ovviamente le statistiche finanziarie e gli indici ad oggetto sono sostanzialmente quelli trattati nella fase tre dell'analisi, inoltre, per ciascuno di essi ed in forma aggregata sarà poi calcolato il massimo, il minimo, la media e la mediana al fine di meglio inquadrare l'analisi.

Per determinare davvero il posizionamento dell'azienda obiettivo rispetto alle aziende comparabile il team incaricato deve avere una conoscenza approfondita anche delle comparabile companies, chiedendosi le ragioni alla base delle statistiche e degli indici. Ad esempio, qual è il motivo sottostante a dei margini di crescita così elevati? È un'azienda leader o follower? Sta guadagnando o perdendo quote di mercato? E via dicendo.

La seconda sotto-fase invece è volta ad analizzare e comparare i multipli di vendita delle aziende comparabile con l'azienda obiettivo, ponendo particolar enfasi alle aziende più simili e quindi per questo più significative. Come per la fase precedente anche in questa sarà calcolato il massimo, il minimo, la media e la moda al fine di fornire una referenza preliminare al team incaricato in modo da stabilire un range di valutazione per la società interessata.

In seguito ad aver analizzato i multipli, il team incaricato solitamente svolge un'ulteriore scrematura in modo da considerare solo le aziende strettamente comparabili.

3.6 Quinta fase : determinazione della valutazione

Questa rappresenta la fase finale in cui i multipli per le aziende comparabili servono come base per derivare un appropriato range di valutazione per l'azienda obiettivo. È bene sottolineare come nonostante in molti settori si utilizzino dei multipli specifici di valutazione, i più comunemente utilizzati ed applicabili a qualsivoglia azienda e/o settore sono i seguenti:

$$\frac{\text{Prezzo dell'azione}}{\text{EPS diluiti}} \quad ; \quad \frac{\text{Equity Value}}{\text{Utile netto}}$$

Il P/E ratio, calcolato come prezzo per azione diviso EPS diluiti oppure in modo analogo mediante equity value diviso utile netto, è tra i multipli più utilizzati.

Questo multiplo può essere visto come l'ammontare di euro che gli investitori sono disposti a pagare per un euro di profitti attuali o futuri.

Il P/E ratio è tipicamente rivolto ai profitti futuri in quanto gli investitori sono incentrati sulla crescita futura dei ricavi.

Aziende con P/E ratios maggiori rispetto alle aziende comparabili, tendono ad avere delle aspettative di crescita sugli utili maggiori rispetto alle aziende comparabili.

Ancora, il P/E ratio è particolarmente rilevante per aziende mature che hanno un'abilità dimostrata nell'aumentare costantemente i profitti, mentre non è rilevante per aziende con profitti limitati o addirittura negativi. Inoltre, come discusso in precedenza, l'utile netto è al netto appunto delle spese per interessi e pertanto influenzato dalla struttura del capitale. Due aziende simili in termini di dimensione e margini operativi possono avere utili sostanzialmente differenti e pertanto anche differenti P/E ratios in luce delle differenze in termini di leverage.

$$\frac{\textit{Enterprise Value}}{\textit{EBITDA}} \quad ; \quad \frac{\textit{Enterprise Value}}{\textit{EBIT}} \quad ; \quad \frac{\textit{Enterprise Value}}{\textit{Fatturato}}$$

L'enterprise value rappresenta gli interessi di ambo i creditori e gli azionisti della società ed è utilizzato al numeratore per dar vita a multipli con statistiche finanziarie non intaccate dal livello di indebitamento come l'EBITDA e l'EBIT.

L'EV/EBITDA è indipendente dalla struttura del capitale, dalle tasse e da ogni distorsione che potrebbe insorgere da differenze in termini di ammortamenti e deprezzamenti tra imprese differenti.

Per le suddette ragioni il multiplo EV/EBIT è meno usato rispetto alla versione con l'EBITDA al denominatore, anche se potrebbe tornar utile nelle situazioni in cui non si dispone dei dati in merito ai deprezzamenti e gli ammortamenti, o ancora, nelle situazioni in cui il CAPEX è molto elevato.

Infine l'EV/fatturato è utilizzato anch'esso come multiplo, anche se è meno significativo rispetto ai precedenti due summenzionati.

Il fatturato fornisce infatti un'indicazione della dimensione delle vendite ma queste non si traducono necessariamente in profitti e/o flussi di cassa, che rappresentano dei valori chiave.

Nonostante ciò in alcuni settori ed in alcuni casi come ad esempio nel caso di aziende con bassi o negativi utili, esso potrebbe rappresentare un punto interessante di valutazione.

Nel caso di un'azienda in fase di start-up operante nel settore tecnologico il cui fatturato sta aumentando vertiginosamente ma non è ancora in grado di produrre utili, potrebbe aver senso la valutazione anche attraverso tale multiplo.

Infine, dopo aver selezionato il tipo di multiplo, il range prescelto verrà applicato alla statistica finanziaria in questione per tradursi in una valutazione di prezzo.

Ad esempio se il multiplo scelto è l'EV/ EBITDA ed il range calcolato è compreso tra 6.0x fino a 7.0x e la statistica finanziaria è l'EBITDA previsto per l'anno successivo, dalla moltiplicazione tra il multiplo minimo e massimo scelto e l'EBITDA previsto si otterrà il range di prezzo per l'azienda obiettivo.

3.7 Alcune osservazioni

I punti di forza di questo approccio valutativo sono legati al fatto che è innanzitutto *market-based* in quanto l'informazione utilizzata per derivare la valutazione è basata su dati di mercato pubblici che riflettono il rischio, le aspettative ed il *sentiment* generale. Ancora, è facilmente misurabile e comparabile con le altre aziende. Inoltre, è veloce da adottare essendo basato su input facili da calcolare. Infine, essendo basato sui dati di mercato più recenti è sicuramente molto aggiornato e basato sul presente.

Al contrario, i punti di debolezza di questo approccio valutativo sono innanzitutto dati dal fatto che essendo basato su dati di mercato prevalenti, quest'ultimi possono essere distorti in periodi di particolare irrazionalità. Inoltre, nel caso di aziende *pure play* operanti in settori di nicchia, potrebbe essere complesso se non impossibile trovare aziende comparabili. Ancora, la valutazione basata sulle condizioni di mercato prevalenti potrebbe essere talvolta molto distante da una valutazione basata sui flussi di cassa generati dall'impresa. Infine, essendo la valutazione aziendale basata a sua volta sulla valutazione di altre imprese, questo potrebbe ricadere nella generalità senza riuscire a cogliere le peculiarità dell'azienda in questione in termini di aspetti di forza e di debolezza.

CAPITOLO 4

LA DISCOUNTED CASH FLOWS ANALYSIS

4.1 Introduzione alla discounted cash flows analysis

La metodologia valutativa *discounted cash flows analysis (DCF)* è una tipologia di valutazione largamente utilizzata dai professionisti finanziari.

Tale metodologia valutativa si basa sul principio secondo cui il valore di un'azienda, di una divisione, di un business o di un insieme di beni può essere derivato a partire dal valore attuale dei flussi di cassa prospettici ad essi legati.

I flussi di cassa prospettici di un'azienda possono essere derivati da una varietà di ipotesi in merito alle aspettative di performance finanziarie future, incluse le assunzioni in merito: al tasso di crescita del fatturato, ai margini di profitto, al capital expenditures, al capitale circolante necessario e via dicendo.

Il metodo DCF ha molte applicazioni, incluse: le valutazioni per le operazioni di M&A, le valutazioni per le operazioni di IPO, le ristrutturazioni aziendali e le decisioni di investimento.

La valutazione di un'azienda obiettivo derivata utilizzando il metodo DCF è nota come valore intrinseco, essa differisce dal valore di mercato, che rappresenta appunto il valore attribuitogli dal mercato in un preciso momento.

Il DCF è importante in quanto rappresenta una valida alternativa alle metodologie valutative basate sul valore di mercato, ossia le già citate: *comparable companies analysis* e *precedent transactions analysis*, le quali possono subire pesanti distorsioni a causa dalle inefficienze di mercato.²⁷

Il DCF risulta importante altresì quando vi sono limitate aziende o acquisizioni comparabili, oppure non ve ne sono proprio.

Mediante il DCF i flussi di cassa di un'azienda sono tipicamente proiettati per un periodo futuro di cinque o dieci anni, nonostante ciò il periodo varia in funzione del settore in cui opera l'azienda, dallo stadio di sviluppo di quest'ultima e dalla predicibilità delle sue performance finanziarie.

In ragione delle difficoltà nel proiettare in modo indefinito i flussi di cassa per un periodo futuro, si utilizza un valore finale volto a catturare il valore rimanente dell'azienda oltre il periodo di proiezione considerato.

²⁷ Feldman, S.J., (2005), *Principles of Private Firm Valuation*, John Wiley & Sons, Hoboken, NJ.

Successivamente, tali flussi di cassa prospettici ed il valore finale saranno scontati al tempo presente utilizzando come tasso di interesse il costo medio ponderato del capitale o *weighted average cost of capital* (WACC) dell'impresa, che rappresenta un tasso di sconto in grado di riflettere il business dell'impresa e la relativa rischiosità.

Il valore attualizzato dei flussi di cassa prospettici ed il valore finale d'impresa saranno poi sommati per concorrere a determinare l'enterprise value, ossia la grandezza chiave per la valutazione applicando il metodo DCF.

È bene sottolineare come le assunzioni in merito al WACC ed al valore finale d'impresa abbiano un impatto determinante nell'output finale di tale metodo valutativo, in quanto piccole variazioni di tali componenti possono condurre a grandi differenze valutative.²⁸

Alla luce di quanto affermato l'output del DCF può essere visto in ottica di un range di valutazione, basato a sua volta su una serie di assunzioni chiave e non come un semplice valore singolo.

Le assunzioni alla base del metodo DCF rappresentano sia la sua forza sia la sua debolezza se paragonato con le valutazioni basate sui valori di mercato.

I punti di forza riguardano il fatto secondo cui l'utilizzo di assunzioni robuste in merito a: le proiezioni finanziarie, il WACC ed il valore finale aiutano ad ottenere una valutazione più oggettiva rispetto a quanto ottenuto dai valori di mercato, i quali possono essere oggetto di periodiche distorsioni.

Inoltre, il DCF consente di analizzare la valutazione dell'impresa obiettivo sotto differenti scenari attraverso la variazione degli input alla base del modello.

È bene però sottolineare come il DCF sia più solido quanto più solide risultano le assunzioni di base, pertanto, le ipotesi che non sono in grado di catturare in modo realistico i rischi e le opportunità legate all'azienda interessata produrranno una valutazione non affidabile.

Si procede ora con l'approfondimento di tale metodologia valutativa mediante la suddivisione del metodo in cinque fasi fondamentali.

4.2 Prima fase: studio dell'azienda interessata e dei drivers principali di performance

La conoscenza profonda del business model dell'azienda interessata, del profilo finanziario, del valore creato per i clienti, dei mercati finali, dei competitors e dei rischi principali risulta fondamentale al fine di sviluppare la valutazione.

²⁸Grinblatt, M. & Sheridan, T., (2008), *Financial Markets and Corporate Strategy*, McGraw-Hill, New York.

Il team incaricato deve infatti essere in grado di difendere un insieme realistico di assunzioni in merito a: le proiezioni finanziarie, il costo medio ponderato del capitale (WACC) ed il valore finale per l'azienda obiettivo.

È bene sottolineare che le fonti informative volte ad ottenere le necessarie informazioni ed a sviluppare assunzioni solide, possono essere riprese dai capitoli precedenti inerenti i metodi di valutazione basati su valori di mercato.

A titolo di esempio si riportano le principali fonti informative utili alla valutazione: pubblicazioni da parte degli analisti, conferenze stampa, bilanci annuali e trimestrali, pregresse operazioni straordinarie, informazioni rilasciate dal management, piattaforme di informazione finanziaria e via dicendo.

Il livello successivo dell'analisi si sposta dallo studio della società interessata, alla determinazione dei driver principali di performance, in modo particolare: la crescita del fatturato, la profittabilità e la generazione dei flussi di cassa prospettici al fine di elaborare un solido set di proiezioni finanziarie.

I driver di performance in questione possono essere sia interni all'azienda, ad esempio: nuove strutture, nuovi prodotti, nuovi contratti, aumento dell'efficienza; sia esterni ad essa, ad esempio: acquisizioni, trend dei mercati finali, fattori macroeconomici, variazioni legislative e via dicendo.

Il profilo di crescita di un'impresa può variare sensibilmente da quello delle aziende comparabili all'interno del medesimo settore ma con differenze sostanziali in merito al business model ed al focus del management team.

Altresì la profittabilità può variare sensibilmente per aziende operanti nello stesso settore ma differenze sostanziali in merito a: il brand, la base clienti, il focus operativo, il mix di prodotti, la strategia di marketing, la scala e la tecnologia.

In modo analogo, anche in termini di generazione dei flussi di cassa ci sono spesso sostanziali differenze tra aziende comparabili, questo è dovuto in primis al CAPEX ed altresì all'efficienza del capitale circolante.

Il CAPEX ad esempio varia sensibilmente se l'azienda in questione è focalizzata su operazioni di espansione, oppure ancora se preferisce possedere i macchinari rispetto alla locazione finanziaria di questi ultimi.

Inoltre, l'efficienza del capitale circolante varia in ragione delle politiche in merito ai crediti ed ai debiti dell'azienda ed altresì in ragione delle decisioni in merito alle scorte di magazzino.

4.3 Seconda fase: i cash flows prospettici

I flussi di cassa prospettici generati da un'azienda hanno a che vedere con il denaro che residua dopo aver pagato: le spese operative monetarie, le imposte, il

finanziamento del CAPEX e del capitale circolante; il tutto al lordo di qualsiasi spesa per interessi.

Questo è dovuto al fatto secondo cui i flussi di cassa prospettici sono indipendenti dalla struttura del capitale in quanto rappresentano il denaro disponibile a tutti gli apportatori di capitale, siano essi creditori od azionisti.

Earnings Before Interest and Taxes
Less: Taxes (at the Marginal Tax Rate)

Earnings Before Interest After Taxes
Plus: Depreciation & Amortization
Less: Capital Expenditures
Less: Increase/(Decrease) in Net Working Capital

Free Cash Flow

Figura 4.1. Calcolo del Free Cash Flows. Fonte: Rosenbaum, J. & Pearl, J., (2009).

Come si nota a partire dalla figura 4.1 al fine di calcolare i flussi di cassa prospettici è necessario partire dall' EBIT dell'anno in questione, sottraendo poi le imposte ed ottenendo l'EBIAT, sommando successivamente gli ammortamenti ed i deprezzamenti in quanto costi non monetari ed infine sottraendo il CAPEX e la variazione di capitale circolante, ottenendo al termine il relativo flusso di cassa.

4.3.1 Performance storiche

Vi sono una serie di considerazioni da fare al fine di proiettare i flussi di cassa nel futuro, la prima delle quali è in merito alle performance storiche. Quest'ultime forniscono una solida base di partenza volta a sviluppare un robusto sistema di assunzioni al fine di proiettare tali flussi di cassa.

Gli storici tassi di crescita, margini di profitto ed indici finanziari sono tipicamente indicatori affidabili per quanto riguarda le performance future, soprattutto per quanto concerne aziende mature operanti in settori stabili.²⁹

Sebbene risulti molto importante analizzare le performance storiche, anche le più remote, tipicamente però i tre anni più recenti costituiscono una buona proxy per strutturare le proiezioni in merito alle performance finanziarie future.

²⁹ Fabozzi, F.J., (2000), *The Handbook of Fixed Income Securities*, McGraw-Hill, New York.

Tali informazioni finanziarie storiche sono reperite a partire dal rendiconto finanziario storico per gli anni di interesse, il quale sarà poi aggiustato per quanto concerne gli elementi non ricorrenti al fine di fornire un risultato normalizzato che servirà da base per effettuare le proiezioni.

4.3.2 Lunghezza della proiezione

La lunghezza del periodo di proiezione è un'altra considerazione da fare, tipicamente si effettua la proiezione dei flussi di cassa dell'azienda obiettivo per i cinque anni successivi, questo dipende però da: il settore in cui opera, lo stadio di sviluppo dell'impresa e la predicibilità delle performance finanziarie.

È opportuno proiettare i flussi di cassa ad un periodo futuro in cui le performance finanziarie raggiungono uno *steady state* o livello normalizzato.

Per aziende mature operanti in settori stabili, solitamente cinque anni sono sufficienti a permettere all'impresa di raggiungere lo *steady state*.

Cinque anni infatti coincidono solitamente con una fase del ciclo di business e consentono sufficiente tempo alla realizzazione delle iniziative pianificate con l'investimento in questione.

Al contrario, nel caso di aziende in fase di *early stage* o di crescita rapida può essere più opportuno costruire un modello di previsione più esteso nel tempo, dieci anni o più, per consentire all'impresa di raggiungere il livello di *steady state* con riferimento ai flussi di cassa.

4.3.3 Scenari alternativi

Inoltre, un'altra valida considerazione da fare è relativa agli scenari alternativi ed alla proiezione delle performance finanziarie in assenza della guida del management. Solitamente infatti il team incaricato riceve una previsione in merito ai flussi di cassa prospettici ad opera del management per i successivi cinque anni, questa previsione però al fine di essere difensibile deve essere analizzata ed aggiustata includendo le assunzioni ritenute più probabili.

Come accennato, in molti casi, il modello DCF è realizzato senza il beneficio di avere un set iniziale di proiezioni, in questi casi il team incaricato o l'analista in questione devono fare affidamento sulle performance finanziarie storiche, i trend di settore, le stime realizzate da altri analisti e via dicendo al fine di realizzare un'opportuna proiezione.

4.3.4 Proiezione del fatturato

È altresì importante la considerazione in merito all'evoluzione del fatturato, per le aziende quotate il team incaricato utilizza tipicamente come punto di partenza le previsioni effettuate da altri analisti in merito alla crescita futura di quest'ultimo. In modo analogo, per le aziende private, le previsioni in merito ad aziende comparabili possono essere utilizzate come proxy per le aspettative di crescita in merito al fatturato. È bene sottolineare che le aspettative devono essere in ogni caso coerenti con le performance storiche e le prospettive di settore.

Nel caso non vi fossero studi e ricerche in merito alla crescita futura della società, dopo aver ipotizzato un tasso di crescita iniziale, solitamente quest'ultimo va gradualmente diminuito negli anni fino ad arrivare ad un tasso di crescita di lungo periodo tra il 2% ed il 4%.

In seguito ad aver stabilito le ipotesi di crescita del fatturato è essenziale che quest'ultime siano coerenti, comparandole con la crescita storica della società obiettivo, le stime di crescita per le società comparabili e le aspettative di crescita del settore.

È bene sottolineare che risulta necessario vi sia coerenza altresì tra le previsioni di crescita del fatturato e le altre assunzioni effettuate nel DCF, come ad esempio quelle in merito al CAPEX ed al capitale circolante.

Ad esempio, una crescita sostenuta del fatturato tipicamente richiede un altrettanto alto livello di CAPEX e di capitale circolante.

4.3.5 Proiezione dei costi principali

Ancora, importante è la considerazione dei due aggregati di costo principali quali: il costo delle merci vendute ed i costi generali, amministrativi e di vendita.

Tali aggregati di costo sono tipicamente proiettati nei futuri anni attraverso una semplice assunzione, solitamente si osserva a livello storico l'incidenza percentuale sul fatturato e si mantiene costante tale percentuale.

Pertanto, ipotizzando un 3% di incidenza sul fatturato dei costi generali, amministrativi e di vendita, tale percentuale sarà mantenuta costante anche per il futuro, consci del fatto che all'aumentare del fatturato aumenterà di conseguenza a livello assoluto anche la quota di costi generali, amministrativi e di vendita.

In alcuni casi il modello DCF può essere costruito senza considerare questi due aggregati di costo e basato unicamente sull'EBIT e l'EBITDA, sebbene l'inclusione di questi due aggregati di costo consenta un maggiore dettaglio e la possibilità di ipotizzare molteplici scenari.

4.3.6 Proiezione dell'EBITDA e dell'EBIT

Per quanto concerne le proiezioni in merito all'EBITDA e all'EBIT, un comune approccio è quello di mantenere i margini storici costanti al livello dell'ultimo bilancio disponibile. Questo approccio è ragionevole nel caso in cui l'ultimo anno coincida con uno *steady state* per l'impresa in questione.³⁰

Nel caso in cui invece il mix di prodotti offerti sia cambiato, vi sia ciclicità nel business, sia variata la leva finanziaria utilizzata o sia variato il potere contrattuale dell'impresa, risulta ragionevole modificare tali margini, incrementandoli o decrementandoli a seconda dei casi.

4.3.7 Proiezione del carico fiscale

Il primo passo per calcolare il flusso di cassa a partire dall'EBIT è quello di calcolare le imposte e sottrarle da tale risultato, ottenendo così il NOPAT o l'EBIAT.

Questo calcolo ha chiaramente a che vedere con la moltiplicazione tra $EBIT \times (1 - t)$ dove "t" rappresenta l'aliquota fiscale marginale della società obiettivo.

4.3.8 Proiezione dell'ammortamento e del deprezzamento

È bene sottolineare che il deprezzamento rappresenta una spesa non monetaria che riduce il valore contabile di un asset tangibile posto a bilancio, ed avente una specifica vita utile. Mediante l'operazione di deprezzamento si riduce sia il valore contabile sia il risultato economico.

L'ammortamento, come il deprezzamento, è anch'esso una spesa non monetaria ma rappresenta la riduzione del costo degli elementi immateriali su cui l'azienda ha investito nel corso della sua attività economica. Esso si applica infatti a brevetti, licenze, contratti di locazione, diritti d'autore, spese per la qualificazione del personale e via dicendo. Anche l'ammortamento riduce il risultato economico.

L'ammortamento ed il deprezzamento essendo come già detto delle spese non monetarie sono aggiunti all'EBIAT nel calcolare il flusso di cassa. Da ciò si deduce come sebbene l'ammortamento ed il deprezzamento vadano a ridurre il risultato economico di un'impresa, essi non vadano assolutamente a ridurre i suoi flussi di cassa.

³⁰ Pratt, S.P., (2001), *Business Valuation Discounts and Premiums*, John Wiley & Sons, New York.

Al fine di costruire un modello DCF il deprezzamento e l'ammortamento sono spesso proiettati nel futuro come percentuale di incidenza sul fatturato oppure sulla base dei livelli storici di CAPEX.

In alternativa il deprezzamento e l'ammortamento possono essere calcolati attraverso la sottrazione tra EBITDA ed EBIT per gli esercizi futuri, avendo a riguardo di controllare che il livello risultante sia coerente con il passato, le prospettive future e sia in grado di garantire al termine del periodo considerato una solida base di asset su cui l'impresa possa contare.

4.3.9 Proiezione del CAPEX

Il capital expenditures (CAPEX) o spese in conto capitale sono i fondi che un'impresa utilizza per acquistare, migliorare, espandere o rimpiazzare asset tangibili come ad esempio fabbricati, impianti, strutture, macchinari e via dicendo. Le spese per CAPEX sono capitalizzate in bilancio dopo esser state sostenute in quanto avranno un'utilità pluriennale, ma sono anche riportati i deprezzamenti di esso a conto economico per la quota di costo di competenza dell'esercizio in questione.

Al contrario di quanto accade per i deprezzamenti, il CAPEX rappresenta un deflusso effettivo di flusso di cassa e pertanto deve essere necessariamente sottratto dall'EBIAT nell'anno in cui la spesa è stata sostenuta.

I livelli storici di CAPEX sono riportati direttamente nel rendiconto finanziario nella sezione dedicata all'attività d'investimento e servono come proxy per proiettare i livelli futuri di CAPEX.

Tali livelli futuri possono differire dal passato soprattutto quando la strategia per il futuro dell'impresa subisce un cambiamento.

Se ad esempio un'azienda decide di espandere il proprio business, con molta probabilità si vedrà costretta ad aumentare sensibilmente le spese per CAPEX.

In assenza di sostanziali variazioni, il CAPEX è solitamente mantenuto costante nel corso degli anni come quota percentuale di incidenza sul fatturato.

4.3.10 Proiezione del capitale circolante netto

Il capitale circolante netto è relativo all'ammontare di denaro che un'impresa necessita al fine di finanziare la sua attività operativa, esso è determinato come differenza tra le attività correnti e le passività correnti.

$$\text{CCN} = (\text{crediti verso clienti} + \text{rimanenze finali} + \text{cassa} + \text{ratei e risconti attivi}) - \\ (\text{debiti verso fornitori} + \text{debiti operativi} + \text{ratei e risconti passivi})$$

La variazione di capitale circolante netto di anno in anno è rilevante al fine di calcolare il flusso di cassa, in quanto rappresenta una fonte oppure un impiego di capitale dell'azienda. Un incremento del capitale circolante netto in un determinato anno è un segnale di impiego di capitale, ossia un uso di denaro. Questo avviene spesso nelle aziende in fase espansiva in quanto solitamente ad un aumento di fatturato corrisponde altresì un aumento dei crediti concessi ai clienti ed un aumento del magazzino. Essendo un aumento del capitale circolante netto un utilizzo effettivo di denaro, deve essere necessariamente sottratto dall'EBIAT nel calcolare il flusso di cassa.

Se invece la variazione di capitale circolante netto da un anno all'altro è negativa, va intesa come fonte di denaro e pertanto sarà sommata all'EBIAT.

Un modo rapido per proiettare nel futuro i cambiamenti di capitale circolante netto di anno in anno è quello di utilizzare e mantenere costante l'incidenza percentuale sul fatturato, questo approccio è solitamente utilizzato quando il bilancio dettagliato di un'azienda non è disponibile e non sono nemmeno disponibili i costi del venduto.³¹

Un approccio più preciso da adottare qualora si disponga delle necessarie informazioni, prevede la proiezione singolare di tutti gli elementi costituenti le attività correnti e le passività correnti per ciascun anno del periodo futuro considerato, ed in seguito a partire da ciò il capitale circolante netto deriverà di conseguenza.

In alcuni casi anche l'andamento aziendale, la visione del management ed i trend di settore possono suggerire un aumento od un decremento nel capitale circolante netto per i successivi anni che si tramuterà ovviamente sui flussi di cassa futuri.

4.3.11 Proiezione dei flussi di cassa futuri

Quando i precedenti elementi sono stati tutti calcolati, la quantificazione dei flussi di cassa è relativamente semplice da ottenere, ad ogni modo, la proiezione dei flussi di cassa nel futuro rappresenta solo una porzione del valore dell'azienda obiettivo, il restante è infatti contenuto nel valore finale che sarà ora oggetto di analisi.

³¹ Wasserstein, B., (2001), *Big Deal: Mergers and Acquisitions in the Digital Age*, Warner Books, New York.

4.4 Terza fase: calcolo del WACC

Il weighted average cost of capital (WACC) o costo medio ponderato del capitale è uno strumento ampiamente utilizzato come tasso di sconto per calcolare il valore attuale dei flussi di cassa futuri di un'azienda ed il relativo valore finale.

Esso rappresenta il rendimento medio ponderato richiesto in termini di ritorno sul capitale investito in una data azienda.

Il capitale totale investito in una data azienda è dato dalla somma tra capitale di debito ed equity, essi hanno dei diversi profili di rischio e dei diversi profili fiscali. Il WACC può altresì essere visto come il costo opportunità di investire il capitale nell'azienda obiettivo, rispetto ad un altro investimento avente caratteristiche analoghe.³²

Per quanto concerne le imprese aventi differenti segmenti di business, esse hanno altresì differenti costi del capitale associati a ciascun segmento. In questi casi è pertanto opportuno condurre un DCF per ciascun segmento, utilizzando il relativo WACC e poi sommare i valori attuali ottenuti derivando così l'enterprise value per l'azienda.

La formula per il calcolo del WACC è la seguente:

$$WACC = [r_d \times (1 - t)] \times \frac{D}{D + E} + r_e \times \frac{E}{D + E}$$

Dove:

r_d = costo del debito

r_e = costo dell'equity

t = aliquota fiscale marginale

D = valore di mercato del debito

E = Valore di mercato dell'equity

La struttura del capitale di un'azienda o capitalizzazione totale è composta da due elementi principali, il debito e l'equity, come evidenziato in formula "D + E".

I tassi di interesse r_d ed r_e rappresentano rispettivamente il costo del debito ed il costo dell'equity.

³² White, G.I., Ashwinpaul, C.S. & Dov, F., (2002), *The Analysis and Use of Financial Statements*, John Wiley & Sons, New York.

Come si può dedurre dal nome: “costo medio ponderato del capitale”, esso non è altro che un tasso di interesse da utilizzare ai fini valutativi, il quale deriva dalla media ponderata del costo del debito ed il costo dell’equity pesata per la percentuale di equity e di debito sulla struttura del capitale dell’azienda. Come si può notare il costo del debito è considerato al netto dell’imposizione fiscale. Saranno ora riportate, ai fini di chiarezza espositiva, le quattro sotto-fasi necessarie al calcolo del WACC:

4.4.1 Determinazione della struttura del capitale

Il calcolo del WACC si basa innanzitutto sulla scelta di una struttura del capitale adeguata alla strategia di lungo periodo dell’impresa obiettivo, è bene quindi comprendere l’incidenza percentuale di debito ed equity rispetto alla capitalizzazione totale. Nel caso non ci fossero indicazioni da parte del management è bene procedere utilizzando come benchmark la struttura del capitale di aziende quotate e comparabili, in quanto è ragionevole attendersi che quest’ultime abbiano organizzato la struttura del capitale al fine di massimizzare il valore per gli azionisti.

Nel caso l’azienda fosse quotata, la struttura del capitale esistente è generalmente presa a riferimento se si trova in linea con la struttura del capitale delle aziende comparabili. Nel caso invece tale struttura del capitale si trovasse all’esterno del range considerato, o peggio si trovasse agli estremi, la media o la mediana della struttura del capitale delle aziende comparabili verrebbe presa a riferimento.

Nel momento in cui una specifica struttura del capitale è stata scelta, si assume costante per tutto il periodo di proiezione preso a riferimento.

La scelta della struttura del capitale è molto rilevante per un’impresa in quanto da essa scaturiscono diversi effetti.

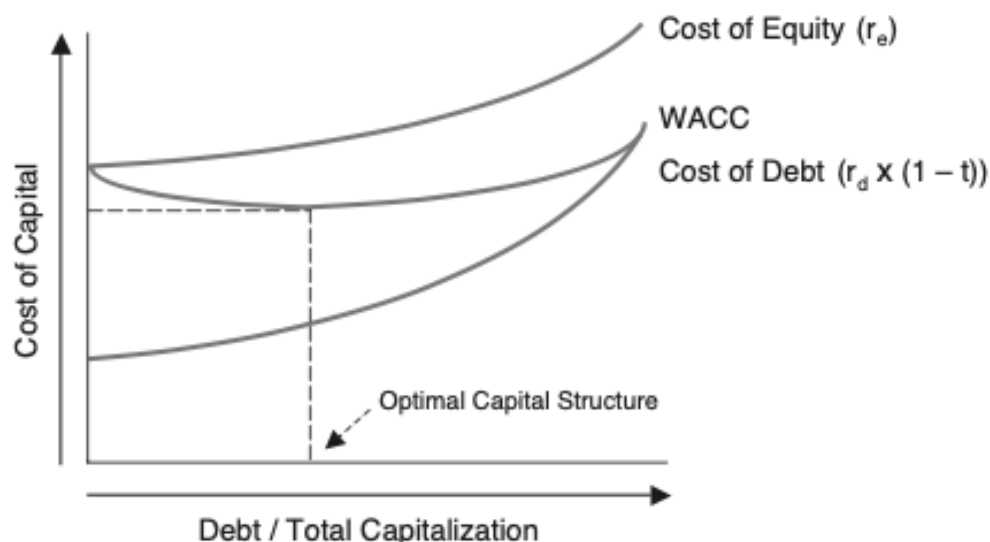


Figura 4.2. Calcolo del Free Cash Flows. Fonte: Rosenbaum, J. & Pearl, J., (2009).

Come evidenzia la figura 4.2, quando non vi è debito nella struttura del capitale, il WACC è pari al costo dell'equity.

All'aumentare della porzione di debito nella struttura del capitale, il WACC gradualmente decresce in ragione della deducibilità fiscale della spesa per interessi. Il WACC continua così a decrescere fino a raggiungere la struttura di capitale ottimale. Quando tale soglia è superata il costo di un potenziale stress finanziario, dovuto ad esempio ad un sovra indebitamento oppure all'aumento della probabilità di insolvenza, fa sì che il beneficio fiscale della deducibilità degli interessi sia superato. Come intuibile questo comporta il fatto che ambo gli investitori in equity ed in debito richiedano dei rendimenti maggiori a seguito di un rischio percepito maggiore, facendo aumentare il tasso del WACC.

4.4.2 Stima del costo del debito

Il costo del debito di un'impresa riflette il suo profilo di credito, derivante dalla struttura del capitale adottata. Il profilo di credito deriva da un insieme di fattori quali: la dimensione, il settore, le prospettive future, la ciclicità, le statistiche di credito, la generazione dei flussi di cassa, le politiche finanziarie e via dicendo.

Ipotizzando che l'impresa in questione sia sulla sua struttura di capitale ottimale, il costo del debito è generalmente derivato dall'analisi dell'insieme dei rendimenti forniti dagli strumenti di debito emessi, i quali possono essere quotati o meno.

Nel caso in cui l'impresa in questione non sia sulla sua struttura di capitale ottimale, il costo del debito dev'essere derivato da aziende comparabili.

Per quanto concerne le obbligazioni quotate nei mercati finanziari il costo del debito è determinato sulla base del rendimento attuale.

Gli strumenti di debito quotati sono preferiti agli strumenti non quotati in quanto sono in grado di riflettere le condizioni di mercato prevalenti.

Nel caso in cui non vi fossero dati di mercato, un approccio intelligente è quello di approssimare il costo del debito in base al rating dell'impresa in questione associato all'attuale struttura del capitale.

Dopo aver determinato il costo del debito, da quest'ultimo devono essere dedotte le spese per interessi.

4.4.3 Stima del costo dell'equity

Il costo dell'equity di un'impresa è il rendimento annuale, inclusi i dividendi, che gli investitori si aspettano di ottenere investendo in tale impresa.

A differenza del rendimento del debito, il rendimento dell'equity non è osservabile nel mercato, infatti, per calcolarlo tipicamente si utilizza una formula nota come *capital asset pricing model* (CAPM).³³

La teoria del CAPM è basata sul presupposto secondo cui gli investitori in equity necessitano di essere compensati per l'assunzione di rischio sistematico sottoforma di premio al rischio, ossia mediante l'ammontare di rendimento in eccesso rispetto ad un dato rendimento *risk free*.

Il rischio sistematico è il rischio legato all'intero mercato, ossia il rischio non diversificabile. Il livello di rischio sistematico di un'impresa dipende dalla covarianza tra il prezzo di mercato delle sue azioni ed i movimenti di tale intero mercato, questo concetto è racchiuso nel Beta (β).

Al contrario, il rischio specifico è legato all'impresa in sé ed al settore in cui opera, pertanto può essere evitato attraverso la diversificazione.

In ragione di ciò, gli investitori non sono ricompensati per il rischio specifico sotto forma di *market risk premium*, ma solo per il rischio sistematico.

La formula per il calcolo del CAPM è la seguente:

$$\text{Cost of Equity } (r_e) = r_f + \beta_L \times (r_m - r_f)$$

³³ Frankel, M.E.S., (2005), *Mergers and Acquisitions Basics: The Key Steps of Acquisitions, Divestitures, and Investments*, John Wiley & Sons, Hoboken, NJ.

Dove:

r_f = tassi risk-free

β_L = levered beta

r_m = rendimento di mercato

$(r_m - r_f)$ = premio al rischio di mercato

Il tasso di interesse *risk-free* (r_f) è il tasso di interesse che l'investitore si aspetta di ottenere investendo in un asset privo di rischio.

Esempi di asset privi di rischio sono i titoli di debito governativi, nel caso degli Stati Uniti d'America: i T-bills, i T-notes e i T-bond. Sono considerati privi di rischio in quanto sono emessi dal governo federale degli Stati Uniti d'America.

Il tasso di interesse risk-free utilizzato nel modello CAPM varia in funzione del titolo scelto e dalle condizioni di mercato prevalenti.

In teoria la regola generale prevede di prendere a riferimento strumenti aventi la scadenza più lunga possibile, tali da riflettere in linea di principio l'aspettativa di vita dell'impresa in questione. Generalmente però i bond presi a riferimento hanno una scadenza che va dai 10 ai 20 anni.

Il premio al rischio di mercato ($r_m - r_f$) è lo spread che intercorre tra il rendimento previsto per il mercato ed il rendimento risk-free.

Tra i professionisti finanziari vi è discordanza in merito al periodo temporale da prendere a riferimento nel calcolare il premio al rischio di mercato, generalmente però si considera il periodo 1926-2007 per quanto concerne il mercato americano, nel quale l'indice S&P 500 ha generato un market risk premium del 7.1%.

Tipicamente il premio al rischio di mercato impiegato a Wall Street è compreso tra un range del 4% e l'8%.³⁴

Il Beta (β) è la misura della covarianza tra i rendimenti delle azioni di una specifica impresa ed i rendimenti del mercato in generale, in cui spesso l'indice S&P 500 è preso a riferimento del mercato generale.

Essendo il Beta del mercato pari ad 1.0, un'azione avente un beta inferiore ad 1.0 ha un rischio sistematico inferiore al mercato; contrariamente, un'azione avente un beta superiore ad 1.0 ha un rischio sistematico superiore al mercato.

A livello matematico questo è catturato dal CAPM, in quanto le azioni aventi beta superiori richiedono anche superiori ritorni e viceversa.

I beta storici di un'impresa quotata possono essere ricercati nei portali di informazioni finanziarie più famosi, quali: Bloomberg, FactSet, Thomson Reuters e così via.

³⁴ www.morningstar.it

È bene sottolineare come i rendimenti passati delle azioni di un'azienda non siano una garanzia di tali ritorni anche in futuro. È questo il motivo per cui molti analisti preferiscono utilizzare, dove possibile, dei beta previsti e non dei beta storici.

Per quanto concerne il calcolo del beta per un'azienda non quotata, esso ha a che vedere con l'esercizio di derivare tale beta da un gruppo di aziende quotate, le quali possono avere o non avere una struttura del capitale simile alla società obiettivo.

Al fine di neutralizzare l'effetto di differenti strutture del capitale, è necessario rimuovere l'effetto leverage ottenendo così il beta *unlevered* per ciascuna azienda nel gruppo in questione.

La formula per calcolare il beta unlevered è la seguente:

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

Dove:

β_U = beta unlevered

β_L = beta levered

$\frac{D}{E}$ = debt-to-equity

t = aliquota fiscale marginale

Dopo aver calcolato il beta unlevered per ciascuna azienda, si determina il beta unlevered medio nel gruppo di aziende comparabili.

Successivamente, tale beta unlevered medio sarà poi reso nuovamente *levered* utilizzando la struttura del capitale scelta per l'azienda in questione e l'aliquota fiscale marginale.

La formula per ottenere il beta nuovamente levered è la seguente:

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

Dove:

$\frac{D}{E}$ = debt-to-equity scelto per la società target

A questo punto il beta levered risultante è il beta che sarà utilizzato per calcolare il costo dell'equity per la società non quotata attraverso il modello CAPM.

In modo analogo, una società quotata che non ha il livello ottimale di struttura del capitale, necessita dello stesso processo per il calcolo del beta.

È bene sottolineare anche il concetto di *size premium* che si basa sull'evidenza empirica secondo cui le aziende di minori dimensioni sono più rischiose e pertanto dovrebbero avere un maggior costo dell'equity.

Questo fenomeno ha a che vedere con il fatto secondo cui il rischio associato alle aziende di minori dimensioni non è interamente catturato dal beta in ragione dei limitati volumi di contrattazioni delle azioni, tutto ciò rende quindi il calcolo della covarianza inesatto.

A tal proposito si può decidere di aggiungere un size premium alla formula del CAPM nel caso di aziende di minori dimensioni al fine di inglobare il maggior rischio percepito e conseguentemente il maggior rendimento desiderato.

La formula per il calcolo del CAPM diviene in questo caso:

$$\text{Cost of Equity } (r_e) = r_f + \beta_L \times (r_m - r_f) + SP$$

Dove:

SP = size premium

4.4.4 Calcolo del WACC

Dopo aver completato tutti gli step precedenti ed aver inserito i vari componenti nella formula per il calcolo del WACC, quest'ultimo può essere computato.

In ragione delle numerose assunzioni sottostanti la determinazione del WACC di un'azienda ed il loro impatto nella valutazione aziendale complessiva, gli input chiave sono spesso sensibilizzati al fine di produrre un range di WACC plausibile. Tale range di WACC è a sua volta utilizzato in comunione ad altri input sensibilizzati quali ad esempio i multipli d'uscita, al fine di produrre un range di valutazione per l'azienda obiettivo.

Si riporta per fini di chiarezza la formula del WACC:

$$WACC = [r_d \times (1 - t)] \times \frac{D}{D + E} + r_e \times \frac{E}{D + E}$$

4.5 Quarta fase: determinazione del valore finale

Il metodo valutativo DCF è basato sul fatto di determinare il valore attuale di tutti i flussi di cassa prodotti da un'impresa nel corso del tempo.

Essendo, come comprensibile, impossibile proiettare in modo indefinito i flussi di cassa di un'impresa, risulta necessario utilizzare un valore finale al fine di catturare il valore dell'impresa al di là del periodo di proiezione considerato.

Come suggerisce il suo nome, il valore finale è tipicamente calcolato sulla base dei flussi di cassa dell'impresa, oppure mediante una proxy come ad esempio l'EBITDA, nell'ultimo anno del periodo di proiezione considerato.³⁵

È bene sottolineare come il valore finale tipicamente pesi per una parte molto sostanziosa del valore totale dell'impresa calcolato con il DCF, può accadere infatti che coincida più o meno con $\frac{3}{4}$ del valore totale. È per tale ragione che risulta molto importante che i risultati finanziari dell'impresa nell'ultimo anno di proiezione siano rappresentativi di uno steady state delle performance finanziarie e non siano in una fase ciclica di rialzo o ribasso.

Inoltre, le assunzioni sottostanti il calcolo del terminal value devono essere opportunamente esaminate e sensibilizzate.

Ci sono due metodi ampiamente utilizzati ed accettati per calcolare il valore finale di un'impresa: 1- il metodo del multiplo d'uscita; 2- il metodo della crescita perpetua.

L'applicazione di uno, l'altro o talvolta di entrambi, dipende dalla situazione e dall'impresa valutata. Inoltre, ciascuno può servire come verifica dell'altro.

4.5.1 Metodo del multiplo d'uscita

Il metodo del multiplo d'uscita è volto a calcolare il valore che rimane in seguito al periodo di proiezione considerato, con riferimento ai flussi di cassa prodotti dall'impresa negli anni successivi.

Tale valore è considerato in questo caso sulla base del multiplo d'uscita, relativamente ad esempio all'EBITDA o all'EBIT dell'ultimo anno del periodo di proiezione considerato.

Il multiplo utilizzato è tipicamente scelto basandosi anche sui multipli d'uscita impiegati nelle recenti operazioni relative ad aziende comparabili.

Essendo che i multipli utilizzati di recente possono essere influenzati dalla ciclicità di settore o dell'economia, risulta molto importante utilizzare un livello normalizzato sia di multiplo d'uscita sia di EBITDA al termine del periodo di

³⁵ Buttignon, F., (1990), *La strategia aziendale ed il valore economico del capitale*, CEDAM, Padova.

proiezione considerato, al fine di non incappare in valutazioni distorte e poco realistiche.

La formula per calcolare il valore finale utilizzando il metodo del multiplo d'uscita è la seguente:

$$\text{Valore Finale} = \text{EBITDA}_n \times \text{Multiplo d'uscita}$$

Dove:

n = ultimo anno del periodo di proiezione

4.5.2 Metodo della crescita perpetua

Il metodo della crescita perpetua calcola il valore finale attraverso la considerazione del flusso di cassa riferito all'ultimo anno di proiezione come flusso in crescita ad un determinato tasso.

La formula per calcolare il valore finale utilizzando il metodo della crescita perpetua è la seguente:

$$\text{Valore Finale} = \frac{\text{FCF}_n \times (1 + g)}{(r - g)}$$

Dove:

n = ultimo anno del periodo di proiezione

FCF = free cash flow

g = tasso di crescita perpetua

r = WACC

Come evidenziato dalla formula riportata, tale metodo si basa sul WACC calcolato nella terza fase dell'applicazione del metodo valutativo DCF ed inoltre sull'utilizzo di un tasso di crescita perpetua che sia sostenibile nel lungo periodo.

Il tasso di crescita perpetua è solitamente scelto in base alle aspettative di crescita di lungo periodo del settore in cui opera l'impresa, le quali sono generalmente ricomprese in un range del 2% - 4%.

Come accade con il multiplo d'uscita utilizzato nell'applicazione del precedente metodo, anche nel caso del tasso di crescita perpetua è necessario sensibilizzarlo per produrre un range di valutazione congruo.

È bene sottolineare come il metodo del multiplo d'uscita sia spesso utilizzato in concomitanza al metodo della crescita perpetua, in quanto ciascuno serve come verifica dell'altro.³⁶

Ad esempio, se l'implicito tasso di crescita perpetuo derivato rimaneggiando algebricamente la formula per il calcolo del metodo della crescita perpetua risulta troppo alto o troppo basso, questo può essere un indicatore di utilizzo di un multiplo d'uscita irrealistico. Le formule per derivare il tasso di crescita perpetuo implicito ed il multiplo d'uscita implicito sono le seguenti:

$$\text{Tasso di crescita perpetuo implicito} = \frac{[(\text{Valore Finale} \times \text{WACC}) - \text{FCF}]}{\text{Valore Finale} + \text{FCF}}$$

Dove:

FCF = free cash flow riferiti all'ultimo anno di proiezione

Valore finale = calcolato utilizzando il metodo del multiplo d'uscita

$$\text{Multiplo d'uscita implicito} = \frac{\text{Valore Finale}}{\text{EBITDA}}$$

Dove:

EBITDA = EBITDA riferito all'ultimo anno di proiezione

Valore finale = calcolato utilizzando il metodo della crescita perpetua

4.6 Quinta fase: calcolo del valore attuale e determinazione della valutazione

Il calcolo del valore attuale è basato sul principio secondo cui un euro oggi vale di più rispetto ad un euro domani, questo concetto è noto con il nome di valore temporale del denaro. Tale concetto è legato al fatto secondo cui un euro può incrementarsi nel tempo mediante l'investimento di esso e/o ricevendo degli interessi.

In un modello valutativo DCF i flussi di cassa futuri di un'impresa ed il suo valore finale sono attualizzati utilizzando un tasso di interesse che coincide con il WACC, coerentemente con quanto affermato dal principio del valore temporale del denaro.

³⁶ Borsa Italiana, *Guida alla valutazione*, Listing Guides, aprile 2004.

Il valore attuale è calcolato attraverso la moltiplicazione dei flussi di cassa generati in ciascun anno del periodo di proiezione considerato e del valore finale con i rispettivi fattori di sconto.

Il fattore di sconto coincide con il valore attuale di un euro ricevuto ad una precisa data futura considerando uno specifico tasso di interesse.

La formula per il calcolo del fattore di sconto è la seguente:

$$\text{Fattore di sconto} = \frac{1}{(1 + WACC)^n}$$

Dove:

n = anno nel periodo di proiezione

Il fattore di sconto sarà successivamente applicato, mediante moltiplicazione, allo specifico importo finanziario futuro considerato, ottenendone così il valore attuale.

4.6.1 Determinazione della valutazione

Al fine di determinare l'enterprise value i flussi di cassa proiettati nel futuro ed il valore finale sono scontati al presente e sommati tra di essi.

Al fine di chiarire l'applicazione di tale metodo si allega la seguente figura:

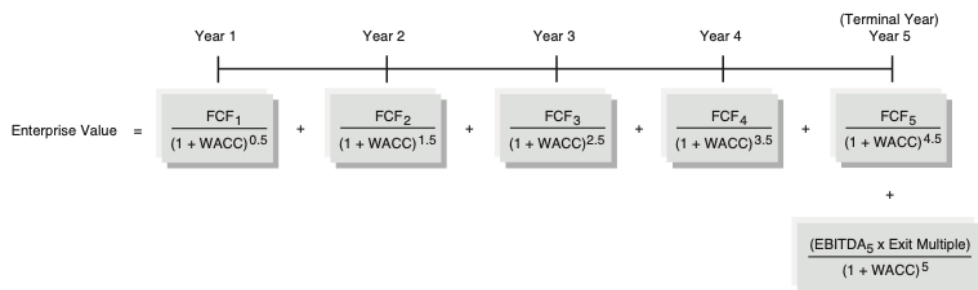


Figura 4.3. Calcolo dell'Enterprise Value mediante attualizzazione dei flussi di cassa e del valore finale d'impresa. Fonte: Rosenbaum, J. & Pearl, J., (2009).

A questo punto al fine di derivare l'equity value a partire dall'enterprise value, il debito netto, le azioni privilegiate e le azioni di minoranza saranno sottratte dal computo dell'enterprise value mediante la seguente formula:

$$\text{Equity value} = \text{Enterprise value} - (\text{debito netto} + \text{azioni privilegiate} + \text{azioni di minoranza})$$

Infine, per le aziende quotate l'equity value derivato sarà successivamente diviso per il numero di azioni totali ottenendo così il prezzo per azione implicito.

$$\text{prezzo per azione} = \frac{\text{Equity Value}}{\text{Numero di azioni totali}}$$

È bene sottolineare come il metodo DCF incorpori numerose assunzioni e come ciascuna di esse abbia un impatto significativo nella valutazione.

L'output del DCF è pertanto visto in termini di range di valutazione basato su una serie di assunzioni chiave, anziché come singolo valore.

L'esercizio di derivare il range di valutazione a partire dalla variazione dei singoli input chiave è conosciuto con il nome di analisi di sensibilità.

I driver principali da studiare mediante analisi di sensibilità sono solitamente: il WACC, il multiplo d'uscita ed il tasso di crescita perpetua.³⁷

4.7 Alcune osservazioni

I punti di forza di questo approccio valutativo sono legati al fatto che è innanzitutto basato sui flussi di cassa, i quali rappresentano senza dubbio un approccio fondamentale alla valutazione, se comparato agli approcci basati sui multipli.

Inoltre è indipendente dal mercato e più isolato dai periodi di irrazionalità come nei casi di bolle speculative ed eccessi di ribasso.

È indipendente, nel senso che non si basa interamente su aziende comparabili oppure su transazioni analoghe, pertanto è particolarmente significativo qualora vi fossero limitate aziende comparabili o non ve ne fossero proprio.

È flessibile, in quanto consente all'analista di ipotizzare diversi scenari e diverse ipotesi sottostanti: margini di crescita, CAPEX, capitale circolante e via dicendo.

Invece, i punti di debolezza di questo approccio valutativo sono i seguenti: la dipendenza dalle proiezioni finanziarie, le quali risultano complesse da effettuare soprattutto all'aumentare dell'orizzonte temporale. La sensibilità delle assunzioni, in quanto anche minime variazioni nelle assunzioni chiave, come ad esempio il tasso di crescita perpetuo ed il WACC, possono condurre a delle enormi differenze di valutazione.

³⁷ Guatri, L., numerose edizioni, *La valutazione delle aziende*, Egea, Milano.

Il valore finale, che può arrivare a pesare per $\frac{3}{4}$ dell'intera valutazione comportando così una ridotta rilevanza delle proiezioni finanziarie dei flussi di cassa. Infine, l'assunzione di una struttura del capitale fissa, questo poichè i modelli DCF basici non consentono la flessibilità nel variare la struttura del capitale durante il periodo di proiezione.

CAPITOLO 5

LA VALUTAZIONE DI TECHNOGYM S.P.A.

5.1 Introduzione al brand Technogym

L'azienda Technogym S.p.A. prende avvio nell'anno 1983 a partire da una geniale intuizione del suo attuale presidente e fondatore: Nerio Alessandri.

Al tempo Alessandri lavorava come designer industriale in un'azienda di Cesena attiva nel settore della produzione di macchine per il confezionamento della frutta. Nerio Alessandri, al tempo 22 enne, era un grande appassionato di sport e dopo aver frequentato una palestra locale comprende l'impellente bisogno di innovazione dei macchinari da palestra esistenti al tempo, pertanto, progetta e costruisce nel garage di casa il suo primo attrezzo per il fitness: un macchinario denominato Hack Squat.

Tale macchinario è finalizzato ad aiutare e guidare l'atleta nell' eseguire correttamente l'esercizio dello Squat, un fondamentale nel bodybuilding.

Il neonato brand Technogym si distingue fin da subito per il design innovativo e minimalistico, la sicurezza degli attrezzi prodotti e la semplicità di utilizzo di quest'ultimi.

Ciascun macchinario era prodotto sulla base della combinazione di due grandi passioni di Alessandri: in primis la tecnologia (Tech), e, come precedentemente accennato, lo sport (Gym).

Il contesto del tempo era caratterizzato dalla considerazione del fitness quale piccola nicchia in Italia, le palestre erano infatti frequentate quasi esclusivamente da appassionati di bodybuilding, che si allenavano con macchinari molti rudimentali.

È a partire da questo contesto che Alessandri comprende la necessità di produrre dei macchinari che siano all'avanguardia ed inoltre rispettosi della salute degli utilizzatori.³⁸

Secondo lo storico fondatore del brand, tali innovazioni avrebbero comportato una crescente domanda ed una crescente apertura del settore del fitness ad un pubblico sempre più ampio e sempre più variegato. Oggi, tale pubblico è realtà e concepisce l'esercizio fisico non solo con finalità estetica, bensì come fattore determinante per la salute fisica e mentale.

³⁸ Signorelli, S., (1998), Strategie di coalizione, ISEDI Petrini editore, Torino.

Dopo quasi 40 anni di storia, Technogym, da realtà nata in un garage di Cesena è un'azienda leader di mercato nella fornitura: di prodotti, di servizi e di tecnologia per il settore del Fitness e Wellness.

L'offerta di prodotti oggi vanta una gamma completa di macchinari per l'allenamento di forza, per l'allenamento cardio e per l'allenamento funzionale.

Per quanto concerne invece l'offerta di servizi, essi vanno dal post vendita, *all'interior design*, ai finanziamenti per i clienti ed infine ad una piattaforma digitale basata sul *cloud computing*.

Tale piattaforma consente agli utenti di connettersi alla propria esperienza personalizzata a partire da qualsiasi luogo nel mondo, attraverso prodotti Technogym oppure attraverso dispositivi mobili.

Oggi, l'offerta di prodotti del brand Technogym spazia dal tradizionale segmento *Fitness Club* a quello dell' *Hospitality & Residential* all' *HCP*.³⁹

5.2 Il wellness

Lo slogan del marchio Technogym è il seguente: "*The Wellness Company*".

Il Wellness rappresenta lo stile di vita promosso da Technogym stessa, esso ha a che vedere con: l'attività fisica costante, l'alimentazione equilibrata e l'approccio mentale positivo.

Negli anni Novanta lo stereotipo del fitness era costruito interamente attorno ai muscoli, gli *opinion leader* del tempo erano infatti persone del calibro di: Arnold Schwarzenegger, Sylvester Stallone, Ronnie Coleman e via dicendo.

Nerio Alessandri decide però di innovare fortemente distaccandosi da questa concezione radicata soprattutto in America, promuovendo uno stile di vita a trecentosessanta gradi, completamente italiano e che trae origine dallo slogan coniato nell'antica Roma: "*mens sana in corpore sano*".

È bene sottolineare come questa sia stata una vera e propria rivoluzione, in grado di trasformare un business basato unicamente sull'edonismo in un business sociale, ed in grado di trasformare altresì l'apparire bene, nello stare bene.

A tal proposito, il Wellness viene concepito come opportunità sociale per tutti gli individui, in grado di apportare molteplici externalità positive: a partire dai governi che possono diminuire i costi associati alla sanità, alle imprese che possono fare affidamento su collaboratori più produttivi e creativi, al finire con i singoli individui che possono migliorare il proprio stato di salute ed il proprio stile di vita quotidiano.

³⁹ Health, Corporate & Performance

5.3 La strategia

La mission di Technogym S.p.A. è quella di aiutare gli individui ad implementare uno stile di vita fondato sul wellness sempre ed ovunque, mediante l'attuazione di una strategia basata su tre pilastri principali.

Il primo pilastro consiste nel *Wellness on the go*, l'azienda ha infatti sviluppato l'ecosistema completo Technogym, esso consiste in una piattaforma con cui ogni utilizzatore può vivere un'esperienza personalizzata. Il tutto avviene mediante l'accesso ai propri contenuti e programmi di allenamento disponibili su qualsiasi attrezzo Technogym e su qualunque dispositivo personale, in qualsiasi momento, ed in ogni parte del mondo. L'ecosistema completo Technogym crea integrazione tra: le attrezzature, le applicazioni per i dispositivi mobili dedicate e la piattaforma digitale Technogym basata sul cloud computing.

Il secondo pilastro della strategia è basato sullo sviluppo del brand, infatti, il marchio Technogym in questi anni ha seguito una strategia di posizionamento basata su due principali obiettivi: il primo obiettivo coincide con l'essere un marchio premium, il secondo obiettivo è volto ad essere un brand in grado di creare appartenenza ed in cui i clienti si possano riconoscere.

Il terzo pilastro è infine la presenza globale nei diversi segmenti di mercato, infatti, Technogym S.p.A. sta attuando un'espansione globale grazie ad una strategia distributiva indirizzata a tutti i canali, che comprende: il canale *Retail*, il canale di *Field Sales*, il canale di *Wholesale* ed il canale di *Inside Sales*.

5.4 Contesto dell'ultimo esercizio

L'anno 2021 è stato caratterizzato dal progresso della campagna vaccinale contro il virus Covid-19 in molti Paesi, quest'ultima ha consentito un graduale e costante allentamento delle misure restrittive ed al contempo un graduale ritorno alla normalità.

In ragione delle riaperture di molte attività economiche, del clima di ottimismo generale registrato tra i diversi soggetti economici e del sempre crescente interesse per il Wellness, l'azienda in questione ha registrato un importante aumento del fatturato, realizzato, a partire indicativamente dal mese di giugno 2021. Tale incremento del fatturato è stato realizzato soprattutto grazie ad una forte ripresa dei segmenti *business to business* (BtoB), fortemente colpiti in precedenza dalle misure restrittive.

Anche per quanto concerne il margine intermedio EBITDA *adjusted* si è registrato un incremento rispetto allo scorso esercizio, spinto dai maggiori volumi di vendita e dagli incrementi di prezzo in vigore dal secondo trimestre del 2021. Tali aumenti di prezzo hanno parzialmente compensato, gli impatti negativi derivanti dell'incremento dei costi delle materie prime, dei costi logistici e dei costi legati all'energia.

In ragione della natura del business, si presume saranno necessari diversi mesi dell'anno in corso affinché i ricavi complessivi del gruppo beneficino completamente dell'incremento applicato ai prezzi di vendita.

Con riferimento alla posizione finanziaria netta del gruppo, quest'ultima risulta in evidente miglioramento se confrontata con quella dell'anno 2020. Le motivazioni derivano dall'importante generazione di cassa registrata nell'esercizio 2021, la quale ha consentito all'azienda in questione di aumentare, come anticipato, la posizione di cassa netta, nonostante si sia registrato altresì un incremento degli investimenti strategici volti allo sviluppo.

L'utile netto per l'esercizio 2021 risulta in aumento se paragonato con l'utile netto realizzato nell'esercizio 2020, consentendo altresì la remunerazione degli azionisti mediante la distribuzione di dividendi.

Come accennato Technogym S.p.A. si attesta essere un'azienda molto innovativa, tale caratteristica è rimasta inalterata anche nel corso dell'esercizio 2021 in cui ha ulteriormente accelerato sul fronte dell'innovazione ed ha sviluppato ancor più il proprio ecosistema complessivo aggiungendo nuovi software e contenuti digitali tra cui: "Mywellness app 6.0" e la migliorata "Technogym App".

Il primo *software* citato, ossia: Mywellness app 6.0 consiste in una piattaforma software aperta e volta all'implementazione del *customer relationship marketing* (CRM). Quest'ultimo, consente al centro fitness di migliorare l'esperienza di utilizzo del cliente e di incrementare altresì l'*attraction* e la *retention* dei clienti fornendo a quest'ultimi un livello di personalizzazione dell'esperienza più profondo.

Il secondo software citato, ossia: Technogym App instaura invece un dialogo diretto con l'utilizzatore finale, mettendogli a disposizione un *personal trainer* digitale basato sull'intelligenza artificiale, che può supportare ogni individuo nel raggiungere i propri obiettivi di wellness, sport o salute, adattandosi ai macchinari disponibili nei diversi luoghi di allenamento.

È bene sottolineare come oggi, l'ecosistema complessivo di Technogym S.p.A. lanciato a partire dall'anno 2012, sia un elemento determinante e fondante del primo pilastro della strategia dell'impresa ossia: il Wellness on the go.

5.5 Split dei risultati del 2021

Come evidenziato dalla tabella 5.1 i ricavi totali del gruppo nell'esercizio 2021 sono stati pari a 611,4 milioni di Euro, con un aumento del 20,0% rispetto all'esercizio 2020. L'aumento dei ricavi tra i due esercizi risulta essere del 20,5% se si utilizzano cambi costanti.

Tale risultato positivo, si è ottenuto anche grazie ad un'ulteriore crescita del segmento di clientela trainante nell'esercizio 2020 ossia: il business to consumer (BtoC) ed al contempo, come anticipato, grazie ad una decisa ripresa del segmento business to business (BtoB).

Si propone di seguito una divisione dei ricavi in base alla clientela, alle aree geografiche presidiate ed ai canali distributivi utilizzati, al fine di esporre al meglio la generazione dei ricavi.^{40, 41, 42.}

Tabella 5.1. Ricavi per segmento di clientela. Fonte: Technogym S.p.A (2021).

Ricavi per segmento di clientela

	Esercizio chiuso al 31 dicembre			
	2021	2020	2021 vs 2020	%
BtoC	181.706	154.129	27.577	17,9%
BtoB	429.705	355.550	74.155	20,9%
Totale ricavi	611.412	509.679	101.733	20,0%

I ricavi del gruppo al 31 dicembre 2021 confermano la crescita del segmento di clientela business to consumer (BtoC) rispetto allo scorso esercizio, nella tabella si evidenzia un incremento del 17,9% in virtù dell'ampia gamma di prodotti e servizi offerti dall'azienda al fine di rispondere ad una solida domanda di allenamento da casa.

Al contempo, come anticipato, si registra altresì una forte ripresa del segmento business to business (BtoB) che segna un incremento del 20,9% rispetto allo scorso esercizio, tale accelerazione si è rilevata in particolar modo soprattutto negli ultimi trimestri del 2021.

⁴⁰ APAC: Asia Pacifico.

⁴¹ MEIA: Middle East, India, Africa.

⁴² LATAM: Latin America.

Tabella 5.2. Ricavi per area geografica. Fonte: Technogym S.p.A (2021).

Ricavi per area geografica

(In migliaia di Euro e percentuale sul totale ricavi)	Esercizio chiuso al 31 dicembre		Variazioni	
	2021	2020	2021 vs 2020	%
Europa (esclusa Italia)	291.122	247.875	43.247	17,4%
APAC	110.782	88.343	22.439	25,4%
Nord America	69.042	57.304	11.739	20,5%
Italia	63.032	59.789	3.244	5,4%
MEIA	62.333	42.866	19.468	45,4%
LATAM	15.100	13.505	1.596	11,8%
Totale ricavi	611.412	509.679	101.733	20,0%

In uno scenario macroeconomico in cui tutte le aree geografiche hanno continuato a risentire, seppur in parte, degli effetti della pandemia, le performance a doppia cifra registrate in molte aree del mondo evidenziano l'accelerazione e la ripresa del segmento business to business (BtoB) nel corso dell'ultimo esercizio. Analizzando nel dettaglio i singoli mercati si riscontrano crescita superiori al 20% rispetto all'anno precedente nel Regno Unito, in Cina e nel Benelux. Il graduale ritorno alla normalità in molti mercati è evidenziato altresì dalla ripresa degli ordini da parte di diversi clienti del settore dei centri fitness, ed in particolare, del settore Hospitality.

Tabella 5.3. Ricavi per canale distributivo. Fonte: Technogym S.p.A (2021).

Ricavi per canale distributivo

(In migliaia di Euro e percentuale sul totale ricavi)	Esercizio chiuso al 31 dicembre		Variazioni	
	2021	2020	2021 vs 2020	%
Field sales	374.290	325.035	49.255	15,2%
Wholesale	145.322	102.358	42.964	42,0%
Inside sales	79.500	70.009	9.491	13,6%
Retail	12.300	12.277	23	0,2%
Totale ricavi	611.412	509.679	101.733	20,0%

Con riferimento al fatturato diviso per canale di vendita, si evidenzia l'ottima performance realizzata dal canale *Wholesale*, generato in particolar modo nelle aree geografiche aggregate: APAC (soprattutto in Corea del Sud, in Thailandia ed in Malesia), MEIA (ottime performance in Arabia Saudita, in Turchia ed in India) ed Europa (principalmente per quanto concerne l'area del centro-nord).

Un buon aumento è stato riscontrato anche nel canale del *Field Sales*, in ragione del graduale ritorno alla normalità di cui si trattava in precedenza, spinto anche dalla crescente efficienza della rete di vendita.

I canali di vendita più esposti all'allenamento da casa, ossia: *Inside Sales* e *Retail*, si confrontano con l'anno 2020 positivamente impattato dalla pandemia.

Nonostante quanto affermato, si riscontra una crescita a doppia cifra per quanto concerne il canale di *Inside Sales*, che si ricorda includere i canali di *teleselling* ed *e-commerce*, fortemente trainato dalla grande espansione dell'e-commerce in Europa, in USA ed in Cina.

L'EBITDA, il risultato operativo e l'utile netto del periodo saranno di seguito commentati.

L'EBITDA risulta in aumento rispetto all'anno 2020, nonostante l'impatto dei maggiori costi delle materie prime, dei costi di logistica e dei costi dell'energia si siano fatti sentire sono stati compensati parzialmente dall'incremento dei volumi di vendita e dagli incrementi dei prezzi di vendita.

Come affermato precedentemente, è bene sottolineare come alla luce della natura del business siano necessari alcuni mesi affinché i ricavi del gruppo beneficino pienamente dell'incremento dei prezzi.

Per quanto concerne il Risultato Operativo, anch'esso si attesta in aumento se confrontato con l'esercizio del 2020, rilevando anche in questo caso una dinamica positiva. Tale risultato, risulta pertanto in miglioramento nonostante sia stato impattato sicuramente dalle dinamiche operative descritte in precedenza, ed altresì dai maggiori ammortamenti se confrontati all'esercizio precedente. Tali maggiori ammortamenti vi sono in ragione dei maggiori investimenti effettuati dal gruppo per la digitalizzazione dell'offerta, per l'acquisto delle nuove tecnologie impiegate e per l'acquisto dei contenuti offerti durante l'allenamento.

Infine, anche l'utile di Gruppo è in aumento se paragonato all'utile di Gruppo registrato nel corso dell'esercizio 2020, ulteriore dinamica positiva.

5.6 Bilancio del 2021

Si allegano di seguito il Conto Economico, lo Stato Patrimoniale ed il Rendiconto Finanziario dell'anno 2021 per meglio comprendere lo stato di salute delle finanze di Technogym S.p.A. e procedere poi alla valutazione aziendale:

Tabella 5.4. Conto Economico Consolidato. Fonte: Technogym S.p.A (2021).

Conto Economico Consolidato

<i>(In migliaia di Euro)</i>	Esercizio chiuso al 31 dicembre			
	2021	<i>di cui verso parti correlate</i>	2020	<i>di cui verso parti correlate</i>
RICAVI				
Ricavi	609.742	11.302	508.342	10.361
Altri ricavi e proventi	1.670	206	1.337	171
Totale ricavi	611.412		509.679	
COSTI OPERATIVI				
Acquisti e consumi di materie prime, semilavorati e prodotti finiti	(209.425)	(63)	(166.366)	(100)
<i>di cui oneri non ricorrenti:</i>	<i>(46)</i>		<i>(708)</i>	
Costi per servizi	(158.228)	(882)	(128.500)	(592)
<i>di cui oneri non ricorrenti:</i>	<i>(495)</i>		<i>(1.217)</i>	
Costi per il personale	(133.307)	(147)	(112.640)	6
<i>di cui oneri non ricorrenti:</i>	<i>(1.421)</i>		<i>(1.047)</i>	
Altri costi operativi	(6.933)	(12)	(10.260)	(22)
<i>di cui oneri non ricorrenti:</i>	<i>(153)</i>		<i>(1.115)</i>	
Quota del risultato di <i>joint venture</i>	15.352		883	
<i>di cui oneri non ricorrenti:</i>	<i>13.961</i>		-	
Ammortamenti e svalutazioni / (rivalutazioni)	(36.435)	(1.508)	(35.109)	(1.541)
Accantonamenti netti	(3.533)		(3.312)	
<i>di cui oneri non ricorrenti:</i>	<i>(3)</i>		<i>(450)</i>	
RISULTATO OPERATIVO	78.902		54.375	
Proventi finanziari	11.998	15	12.981	5
Oneri finanziari	(11.596)	(221)	(17.184)	(293)
<i>di cui oneri non ricorrenti:</i>	-		<i>(205)</i>	
Oneri finanziari netti	402		(4.203)	
Proventi / (oneri) da partecipazioni	427		(2.131)	
<i>di cui oneri non ricorrenti:</i>	-		<i>(2.395)</i>	
RISULTATO PRIMA DELLE IMPOSTE	79.731		48.041	
Imposte sul reddito	(16.466)		(11.593)	
<i>di cui imposte sul reddito non ricorrenti</i>	-		<i>(295)</i>	
UTILE (PERDITA) DELL'ESERCIZIO	63.265		36.448	
(Utile) Perdita di Terzi	(200)		(444)	
Utile (perdita) di Gruppo	63.065		36.004	
Utile per azione (in Euro)	0,31		0,18	

Tabella 5.5. Stato Patrimoniale Consolidato. Fonte: Technogym S.p.A (2021).

Situazione Patrimoniale e Finanziaria Consolidata

	Al 31 dicembre			
	2021	di cui verso parti correlate	2020	di cui verso parti correlate
ATTIVO				
Attività non correnti				
Immobili, impianti e macchinari	153.563	8.498	159.243	9.982
Attività immateriali	50.697		47.365	
Attività per imposte anticipate	20.280		18.532	
Partecipazioni in <i>joint venture</i> e collegate	4.438		18.736	
Attività finanziarie non correnti	200		2.992	
Altre attività non correnti	62.871		52.616	
TOTALE ATTIVITA' NON CORRENTI	292.049		299.484	
Attività correnti				
Rimanenze	108.548		82.614	
Crediti commerciali	104.242	1.963	81.060	1.174
Attività finanziarie correnti	53.837		39	
Attività per strumenti finanziari derivati	127		1.525	
Altre attività correnti	29.984	475	17.202	466
Disponibilità liquide ed equivalenti	174.306		202.065	
TOTALE ATTIVITA' CORRENTI	471.044		384.505	
TOTALE ATTIVO	763.092		683.989	
PATRIMONIO NETTO E PASSIVO				
Patrimonio Netto				
Capitale sociale	10.066		10.066	
Riserva sovrapprezzo azioni	7.132		4.990	
Altre riserve	31.321		25.541	
Utili di esercizi precedenti	198.256		211.567	
Utile (perdita) di Gruppo	63.065		36.004	
Patrimonio netto attribuibile al Gruppo	309.841		288.167	
Capitale e riserve di terzi	1.519		1.934	
Utile (Perdita) di Terzi	200		444	
Patrimonio netto attribuibile a Terzi	1.720		2.379	
PATRIMONIO NETTO DI GRUPPO E TERZI	311.560		290.546	
Passività non correnti				
Passività finanziarie non correnti	57.671	7.974	97.677	9.411
Passività per imposte differite	301		343	
Fondi relativi al personale	3.091		2.955	
Fondi per rischi e oneri non correnti	8.952		9.662	
Altre passività non correnti	34.950		37.665	
TOTALE PASSIVITA' NON CORRENTI	104.964		148.303	
Passività correnti				
Debiti commerciali	159.769	640	114.006	316
Passività per imposte sul reddito	5.951		2.465	
Passività finanziarie correnti	73.771	2.737	46.409	2.061
Passività per strumenti finanziari derivati	41		58	
Fondi per rischi e oneri correnti	11.734		8.621	
Altre passività correnti	95.302		73.582	
TOTALE PASSIVITA' CORRENTI	346.567		245.141	
TOTALE PATRIMONIO NETTO E PASSIVO	763.092		683.989	

Tabella 5.6. Rendiconto Finanziario Consolidato. Fonte: Technogym S.p.A (2021).

Rendiconto finanziario consolidato

<i>(In migliaia di Euro)</i>	Esercizio chiuso al 31 dicembre	
	2021	2020
Attività operativa		
Utile (perdita) consolidata del periodo	63.265	36.448
<i>Rettifiche per:</i>		
Imposte sul reddito	16.466	11.593
Proventi / (oneri) da partecipazioni	(427)	2.131
Proventi / (oneri) finanziari	(402)	4.203
Ammortamenti e svalutazioni	36.435	35.109
Accantonamenti netti	3.533	3.312
Quota di risultato di Joint Venture	(15.352)	(883)
Flussi di cassa dell'attività operativa ante variazioni di capitale circolante	103.518	91.913
Variazione delle rimanenze	(26.489)	(7.996)
Variazione dei crediti commerciali	(24.121)	49.711
Variazione dei debiti commerciali	46.038	(13.199)
Variazione di altre attività e passività	8.591	(2.041)
Imposte pagate	(14.330)	(15.980)
Flusso di cassa generato / (assorbito) dall'attività operativa (A)	93.207	102.408
<i>di cui verso parti correlate</i>	<i>10.894</i>	<i>9.663</i>
Attività di investimento		
Investimenti in Immobili, impianti e macchinari	(11.095)	(9.111)
Dismissioni immobili, impianti e macchinari	694	1.332
Investimenti in attività immateriali	(16.596)	(15.289)
Dismissioni immateriali	14	67
Dividendi da partecipazioni in Joint Venture	464	952
Vendita/(Acquisto) di partecipazioni	30.842	-
Flusso di cassa generato / (assorbito) dall'attività di investimento (B)	4.323	(22.050)
<i>di cui verso parti correlate</i>	<i>464</i>	<i>952</i>
Attività di finanziamento		
Rimborso di debiti per leasing IFRS 16	(7.251)	(6.892)
Accensione di passività finanziarie non correnti (incasa quota corrente)	-	50.000
Rimborsi di passività finanziarie non correnti (inclusa quota corrente)	(25.000)	(24.579)
Variazione nette delle passività finanziarie correnti	(52.495)	(413)
Dividendi pagati agli azionisti	(44.292)	-
(Oneri)/Proventi finanziari netti pagati	1.772	(5.755)
Flusso di cassa generato / (assorbito) dall'attività di finanziamento (C)	(127.266)	12.362
<i>di cui verso parti correlate</i>	<i>(1.729)</i>	<i>(1.834)</i>
Incremento/(decremento) disponibilità liquide (D)=(A)+(B)+(C)	(29.736)	92.721
Disponibilità liquide ed equivalenti all'inizio del periodo	202.065	114.413
Incremento/(decremento) delle disponibilità liquide ed equivalenti dal 1° gennaio al 31 dicembre	(29.736)	92.721
Effetto netto della conversione delle disponibilità liquide ed equivalenti espressa in valute estere	1.977	(5.069)
Disponibilità liquide ed equivalenti alla fine del periodo	174.306	202.065

5.7 Evoluzione prevedibile della gestione

Il management sta attentamente monitorando l'evolversi del conflitto in corso in Ucraina e delle conseguenti misure di embargo sul mercato russo. È bene sottolineare che il gruppo Technogym S.p.A. opera nel territorio ucraino esclusivamente mediante distributore locale e per volumi marginali di attività.

Per quanto concerne il mercato russo, Technogym S.p.A. opera direttamente attraverso la società controllata Technogym ZAO, i cui ricavi incidono nell'ordine del 2% sul fatturato totale del gruppo.⁴³

Inoltre, il Gruppo ha già provveduto a chiudere i punti vendita retail ed ha altresì interrotto le esportazioni verso la Russia. Si evidenzia infine che Technogym S.p.A. non ha una significativa esposizione: finanziaria, valutaria e commerciale sul mercato russo.

In seguito alla ripresa dei segmenti BtoB riscontrata negli ultimi trimestri dell'esercizio 2021, anche l'esercizio 2022 sta confermando tale trend positivo. Molti studi infatti evidenziano come, in seguito alla pandemia, la salute sia ora in vetta alla gerarchia delle priorità degli individui e di come, a causa del lockdown, significative percentuali della popolazione hanno riscontrato un aumento di peso e malattie mentali e cardiovascolari.

Tali problematiche hanno determinato una crescente domanda di Wellness da parte degli individui in tutti i luoghi della vita. A titolo di esempio nel corso del 2021 si sono riscontrati importanti segnali di ripresa per il mondo degli hotel, tornato ad un livello di tariffa media maggiore rispetto al 2019 come diretta conseguenza della ripresa dei viaggi.

Si è registrato inoltre anche un solido aumento del cosiddetto Wellness Real Estate, i cui tassi di crescita sono in tutto il mondo di molto maggiori rispetto al settore delle costruzioni.

Ancora, un fiorente mercato del Corporate Wellness ed un sempre maggiore interesse per le soluzioni legate al mondo anti-invecchiamento e salute.

Tutti i citati trend si attendono riconfermarsi anche nel corso dell'esercizio 2022. Inoltre, anche il mondo delle palestre è in continua ripresa, grazie al ritorno dei clienti nei centri esistenti ed all'apertura di sempre maggiori centri fitness di fascia premium. Con riferimento al segmento BtoC, si prevede continuerà anch'esso la crescita, realizzata altresì grazie ad un graduale processo di espansione internazionale, in un contesto di mercato normalizzato rispetto al picco di vendite riscontrato durante il lockdown.

Un fatto degno di nota da cui emerge la lungimiranza del management dell'azienda in questione riguarda la prudente politica di approvvigionamento delle materie prime, con si sono create delle scorte di sicurezza di magazzino a partire dai primi mesi del 2021.

Tale lungimiranza ha consentito di garantire normali ritmi produttivi, di gestire in modo efficace le tensioni sulla catena di fornitura e di dotare il magazzino di adeguate scorte anche per l'esercizio 2022.

⁴³ it.investing.com

Si ricorda che Technogym S.p.A. è un'azienda flessibile, grazie all'ampia gamma di prodotti e servizi, in grado di fornire soluzioni a tutti i segmenti di mercato a seconda dell'evoluzione della domanda e della nascita di nuovi trend.

La crescita internazionale con focus particolare: in Europa, in Medio Oriente, in America ed in Asia Pacifica si prevede continuerà a rappresentare la principale fonte di sviluppo per il Gruppo nel corso dei prossimi esercizi.

Per l'anno 2022 in corso è previsto il perseguimento dell'obiettivo di crescita sostenibile e profittevole, che ha da sempre connotato il citato Gruppo.

Nello specifico, l'ambizioso obiettivo che si è dato il Gruppo per l'esercizio in corso è quello di far crescere il fatturato a doppia cifra ed al contempo il miglioramento della redditività aziendale. Tale obiettivo sarà raggiunto grazie all'influenza positiva derivante dagli incrementi di prezzo decisi nei trimestri finali del 2021 e altresì grazie agli investimenti in innovazione e nuovi prodotti.

5.8 Introduzione alla valutazione aziendale

La valutazione aziendale che segue è volta ad applicare concretamente quanto esposto durante i capitoli precedenti della tesi in questione.

Nello specifico, si è scelto di utilizzare come metodologia valutativa di Technogym S.p.A. la *discounted cash flows analysis* (DCF), al fine di determinarne la valutazione.

Come accennato precedentemente Technogym S.p.A. è un'azienda quotata in Borsa, pertanto, stante gli obblighi informativi è possibile utilizzare i dati finanziari periodicamente rilasciati dalla società.

Per effettuare la valutazione ci si è avvalsi, oltre della documentazione rilasciata dalla società, di dati e stime fornite da autorevoli fonti finanziarie quali: Bloomberg, Yahoo Finanza, Morningstar, Seeking Alpha, Investing.com, De Giro e via dicendo.⁴⁴

5.9 Studio dell'azienda

Nella prima fase si sono rivisti ed analizzati tutti i dati e le informazioni relative a Technogym S.p.A. per meglio comprenderne il settore di appartenenza, il relativo posizionamento e le peculiarità dell'azienda.

I concorrenti di Technogym S.p.A. sono limitati e sono localizzati soprattutto negli Stati Uniti d'America.

⁴⁴ seekingalpha.com

I due più importanti competitor sono due aziende dotate anch'esse di un grado molto elevato di innovazione, inoltre, detengono e si dividono la maggior parte delle quote di mercato del settore Fitness e Wellness.

Il principale competitor è: "Icon Health & Fitness", gruppo americano facente capo ad altri sei marchi importanti tra cui si annovera: "Freemotion". Il citato gruppo americano detiene il primo posto per quote di mercato, seguito da Technogym S.p.A. e dal secondo competitor più importante della citata azienda, ossia: "Precor", azienda anch'essa statunitense.

Icon Health & Fitness fu creata negli Stati Uniti nel 1977, ha pertanto sei anni in più di storia rispetto a Technogym S.p.A., ed è diventata leader mondiale del settore fitness. I punti di forza di questa azienda sono legati soprattutto alla forte propensione innovativa, vantando un portafoglio di brevetti che supera le cento unità.

Precor, nasce invece a Seattle ed ha uno sviluppo diverso rispetto ad Icon Health & Fitness, in quanto è stata caratterizzata dall'operatività mediante un unico brand. È bene sottolineare come sia stata successivamente acquisita dalla finlandese "Amer Sports Oyj", gruppo noto per essere proprietario di marchi importanti quali: "Wilson", "Atomic" ed altri ancora.

In seguito alla citata acquisizione dell'azienda da parte di Amer Sports Oyj, vi è stata la successiva cessione di Precor nell'aprile 2021 alla piattaforma di Fitness "Peloton".

Ad oggi, a livello nazionale, l'unico parziale competitor di Technogym S.p.A. risulta essere "Panatta sport", azienda marchigiana nata nel febbraio 1982 dall'idea imprenditoriale di Rudy Panatta, giovane professore di lettere con la passione per il bodybuilding. Nonostante la qualità costruttiva tipica delle aziende italiane, Panatta sport non ha lo stesso grado di innovazione di Technogym S.p.A. ed i volumi di fatturato, 30 milioni di euro nel 2021, seppur in crescita, sono esigui se paragonati a quelli di Technogym.⁴⁵

5.10 Determinazione del valore d'impresa

La proiezione dei flussi di cassa prospettici prende avvio mediante l'inserimento dei valori storici di conto economico degli anni precedenti rispetto a quello in corso, nell'apposito documento realizzato su Microsoft Excel.

È bene precisare che le apposite celle di inserimento dei dati nell'applicativo in questione sono connotate dal color giallo, le restanti celle di colore bianco derivano dal computo automatico dei dati inseriti nelle celle giallo chiaro e delle assunzioni inserite nelle celle color ocra.

⁴⁵ it.finance.yahoo.com

Gli anni passati utilizzati come *database* per effettuare le proiezioni sono: il 2018, il 2019, il 2020 ed il 2021. Come è comprensibile, la crescita aziendale è stata temporaneamente arrestata dallo scoppio della pandemia di Covid-19, pertanto, soprattutto per i dati del 2020 risulta necessario analizzarli con attenzione e ponderarli in modo adeguato, vista la natura straordinaria degli eventi intercorsi in tal anno.

Si allega ora l'immagine del documento Excel utilizzato per effettuare la valutazione aziendale.

Tabella 5.7. Discounted Cash Flows Analysis. Fonte: Elaborazione personale.

Technogym S.p.A.											
Discounted Cash Flow Analysis											
(€ in millions, fiscal year ending December 31)											
Operating Scenario											
Base											
Operating Scenario											
Year Convention											
	Historical Period			CAGR		Projection Period					CAGR
	2018	2019	2020	(18 - '20)	2021	2022	2023	2024	2025	2026	(22 - '26)
Sales	634,1 €	669,9 €	509,7 €	-10,3%	611,4 €	733,7 €	843,7 €	928,1 €	974,5 €	1.023,3 €	10,8%
% growth	NA	5,5%	(23,8%)		20,0%	20,0%	15,0%	10,0%	5,0%	5,0%	
COGS	383,0	382,9	294,9		361,7	441,0	501,1	557,8	585,7	615,0	
Gross Profit	271,1 €	286,1 €	214,8 €	-11,0%	243,9 €	292,7 €	336,7 €	370,9 €	388,8 €	408,3 €	10,9%
% margin	42,8%	42,8%	42,1%		39,9%	39,9%	39,9%	39,9%	39,9%	39,9%	
SG&A	142,5	147,6	124,0		155,6	186,4	214,3	235,7	247,5	259,9	
EBITDA	128,6 €	138,5 €	90,8 €	-16,0%	88,2 €	106,4 €	122,3 €	134,6 €	141,3 €	148,4 €	11,0%
% margin	20,3%	20,7%	17,8%		14,4%	14,5%	14,5%	14,5%	14,5%	14,5%	
Depreciation & Amortization	22,0	31,1	34,7		36,4	44,0	50,6	55,7	58,5	61,4	
EBIT	106,6 €	107,4 €	56,2 €	-27,4%	51,7 €	62,4 €	71,7 €	78,9 €	82,8 €	87,0 €	11,0%
% margin	16,8%	16,1%	11,0%		8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	
Taxes	13,9	22,6	15,5		19,9	17,4	20,0	22,0	23,1	24,3	
EBIAT	92,8 €	84,9 €	42,7 €	-32,2%	40,9 €	49,9 €	51,7 €	56,9 €	59,7 €	62,7 €	8,9%
Plus: Depreciation & Amortization	22,0	31,1	34,7		36,4	44,0	50,6	55,7	58,5	61,4	
Less: Capital Expenditures	(18,2)	(21,3)	(8,1)		(11,1)	(14,7)	(16,9)	(18,6)	(19,5)	(20,5)	
Less: Increase in Net Working Capital						(22,7)	(9,3)	(9,3)	(9,3)	(9,8)	
Unlevered Free Cash Flow						56,5 €	63,4 €	77,1 €	89,4 €	93,9 €	
WACC	13,4%										
Discount Period											
Discount Factor											
Present Value of Free Cash Flow						49,9 €	49,3 €	52,9 €	54,1 €	50,1 €	

Come accennato in precedenza è possibile riscontrare come il fatturato dell'azienda sia diminuito tra gli anni 2018 - 2020 ad un tasso annuo composto del -10,3%. A determinare questo risultato negativo è stata senza dubbio l'influenza pandemica e le chiusure che ne sono derivate, ad ogni modo è bene evidenziare come seppur con segno negativo il decremento di fatturato non sia così ampio se si pensa al settore in cui opera Technogym S.p.A., ossia il Fitness, e di come quest'ultimo sia stato colpito dalle chiusure. Da ciò ne emerge la competenza del management e la flessibilità dell'azienda nell'adattarsi all'emergenza pandemica ed alle chiusure obbligate.⁴⁶

Sulla base delle previsioni di crescita del fatturato fornite dal management della società in sede di relazione finanziaria annuale 2021, è prevista per il 2022 una crescita a doppia cifra (+ 20%) e per gli anni a venire sono previste delle analoghe crescite sostenute del fatturato in ragione dell'aumento dei prezzi e della ripartenza delle attività economiche in generale.

⁴⁶ www.aifi.it

Nonostante ciò per ragioni di prudenza, vista la volatilità del contesto economico in cui ci si trova, si è deciso di utilizzare la previsione a doppia cifra del management per il 2022 e successivamente di rivedere tale crescita al ribasso del 5% per ciascun anno successivo, fino a mantenere costante il 5% di crescita nell'anno 2026.

La voce di costo COGS (cost of good sold) si è deciso di mantenerla costante per gli anni a venire per due motivazioni principali: la prima è dovuta all'affermazione del management secondo cui l'aumento dei costi si è fatto sentire ed è rilevato nel bilancio 2021; la seconda è dovuta all'imprevedibilità dei livelli di prezzo delle materie prime che non consente di fare stime attendibili a medio / lungo termine. Sempre in ottica prudenziale si è pertanto deciso di mantenere invariato il livello del 2021 di COGS, già influenzato dall'aumento dei prezzi, che vede un'incidenza dei costi per beni venduti sul fatturato del 60,1%.

Per quanto concerne le spese generali non legate al costo del lavoro, ossia la voce SG&A (Selling, General & Administrative), è stata valutata anch'essa in ottica prudenziale e vedendone l'aumento negli anni si è deciso di mantenerla costante per il futuro al grado di incidenza sul fatturato dell'anno 2021. Quest'ultimo rappresenta infatti l'anno più recente e connotato dalle graduali riaperture post-pandemiche e pertanto, si stima, il più attendibile.

Con riferimento ai deprezzamenti e agli ammortamenti ossia la voce D&A (Depreciation & Amortizations), sempre in ottica prudenziale e visti i grandi investimenti realizzati nel corso dell'esercizio scorso, si è deciso di mantenere il livello di incidenza sul fatturato che essi avevano nell'anno 2021.

Il livello di aliquota fiscale è stato fissato al 27,9% per gli anni a venire, questo deriva dalla somma dell'aliquota d'imposta IRES 24% (imposta sul reddito delle società) e dell'aliquota d'imposta ordinaria IRAP 3,9% (imposta regionale sulle attività produttive). È bene sottolineare che dall'analisi dei bilanci degli anni precedenti l'aliquota fiscale differisce sensibilmente in ogni anno, questo è dovuto alla deducibilità, alla detraibilità ed alla non imponibilità di alcuni elementi reddituali. Inoltre, il carico fiscale effettivo è influenzato anche dalle imposte differite ed anticipate e da altri elementi tributari. Non essendo possibile conoscere con anticipo l'importo di tali elementi si è pertanto deciso di applicare in maniera oggettiva e costante l'aliquota IRES e l'aliquota IRAP ordinaria. Tale approccio si ritiene molto più oggettivo e realistico rispetto all'utilizzo di un'aliquota media derivante dal calcolo di quest'ultima a partire dalla media delle aliquote applicate negli anni precedenti presi in analisi.

A questo punto, dopo le assunzioni predette è possibile determinare come differenza i margini intermedi di bilancio quali: margine lordo, EBITDA, EBIT ed EBIAT o NOPAT.

Per procedere all'analisi ed illustrare le altre assunzioni sottostanti risulta necessario allegare l'immagine del documento Excel utilizzato per calcolare il capitale circolante netto.

Tabella 5.8. Working Capital Projections. Fonte: Elaborazione personale.

Technogym S.p.A. Working Capital Projections (€ in millions)										
	Historical Period				Projection Period					
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	
Sales	634,1 €	668,9 €	509,7 €	611,4 €	733,7 €	843,7 €	928,1 €	974,5 €	1.023,3 €	
Cost of Goods Sold	363,0	382,9	294,9	367,7	441,0	507,1	557,8	585,7	615,0	
Current Assets										
Accounts Receivable	151,5	127,5	81,1	108,5	130,3	149,8	164,8	173,0	181,7	
Inventories	89,5	76,8	82,6	104,2	125,0	143,8	158,2	166,1	174,4	
Prepaid Expenses and Other	98,8	136,8	220,8	258,3	309,6	356,1	391,7	411,3	431,8	
Total Current Assets	339,8 €	341,1 €	384,5 €	471,0 €	564,9 €	649,6 €	714,6 €	750,3 €	787,9 €	
Current Liabilities										
Accounts Payable	143,9	127,5	114,0	159,8	191,6	220,3	242,4	254,5	267,2	
Accrued Liabilities	62,9	52,9	39,0	91,5	110,1	126,6	139,2	146,2	153,5	
Other Current Liabilities	79,9	88,5	92,2	95,3	114,5	131,6	144,8	152,0	159,6	
Total Current Liabilities	286,8 €	268,9 €	245,2 €	346,6 €	416,1 €	478,5 €	526,4 €	552,7 €	580,3 €	
Net Working Capital	53,1 €	72,2 €	139,4 €	124,5 €	148,8 €	171,1 €	188,2 €	197,6 €	207,5 €	
% sales	8,4%	10,8%	27,3%	20,4%	20,3%	20,3%	20,3%	20,3%	20,3%	
(Increase) / Decrease in NWC		(\$19,2)	(\$67,1)	\$14,9	(\$24,3)	(\$22,3)	(\$17,1)	(\$9,4)	(\$9,9)	
Assumptions										
Days Sales Outstanding	87,2	69,6	58,0	64,8	64,8	64,8	64,8	64,8	64,8	
Days Inventory Held	90,0	73,2	102,3	103,5	103,5	103,5	103,5	103,5	103,5	
Prepays and Other CA (% of sales)	15,6%	20,5%	43,3%	42,2%	42,2%	42,2%	42,2%	42,2%	42,2%	
Days Payable Outstanding	144,7	121,6	141,1	158,6	158,6	158,6	158,6	158,6	158,6	
Accrued Liabilities (% of sales)	9,9%	7,9%	7,6%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	
Other Current Liabilities (% of sales)	12,6%	13,2%	18,1%	15,6%	15,6%	15,6%	15,6%	15,6%	15,6%	

Come è intuibile questa scheda è stata utilizzata per effettuare i calcoli ed introdurre le assunzioni in merito al capitale circolante netto. È bene sottolineare come i risultati che emergeranno a partire da essa siano collegati direttamente alla scheda principale utilizzata per il computo del DCF.

L'operazione di proiezione del capitale circolante prende avvio mediante l'inserimento dei dati storici ricavati dallo stato patrimoniale degli anni: 2018, 2019, 2020 e 2021.

È bene precisare che i valori di fatturato (sales) e di costi del venuto (COGS) derivano direttamente dalla scheda principale relativa al DCF. Come anticipato in precedenza, a sua volta quest'ultima è stata completata con i dati ricavati dal conto economico degli anni precedenti per il periodo storico considerato, mentre, per quanto concerne il periodo di proiezione, i dati sono stati calcolati in base alle assunzioni precedentemente esposte.

Per procedere all'inserimento dei dati, in questo caso, è stato fondamentale l'utilizzo dello stato patrimoniale riclassificato secondo il criterio finanziario in modo da ottenere la suddivisione delle attività e delle passività, in correnti e non correnti, a cui si somma il patrimonio netto, ovviamente posto nel passivo.

In seguito a questo è stato necessario suddividere a sua volta le attività correnti e le passività correnti in base alle sotto categorie esposte nella scheda in questione. Successivamente, il capitale circolante netto o net working capital (NWC) è stato derivato mediante sottrazione tra attività correnti e passività correnti, calcolandone altresì l'incremento o il decremento per ciascun anno e per il futuro.

Come già spiegato nel corso di questa tesi il capitale circolante è l'ammontare di risorse che compongono e finanziano l'attività operativa dell'azienda, pertanto è centrale analizzarne la composizione, l'ammontare e le variazioni nel corso del tempo. Un aumento di esso è visto come assorbimento di risorse, mentre una diminuzione è vista come generazione di risorse.

È bene sottolineare, come dopo aver inserito i dati relativi alle attività correnti ed alle passività correnti, sia stato sufficiente applicare le formule spiegate nel corso della tesi per calcolare il tempo medio di incasso dei crediti commerciali o days sales outstanding (DSO), il tempo medio di giacenza delle scorte o days inventory held (DIH), ed il tempo medio di pagamento dei debiti commerciali o days payable outstanding (DPO).

Sempre per ragioni prudenziali si è deciso di mantenere invariati i giorni di DSO, DIH e DPO, in quanto in base alla situazione attuale non ci sono gli elementi per prevedere una miglior efficienza nel ciclo del capitale circolante e nella gestione di esso.

Lo stesso management nella sezione di evoluzione prevedibile della gestione non accenna ad una miglior efficienza e/o miglior gestione del capitale circolante, pertanto, si è ritenuto di mantenerlo invariato al livello del 2021, che, essendo l'anno più recente si presume sia anche l'anno più attendibile e significativo.

Si è deciso pertanto di mantenere il DSO, DIH e DPO rispettivamente a 64,8 giorni, 103,5 giorni e 158,6 giorni.

L'incidenza del capitale circolante netto sul fatturato che ne deriva, per il periodo di proiezione futuro è del 20,3%.

Inoltre, in base ai calcoli in ciascun anno successivo si prevede un incremento del capitale circolante netto rispetto all'anno precedente, in ottica di sostenere la crescita del fatturato.

Si ritiene ora necessario riportare la scheda in cui si è calcolato il costo medio ponderato del capitale o weighted average cost of capital WACC.

Tabella 5.9. Weighted Average Cost of Capital Analysis. Fonte: Elaborazione personale.

Technogym S.p.A. Weighted Average Cost of Capital Analysis (€ in millions)	
WACC Calculation	
Target Capital Structure	
Debt-to-Total Capitalization	30,0%
Equity-to-Total Capitalization	70,0%
Cost of Debt	
Cost of Debt	9,8%
Tax Rate	27,9%
After-tax Cost of Debt	7,1%
Cost of Equity	
Risk-free Rate	2,9%
Market Risk Premium	7,1%
Beta	1,67
Size Premium	1,82%
Cost of Equity	16,6%
WACC	13,8%

Come primo elemento si è determinato la struttura del capitale di Technogym S.p.A. analizzando la quota di debito rispetto alla capitalizzazione.

Nel determinare il *quantum* si è utilizzata la formula riportata nel capitolo precedente della tesi e mediante il rapporto tra i debiti finanziari esistenti e la somma tra debiti finanziari esistenti e l'equity si è calcolata una percentuale di incidenza del 30% rispetto alla capitalizzazione.

Come è ragionevole attendersi la percentuale di equity rispetto alla capitalizzazione totale è stata derivata per differenza, sapendo che il 30 % della capitalizzazione totale è dedicata al debito.

Si è deciso di utilizzare la struttura del capitale in questione in quanto risulta in equilibrio e non vi sono specifici problemi di sovra-indebitamento o sotto-indebitamento.

Successivamente, mediante il rapporto tra oneri finanziari e debiti finanziari per il periodo storico considerato, pertanto per ciascuno dei quattro anni presi in analisi, e facendone poi la media, si è calcolato il costo del debito. L'aliquota fiscale come già spiegato è stata calcolata sommando l'aliquota IRES e l'aliquota IRAP.

Con riferimento al tasso risk-free, vista l'esposizione globale di Technogym S.p.A. e vista la prassi comune borsistica nell'utilizzare come riferimento per il tasso privo di rischio le obbligazioni decennali degli Stati Uniti si è deciso di utilizzare tale tasso.

Nel giorno di analisi, ossia il 3 giugno 2022, il rendimento delle obbligazioni decennali degli Stati Uniti era fissato al 2,941 % pertanto si è deciso di utilizzare tale tasso come riferimento per il risk-free.

Per quanto concerne il calcolo del premio al rischio di mercato si è deciso di utilizzare quello che deriva dall'applicazione della media aritmetica all'indice S&P 500 americano considerato nel periodo storico che va dal 1926 al 2007.

L' S&P 500 è un indice di riferimento, spesso considerato come proxy dell'andamento generale del mercato azionario, è composto dalle 500 aziende a maggior capitalizzazione degli Stati Uniti.

Nel periodo considerato il premio al rischio di mercato ottenuto investendo nell' S&P 500 fu del 7,1 %.

Per quanto concerne il Beta, ossia il coefficiente che misura la variazione che un titolo storicamente assume rispetto alle variazioni del mercato, si è utilizzato il Beta ricavato da Yahoo Finanza calcolato mensilmente e per un periodo storico di 5 anni precedenti. Il coefficiente in questione fornito da Yahoo Finanza è di 1,67 e da ciò comprendiamo come le oscillazioni di rendimento delle azioni Technogym S.p.A. siano più ampie rispetto al mercato e pertanto necessitino di un maggior premio al rischio che sarà ora calcolato con il modello CAPM.

Infine, il size premium è stato calcolato mediante l'utilizzo di tale tabella derivante da Ibbotson, vista la capitalizzazione di Borsa di Technogym S.p.A. al giorno 3 giugno 2022 di 1,433 miliardi tale azienda rientra nel sesto decile a cui è associato un size premium del 1,82 %.

Tabella 5.10. Size Premiums for Size-Quartile and Size-Decile Portfolios. Fonte: Ibbotson associates.

Size Premiums for Size-Quartile and Size-Decile Portfolios

Quartile Groups	Size Premium	Decile Groups	Market Capitalization of Largest Company in Decile (\$ millions)	Size Premium
Large Cap (1-2)	n/a	1	314,623	-0.38%
		2	15,080	0.81%
Mid Cap (3-5)	1.20%	3	6,794	1.01%
		4	3,711	1.20%
		5	2,509	1.81%
Low Cap (6-8)	1.98%	6	1,776	1.82%
		7	1,212	1.88%
		8	772	2.65%
		9	478	2.94%
Micro Cap (9-10)	4.07%	10w	236	3.99%
		10x	179	4.96%
		10y	143	9.15%
		10z	86	12.06%

Per quanto concerne invece il periodo di proiezione si è ipotizzato un leggero aumento del livello di CAPEX se paragonato all'ultimo anno, questo principalmente per riflettere i crescenti costi legati ai beni che si acquisteranno in futuro e altresì in ragione di essere coerenti con la crescita a doppia cifra ipotizzata per il biennio futuro.

Infine, si aggiunge o si sottrae rispettivamente l'incremento o il decremento ipotizzato per il capitale circolante netto nell'anno di riferimento, ottenendo così dalla somma algebrica di tali elementi il flusso di cassa previsto per il futuro.

Tale flusso di cassa necessita però di essere attualizzato all'anno in cui la valutazione è effettuata, pertanto, a ciascun flusso sarà applicato il fattore di sconto in ragione dell'anno di riferimento e del tasso WACC calcolato.

Si allega ora l'immagine in cui sono riportati i calcoli volti a determinare l'enterprise value ossia il valore d'impresa complessivo.

Tabella 5.12. Enterprise Value. Fonte: Elaborazione personale.

Enterprise Value	
Cumulative Present Value of FCF	251,8 €
Terminal Value	
Terminal Year EBITDA (2026E)	148,4 €
Exit Multiple	6,5x
Terminal Value	964,4 €
Discount Factor	0,52
Present Value of Terminal Value	506,2 €
% of Enterprise Value	66,8%
Enterprise Value	758,0 €

Come risulta evidente dall'immagine in questione il flusso cumulato ed attualizzato dei flussi di cassa futuri somma a 251,8 milioni di euro.

Per calcolare il valore finale d'impresa è stato applicato all'EBITDA dell'ultimo anno di previsione, ossia il 2026, un multiplo di 6,5x .

Tale multiplo risulta conservativo se comparato alla media di settore, ma si è voluto utilizzare quest'ultimo sempre per finalità prudenziali, vista l'imprevedibilità degli sviluppi del contesto economico attuale.

Applicando il multiplo di 6,5x all'EBITDA del 2026 si ottiene un valore finale d'impresa di 964,4 milioni euro. Attualizzando tale valore all'anno di valutazione si ottiene un importo di 506,2 milioni di euro.

Sommando infine il valore attuale dei flussi di cassa futuri cumulati ed il valore attuale del valore finale d'impresa si ottiene un valore d'impresa complessivo pari a 758 milioni euro.

Calcolando l'incidenza percentuale del valore attuale del terminal value rispetto all'enterprise value complessivo calcolato, questo risulta incidere per il 66,8 %.

Come riportato precedentemente nel corso della tesi, il terminal value incide spesso per gran parte del totale dell'enterprise value, pertanto, si ritiene nuovamente appropriato l'utilizzo di un multiplo conservativo vista l'incidenza di esso sul valore complessivo d'impresa e l'imprevedibilità della fase economica futura.

Si allega ora l'immagine in cui sono riportati i calcoli volti a determinare l'equity value ossia il valore della società disponibile per gli azionisti.

Tabella 5.13. Implied Equity Value and Share Price. Fonte: Elaborazione personale.

Implied Equity Value and Share Price	
Enterprise Value	758,0 €
Less: Total Debt	(131,4)
Less: Preferred Securities	-
Less: Noncontrolling Interest	-
Plus: Cash and Cash Equivalents	174,3
Implied Equity Value	800,9 €
Number of Shares	201,3
Implied Share Price	4,0 €

Come si nota dall'immagine in questione l'equity value è calcolato a partire dall'enterprise value. Al fine del computo, a quest'ultimo si sottrae il debito finanziario netto dell'impresa a medio / lungo termine, le azioni privilegiate e le azioni di minoranza.

Come anticipato l'equity value è il valore disponibile per gli azionisti dell'impresa, pertanto, in seguito al computo tale importo sarà diviso per il numero di azioni totali esistenti derivando così il valore associato a ciascuna azione.

Come risulta dall'immagine in questione, a partire dall'enterprise value di 758 milioni di euro si sottrae il debito finanziario totale del 2021 pari a 131,4 milioni di euro, infine si aggiungono le disponibilità liquide ed equivalenti totali del 2021 per l'importo di 174,3 milioni di euro.

Effettuando la somma algebrica ne deriva un valore associato all'equity value di 800,9 milioni di euro, tale importo è superiore al valore dell'enterprise value, questo non sorprende vista la grande disponibilità liquida ed equivalente che detiene Tehcnogym S.p.A. nel 2021, ampiamente superiore al debito finanziario totale.

Infine, come anticipato, tal importo legato all'equity value è diviso per il numero di azioni totali ossia: 201.327.500 milioni di azioni, ottenendo così il valore intrinseco di 4 € per azione.

Si allega ora l'immagine del documento contenete il calcolo del tasso implicito di crescita perpetua.

Tabella 5.14. Implied Perpetuity Growth Rate. Fonte: Elaborazione personale.

Implied Perpetuity Growth Rate	
Terminal Year Free Cash Flow (2026E)	93,8 €
WACC	13,8%
Terminal Value	964,4 €
Implied Perpetuity Growth Rate	3,7%

Come risulta dall'immagine in questione il tasso implicito di crescita perpetua risulta essere del 3,7% nel lungo periodo, tasso che si ritiene essere prudentiale e sostenibile nel lungo termine.

Si allegano infine la serie di assunzioni che si sono fatte al fine di effettuare la valutazione aziendale in questione.

Tabella 5.15. Income Statement and Cash Flow Statement Assumptions. Fonte: Elaborazione personale.

	Year 1 2022	Year 2 2023	Year 3 2024	Year 4 2025	Year 5 2026
Income Statement Assumptions					
Sales (% growth)	20,0%	15,0%	10,0%	5,0%	5,0%
Base	20,0%	15,0%	10,0%	5,0%	5,0%
Management	- %	- %	- %	- %	- %
Upside	- %	- %	- %	- %	- %
Downside 1	- %	- %	- %	- %	- %
Downside 2	- %	- %	- %	- %	- %
Cost of Goods Sold (% sales)	60,1%	60,1%	60,1%	60,1%	60,1%
Base	60,1%	60,1%	60,1%	60,1%	60,1%
Management	- %	- %	- %	- %	- %
Upside	- %	- %	- %	- %	- %
Downside 1	- %	- %	- %	- %	- %
Downside 2	- %	- %	- %	- %	- %
SG&A (% sales)	25,4%	25,4%	25,4%	25,4%	25,4%
Base	25,4%	25,4%	25,4%	25,4%	25,4%
Management	- %	- %	- %	- %	- %
Upside	- %	- %	- %	- %	- %
Downside 1	- %	- %	- %	- %	- %
Downside 2	- %	- %	- %	- %	- %
Depreciation & Amortization (% sales)	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Base	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Management	- %	- %	- %	- %	- %
Upside	- %	- %	- %	- %	- %
Downside 1	- %	- %	- %	- %	- %
Downside 2	- %	- %	- %	- %	- %
Cash Flow Statement Assumptions					
Capital Expenditures (% of sales)	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Base	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Management	- %	- %	- %	- %	- %
Upside	- %	- %	- %	- %	- %
Downside 1	- %	- %	- %	- %	- %
Downside 2	- %	- %	- %	- %	- %

Tali assunzioni sono legate al conto economico ed al rendiconto finanziario. Si allegano ora la serie di assunzioni che si sono fatte al fine di effettuare la valutazione aziendale in questione, legate in questo caso allo stato patrimoniale.

Tabella 5.16. Balance Sheet Assumptions. Fonte: Elaborazione personale.

	Year 1 2022	Year 2 2023	Year 3 2024	Year 4 2025	Year 5 2026
Current Assets					
Days Sales Outstanding (DSO)	64,8	64,8	64,8	64,8	64,8
Base	64,8	64,8	64,8	64,8	64,8
Management	-	-	-	-	-
Upside	-	-	-	-	-
Downside 1	-	-	-	-	-
Downside 2	-	-	-	-	-
Days Inventory Held (DIH)	103,5	103,5	103,5	103,5	103,5
Base	103,5	103,5	103,5	103,5	103,5
Management	-	-	-	-	-
Upside	-	-	-	-	-
Downside 1	-	-	-	-	-
Downside 2	-	-	-	-	-
Prepaid and Other Current Assets (% of sales)	42,2%	42,2%	42,2%	42,2%	42,2%
Base	42,2%	42,2%	42,2%	42,2%	42,2%
Management	- %	- %	- %	- %	- %
Upside	- %	- %	- %	- %	- %
Downside 1	- %	- %	- %	- %	- %
Downside 2	- %	- %	- %	- %	- %
Current Liabilities					
Days Payable Outstanding (DPO)	158,6	158,6	158,6	158,6	158,6
Base	158,6	158,6	158,6	158,6	158,6
Management	-	-	-	-	-
Upside	-	-	-	-	-
Downside 1	-	-	-	-	-
Downside 2	-	-	-	-	-
Accrued Liabilities (% of sales)	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%
Base	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%
Management	- %	- %	- %	- %	- %
Upside	- %	- %	- %	- %	- %
Downside 1	- %	- %	- %	- %	- %
Downside 2	- %	- %	- %	- %	- %
Other Current Liabilities (% of sales)	15,6%	15,6%	15,6%	15,6%	15,6%
Base	15,6%	15,6%	15,6%	15,6%	15,6%
Management	- %	- %	- %	- %	- %
Upside	- %	- %	- %	- %	- %
Downside 1	- %	- %	- %	- %	- %
Downside 2	- %	- %	- %	- %	- %

CONCLUSIONI

La tesi in questione è stata incentrata sul tema dell'Investment Banking, inizialmente è stato descritto lo svolgimento del processo di M&A mediante asta e mediante vendita diretta, approfondendone le specificità di ognuno.

Successivamente, il corpo centrale della tesi è stato realizzato mediante la descrizione delle metodologie valutative più comuni e significative utilizzate nella pratica dai professionisti finanziari al fine di realizzare una valutazione aziendale. Infine, nel capitolo conclusivo della tesi è stata realizzata una valutazione aziendale condotta su un caso di studio concreto, Technogym S.p.A., applicando la metodologia valutativa DCF approfondita nel corpo centrale della tesi.

Le ragioni sottostanti la scelta di tale tema su cui incentrare la tesi e la volontà di condurre una valutazione aziendale concreta sono duplici.

In primo luogo, il tema è stato scelto a partire dalla passione per la Finanza che prova l'autore di questa tesi.

In secondo luogo, la valutazione aziendale è stata eseguita con l'obiettivo di unire quanto più possibile la teoria studiata nel corso di questo percorso di laurea Magistrale in Economia e Finanza, agli aspetti pratici di tali discipline.

Nonostante sia una valutazione aziendale eseguita da uno studente e non da un professionista finanziario ha per l'autore in questione un grande valore. Tale valore deriva dall'aver seguito, come accennato, in primis una forte passione avvalorata dall'ambizione di andare oltre al mero reporting di dati o di valutazioni eseguite da terzi. L'obiettivo è stato infatti quello di condurre in prima persona con tutte le difficoltà e le complicazioni che possono insorgere, un lavoro di questo tipo.

È bene sottolineare come alla base della suddetta valutazione vi siano in alcuni casi delle assunzioni forti, seppur effettuate e avvalorate da dei dati oggettivi e/o dalle previsioni del management della società interessata.

È bene rimarcare come qualsiasi valutazione derivi da un insieme di elementi diversi e non tutti determinabili con precisione a priori.

Per questa ragione una valutazione aziendale non può e non potrà mai essere affidabile completamente, in quanto entrano in gioco molteplici fattori che non dipendono tutti e non possono essere tutti controllati dall'analista.

Se da un lato è vero che la valutazione si basa su dati oggettivi rilevati in passato, è altresì vero che quando si parla di futuro la componente stocastica entra inevitabilmente in gioco e per quanto precise e conservative le assunzioni restano pur sempre delle ipotesi.

Al di là di questa precisazione, si hanno molteplici evidenze sul successo di operazioni di M&A, pertanto, seppur in modo non definitivo, se condotta con rigore e precisione la valutazione aziendale è molto significativa, anche se non infallibile.

Si ritiene necessario inoltre precisare che le critiche mosse nei confronti di tali operazioni finanziarie, vedono spesso delle accuse nei confronti di quest'ultime di perseguire unicamente avidi fini individualistici di arricchimento personale, a scapito talvolta della collettività.

Chi scrive questa tesi non condivide questo tipo di critiche, anzi, è in completo disaccordo e con le ultime righe di tale tesi vuole provare a fare emergere il vero valore che tali operazioni finanziarie possono creare.

Innanzitutto, un'operazione finanziaria volta ad esempio al rilancio di un'azienda è un'opportunità di crescita per tutti gli individui che a vario titolo vi collaborano. Infatti, perseguendo la crescita aziendale si contribuisce inevitabilmente alla creazione di nuovi posti di lavoro per rispondere alla crescente domanda di mercato, pertanto, la nuova ricchezza generata verrà distribuita non solo tra gli azionisti ma altresì tra i soggetti che a vario titolo lavorano nell'impresa.

Inoltre, spesso grandi aziende sono state create nel passato in un periodo di eccesso di domanda e si vedono oggi ad operare in un contesto completamente diverso, sempre più globalizzato, tecnologicamente avanzato ed ultimamente incerto. Il passaggio di mano o l'inclusione nel management di un team di professionisti finanziari può contribuire al mantenimento della competitività aziendale e agevolarne l'operatività in tal contesto, evitando il declino o il fallimento dell'impresa.

Ancora, un'impresa che genera utili è un'impresa che versa imposte e quest'ultime sono il veicolo attraverso cui uno Stato può prosperare, migliorare e far condurre una qualità di vita migliore ai suoi stessi cittadini.

Oggi più che mai, in un contesto economico post-pandemico e caratterizzato dal perdurare di un conflitto, vi è la necessità di nuovi investimenti per sostenere le imprese e l'economia in generale, al fine di scongiurare una recessione.

Concludendo, si comprende quindi come a partire da una un'operazione finanziaria di successo, magari intrapresa per l'ambizione di una cerchia ristretta di individui, ne possa derivare un'occasione di benessere diffuso, a vantaggio della pluralità di individui e sia per tali ragioni un'azioni da incentivare piuttosto che un qualcosa da temere.

BIBLIOGRAFIA

Borsa Italiana, *Guida alla valutazione*, Listing Guides, aprile 2004.

Buttignon, F., (1990), *La strategia aziendale ed il valore economico del capitale*, CEDAM, Padova.

Chisholm, A. (2002), *An introduction to Capital Markets: Products, Strategies, Participants*, John Wiley & Sons, West Sussex UK.

Cocco, G., (2001), *Valorizzare il capitale umano d'impresa. Il talento delle persone come competenza distintiva delle imprese*, Etas Libri, Milano.

Coda, V., Brunetti, G., e Barbato Bergamin, M., (1974), *Indici di bilancio e flussi finanziari*, Etas Libri, Milano.

Coda, V., e Frattini, G., (1983), *Valutazioni di bilancio*, Libreria Universitaria Editrice, Venezia.

Corno, F., e Lombardi Stocchetti, G., (1999), *Le valutazioni di bilancio*, Guerini Studio, Milano.

Damodaran, A., (2006), *Damodaran on Valuation: Security Analysis for Investment and Corporate Finance*, John Wiley & Sons, Hoboken, NJ.

Damodaran, A., (2002), *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*, John Wiley & Sons, New York.

Fabozzi, F.J., (2000), *The Handbook of Fixed Income Securities*, McGraw-Hill, New York.

Feldman, S.J., (2005), *Principles of Private Firm Valuation*, John Wiley & Sons, Hoboken, NJ.

Frankel, M.E.S., (2005), *Mergers and Acquisitions Basics: The Key Steps of Acquisitions, Divestitures, and Investments*, John Wiley & Sons, Hoboken, NJ.

Gaughan, P.A., (2007), *Mergers and Acquisitions, and Corporate Restructurings*, John Wiley & Sons, Hoboken NJ.

Gaughan, P.A., (2005), *Mergers: What Can Go Wrong and How to Prevent It*, John Wiley & Sons, Hoboken, NJ.

Grinblatt, M. & Sheridan, T., (2008), *Financial Markets and Corporate Strategy*, McGraw-Hill, New York.

Guatri, L., numerose edizioni, *La valutazione delle aziende*, Egea, Milano.

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

Hicks, J.R., (1954), *Valore e Capitale*, UTET, Torino.

Lake, R. & Lake, R.A., (2000), *Private Equity and Venture Capital: A Practical Guide for Investors and Practitioners*, Euromoney Books, London.

Liaw K.T., (1999), *The Business of Investment Banking*, John Wiley and Sons, New York.

Onado, M., (1992), *Economia dei sistemi finanziari*, Il Mulino, Bologna.

- Perrini, F., (1998), *Capitale di rischio e mercato per PMI*, Egea, Milano.
- Pivato, G., (1990), *Trattato di finanza*, Franco Angeli, Milano.
- Pivato, S. e Gilardoni, A., (1999), *Economia e gestione delle imprese*, Egea, Milano.
- Pratt, S.P., (2001), *Business Valuation Discounts and Premiums*, John Wiley & Sons, New York.
- Signorelli, S., (1998), *Strategie di coalizione*, ISEDI Petrini editore, Torino.
- Tamburi, G., (1990), *Comprare un'azienda: come e perché*, Sperling & Kupfer, Milano.
- Van Horne, J.C., (1984), *Teoria e tecnica della finanza di impresa*, Il Mulino, Bologna.
- Wasserstein, B., (2001), *Big Deal: Mergers and Acquisitions in the Digital Age*, Warner Books, New York.
- White, G.I., Ashwinpaul, C.S. & Dov, F., (2002), *The Analysis and Use of Financial Statements*, John Wiley & Sons, New York.

SITOGRAFIA

www.aifi.it

www.bloomberg.com

www.borsaitaliana.it

www.investing.com

www.financehub.com

www.morningstar.it

www.seekingalpha.com

www.technogym.com

www.yahoo.finance.com