

\

LUISS 

Dipartimento di Impresa e Management
Corso di Laurea Magistrale in Amministrazione, Finanza e Controllo

Cattedra Operazioni straordinarie e Valutazione d'azienda

La valutazione delle piccole, piccolissime imprese: Lo fo io.

Prof. Pinto Eugenio

RELATORE

Prof. Mechelli Alessandro

CORRELATORE

Dott. Allocca Giuseppe

CANDIDATO

Anno Accademico 2019/2020

*Alla mia squadra: babbo, mamma e Bos.
Instancabili sostenitori, tanto irrazionali quanto potenti.*

*A Francè,
Invincibile primo amico di viaggio.*

Valutazione delle piccole, piccolissime imprese: Lo Fo Io.

Valutazione delle piccole, piccolissime imprese: Lo Fo Io	4
Introduzione	5
Capitolo 1 – La piccola impresa	6
1.a Definizione	6
1.b Le micro imprese.....	8
1.c Definizione tecnica	8
1.d La significatività delle PMI	10
1.e Il valore aggiunto	11
1.f Vantaggi e svantaggi delle PMI	12
1.g La struttura del capitale delle PMI	13
1.g.i La teoria del trade-off	14
1.g.ii La teoria dell'agenzia.....	14
1.g.iii La teoria dell'ordine di scelta	15
1.h Il capitale economico della piccola impresa.....	16
1.i Teoria della creazione del valore.....	20
Capitolo 2 – Metodi di valutazione.....	22
2.a Perché si valuta	23
2.b Ambiti della valutazione.....	23
2.c Configurazione di capitale e di valore	24
2.d Base informativa e i due approcci di valutazione.....	26
2.e Metodi di valutazione, visione generale	27
2.f L'analisi fondamentale	28
2.f.i L'analisi patrimoniale.....	30
2.g I metodi di valutazione indiretti	36
2.h Il metodo reddituale.....	37
2.i Il metodo finanziario	44
2.l Il metodo misto patrimoniale-reddituale	47
Capitolo 3 – Il progetto LO FO IO.....	48
3.a L'impresa oggetto di valutazione	48
3.b Storia.....	49
3.c Canali di vendita	54
3.d La leva finanziaria	56
3.e Immobilizzazioni materiali.....	56
3.f L'oggetto di valutazione e relativa motivazione	57
3.g I bilanci.....	59
3.h La valutazione	66
Conclusioni	69
Bibliografia	72
Sitografia.....	73

Introduzione

Ho scelto l'argomento di questa tesi per che l'unico che mi desse uno stimolo oltre alla mera funzione accademica che questo elaborato solitamente ha. Fin dai primi gironi del mio percorso di laurea magistrale avevo in mente di inserire nel lavoro di tesi la mia, nostra, realtà Lo fo io. Progetto artigianale di produzione di accessori invernali in maglieria. Nel capitolo tre ho riservato molte righe al racconto della sua storia. Per ogni corso di studi che via via intraprendevo cercavo argomentazioni e contestualizzazioni per partorire un lavoro di tesi collegato a Lo fo io.

Quando cominciai a frequentare il corso di Operazioni straordinarie e valutazione d'azienda del Professor Eugenio Pinto, l'idea era già chiara. Dovevo solo aspettare di principiare il modulo di valutazione d'azienda per testare la fattibilità ma l'idea embrionale era già formata.

E così è stato.

In questo lavoro tratterò delle piccole imprese, in particolare delle micro imprese. Il primo capitolo riguarda la mera definizione e le fasi legislative che hanno portato all'attuale definizione. Un piccolo appunto mio personale è che il fatto che il 99% delle aziende italiane rientri nella definizione di piccola imprese è da rivedere. Troppe imprese rientrano sotto lo stesso tetto di categoria e non è sano e efficiente che imprese di 40 dipendenti siano trattate allo stesso modo di imprese di 12, sia nell'uno che nell'altro senso. È stata giustamente formulata l'ulteriore definizione di micro impresa, ma la fotografia non cambia, dato che il 95% delle imprese italiane sono micro. Questo è il frutto della storia del nostro paese, concentrata sulla familiarità delle imprese e sul trasferimento di generazione in generazione, che hanno fatto e continuano a fare il bello che nel mondo fa parlare di noi. L'unico pensiero spassionato, ma non troppo data la mia esperienza d'impresa, è razionalizzare ulteriormente la classificazione e i termini con cui tali imprese vengo trattate. È un po' come dire che in Italia gli anziani sono coloro che hanno un'età compresa tra i 18 e i 100 anni, è giusto, ma non ha senso.

Il secondo capitolo affronta i metodi di valutazione principali mantenuto sempre uno sguardo sull'impresa oggetto di questa tesi. Alcuni metodi magari più adatti alle grandi imprese non li ho trattati, soffermandomi invece su quelli che nella teoria sono considerati più adatti allo scopo. Il secondo capitolo si trova ad essere di carattere teorico ed è quello che più rispecchia il corso di studi frequentato questo anno accademico.

Il terzo capitolo entra nel vivo del progetto e della sua valutazione. Le parti iniziali sono dedicate alla descrizione di Lo fo io passando dalla storia fino ai canali di vendita intrapresi, dai sistemi di finanziamento ai prodotti principali.

Per la valutazione abbiamo scelto di usare il metodo dei flussi di cassa, finanziario, ed il discounted cash flows applicando infine la formula del NPV (net present value) e in questo caso il corso di corporate finance è tornato utile.

Ho infine applicato criteri patrimoniali alla valutazione, applicando un metodo misto, non tanto per arrivare al valore ma soprattutto per motivarne il risultato. Il primo valore risultante dalle formule applicate mi sembrava maggiore rispetto a quello che io mi aspettavo. Poi però ho analizzato tutti i fattori, tangibili e non, che contribuiscono a motivare il valore.

Capitolo 1 – La piccola impresa

1.a Definizione

Per prima cosa è doveroso trattare la definizione di piccola impresa, cominciando dal motivo dell'esistenza della definizione stessa. Un non addetto ai lavori potrebbe chiedersi, senza essere assolutamente biasimato del perché ci sia bisogno di una definizione di piccola impresa. È evidente, continuerebbe il nostro curioso personaggio, che una piccola impresa sia di dimensioni e giro di affari inferiore ad una media che a sua volta ha un'attività inferiore ad una grande impresa. E se ci fossero imprese ancora più piccole della piccola? Semplice: esistono le micro imprese. Tutto questo ragionamento potrebbe essere scaturito dal fatto che non ci deve essere nessuna differenza in dimensioni di imprese se non per sottolineare la maestosità dovuta dal giro di affari e del relativo potere contrattuale di un'impresa sull'altra. Perché giustamente, proseguendo il ragionamento del nostro amico, cosa importa se l'Iva sia pagata da un'impresa commerciale micro o grande? Sempre al 22% è. A parità di oggetto sociale. Oppure potrebbe affermare di cosa importa se a parità di tipologia di società (società di persone, S.r.l., spa ecc.) e di oggetto sociale, le imposte sui redditi siano pagate da una piccola o una grande. Niente. Trattando del rispetto delle normative la distinzione tra grande e piccola è estremamente superflua, a meno che non si insegua l'obiettivo di sottolineare la capacità imprenditoriale degli esponenti o della supremazia commerciale, finanziaria, strutturale dell'una sull'altra.

Invece siamo costretti a contraddire il ragionamento, se pur fondato, del nostro immaginario interlocutore.

Una definizione concernente la dimensione delle imprese esiste ed è fondamentale. Il legislatore ha avuto la necessità di trattare tale argomento per il profondissimo abisso di differenza che tra una realtà grande e una piccola. Differenza non tanto nel rispetto delle leggi compilative, ma nelle modalità di trattamento di tali imprese sotto un'infinita quantità di aspetti. Tutto dovuto alle nette differenze di nascita, crescita, sviluppo e estinzione delle società.

Per avere quindi una normativa che non creasse dubbi sui soggetti destinatari delle norme in oggetto, si è posto il problema di avere una **definizione unica** ed incontrovertibile di quali fossero le PMI. Le

piccole e medie imprese (PMI, SME in inglese) sono aziende le cui dimensioni rientrano entro certi limiti occupazionali e finanziari prefissati.

Le piccole e medie imprese si comportano talvolta in modo decisamente diverso da quelle di dimensioni maggiori, sia per la diversa tipologia di organizzazione, quasi sempre gestite direttamente dal proprietario fondatore, sia per la limitata disponibilità di capitali e le conseguentemente differenti politiche gestionali.

Molte sono infatti le convenzioni e erogazioni a favore di tali categorie di imprese da parte della Comunità Europea, al fine di supportare e sostenere finanziariamente e non solo le fasi di crescita.

La definizione è stata quindi istituita a livello italiano ma dal 1996 è sorto l'imminente bisogno di averne una europea: la Commissione europea, con la Raccomandazione **96/280/CE** del 3 aprile 1996, volle sottolineare la necessità di definire le PMI in modo preciso ed unitario. L'utilizzo della stessa definizione da parte della 13 Commissione, degli Stati membri, della Banca europea degli investimenti (BEI) e dal Fondo Europeo degli Investimenti (FEI) ha reso possibile aumentare la coerenza e l'efficacia delle politiche indirizzate alle PMI e ha limitato il conseguente rischio di distorsione della concorrenza.

La definizione del 96 era basata sulla convinzione di un mercato unico senza frontiere interne. Tale approccio è tanto più importante se si tiene conto delle innumerevoli interazioni tra legislazioni nazionali e comunitarie di sostegno alle piccole e medie imprese. Diventa determinante evitare che la Commissione indirizzi le proprie attività ad un certo tipo di PMI e gli Stati membri li indirizzino ad un altro tipo.

La Commissione determinò l'adozione di quattro criteri per l'identificazione di questa categoria di imprese: **numero dei dipendenti, fatturato, totale di bilancio e indipendenza**, nonché le soglie di 50 e 250 dipendenti, rispettivamente per le piccole e medie imprese.

Con la Raccomandazione **2003/361/CE del 6 maggio 2003**, la Commissione ha provveduto ad aggiornare le regole sulla base delle quali un'impresa può essere definita PMI, con decorrenza dal 1° gennaio 2005. La nuova raccomandazione oltre ad essere andata a modificare i parametri finanziari di identificazione di una PMI, ha voluto anche meglio definire le microimprese, che svolgono un ruolo fondamentale nello sviluppo imprenditoriale e nella creazione di posti di lavoro, aggiungendo ai limiti sul numero dei dipendenti, 14 anche quelli sul fatturato o sul totale dell'attivo dello Stato patrimoniale.

1.b Le micro imprese.

Il legislatore è andato maggiormente a fondo nella struttura della definizione inserendo le micro-imprese per due ragioni principali:

1. **Elevatissima presenza** sul territorio europeo di micro imprese. Che data la numerosità giocano un ruolo da protagoniste nella produzione e nel tasso di occupazione di un paese.
2. Gli **ostili ambienti economici** in cui queste imprese si trovano ad operare. Soprattutto i primi anni di vita, ma non solo, sono caratterizzati da estreme difficoltà in primis finanziarie ma anche economiche e concorrenziali. Una delle priorità dell'Europa è divenuto il sostegno di tali soggetti economici così vulnerabili al mercato, ma al tempo stesso così importanti. Un supporto era, ed è, dovuto.

1.c Definizione tecnica

Nella Raccomandazione 2003/361/CE del 6 maggio 2003 si modificano e implementano soprattutto tre aspetti in confronto alla precedente definizione del 1996:

1. La definizione di impresa, che viene estesa
2. Le categorie di PMI, che passano a tre con l'aggiunta delle micro imprese
3. Soglie di fatturato e patrimoniali

Punto primo. Prima di trattare la piccola e media impresa viene rivisitata l'intera definizione di **impresa**. Quella contenuta negli articoli 48, 81 e 82 del Trattato viene ampliata a seguito dell'interpretazione della Corte di Giustizia e delle Comunità europee per la quale si dica impresa **“qualsiasi entità, a prescindere dalla forma giuridica rivestita, che svolga un'attività economica, incluse le entità che svolgono un'attività artigianale o altre attività a titolo individuale o familiare, le società di persone o le associazioni che svolgono regolarmente un'attività economica”** (art.1).

Punto secondo. La nuova disciplina prevede oltre alla media impresa, inferiore a 250 dipendenti, e alla piccola impresa, inferiore ai 50 dipendenti, la nuova dimensione di micro-impresa, inferiore ai 10 dipendenti. Soggetti di grande importanza data l'estrema diffusione in Europa e soprattutto in Italia.

Punto terzo. Oltre al quantitativo dei dipendenti ci sono altre due soglie che l'impresa deve avere per rientrare in una o l'altra categoria: fatturato e patrimonio. E il superamento o meno della soglia di passaggio di categoria deve convalidarsi per almeno due esercizi consecutivi.

Sono definite **medie imprese** quelle con fatturato annuo non superiore ai 50 milioni di euro oppure con un totale di bilancio annuo non superiore ai 43 milioni di euro.

Sono definite **piccole imprese** quelle con fatturato o un totale di bilancio annuo non superiore ai 10 milioni di euro.

Sono definite **microimprese** quelle con un fatturato o un totale di bilancio non superiori ai 2 milioni.

Infine vengono meglio specificate le modalità di calcolo dei parametri consentendo alle imprese la facoltà di autocertificare la propria appartenenza ad una categoria di PMI.

Queste condizioni non devono essere rispettate tutte e tre contemporaneamente. Le regole dicono che determinano l'appartenenza alla categoria d'impresa il rispetto del quantitativo dei dipendenti oltre che ad almeno uno dei quantum di fatturato e patrimoniali.

CATEGORIA	DIPENDENTI		FATTURATO		ATTIVO
Grande impresa	≥ 250	oppure	> 50 mln	e	> 43 mln
Media impresa	< 250	e	≤ 50 mln	oppure	≤ 43 mln
Piccola impresa	< 50	e	≤ 10 mln	oppure	≤ 10 mln
Micro impresa	<10	e	≤ 2 mln	oppure	≤ 2 mln

Tabella 1.1 – Sintesi della definizione di PMI – fonte: Cerved2018, analisi di 149 mila PMI

La validità degli indicatori quantitativi è soggetta ad alcuni limiti piuttosto rilevanti: possono divenire meno determinati in presenza di cambiamenti significativi e di fenomeni evolutivi in quanto il valore dei parametri dimensionali è suscettibile di variare notevolmente a seconda delle mutevoli condizioni della domanda e dei settori produttivi in cui le imprese operano. Ed è inoltre funzione dell'area territoriale di appartenenza e del periodo temporale a cui si riferisce l'analisi. Ne consegue che nella

pratica il termine “piccolo” e “grande” assumono continuamente significati diversi a seconda del contesto in cui vivono.

Tra le molteplici peculiarità attribuibile alle imprese di ridotte dimensioni, una di queste merita un’attenzione speciale in quanto particolarmente qualificante: **la coincidenza tra proprietà e controllo**. “La piccola impresa è fenomeno il cui studio può essere adeguatamente affrontato quando si porti attenzione sui fattori soggettivi degli imprenditori, in quanto difficile separare le vicende vitali dell’impresa da quelle personali”¹.

1.d La significatività delle PMI

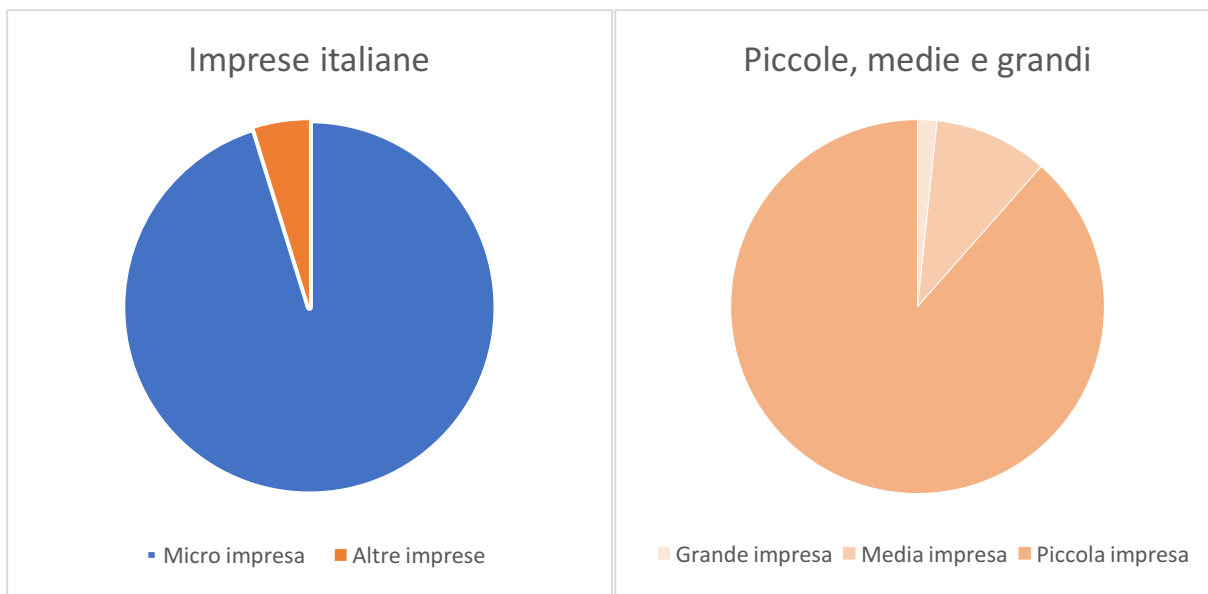
I contesti economici dei paesi sviluppati sono caratterizzati da un fitto tessuto di micro, piccole e medie imprese che interagiscono con le grandi imprese. **Le PMI rappresentano il 99% del totale delle imprese in Europa**. In totale sono circa 21 milioni e impiegano 133 milioni di persone.²

In Italia sono 4,3 milioni di imprese che occupano 15,8 milioni di lavoratori³: il 95,23% sono micro imprese, il 4,23% sono imprese di piccola dimensione. Le medie imprese rappresentano soltanto lo 0,47% del totale e le grandi un esiguo 0,08%.

¹ Marchini, L’approccio tipologico allo studio della piccola impresa, in Rivista italiana di ragioneria e di economia aziendale, gen-feb 2002, p.54.

² Parlamento Europeo. Note sintetiche sull’Unione Europea, 2017.

³ Istat, ottobre 2017



1.e Il valore aggiunto

Il **valore aggiunto** aziendale rappresenta l'incremento di valore che l'attività dell'impresa apporta al valore dei beni e servizi ricevuti da altre aziende mediante l'impiego dei propri fattori produttivi (il lavoro, il capitale e l'attività imprenditoriale). Tale aggregato è ottenuto sottraendo l'ammontare dei costi al totale dei ricavi: i primi comprendono i costi per acquisti lordi, per servizi vari e per godimento di servizi di terzi, le variazioni delle rimanenze di materie e di merci acquistate senza trasformazione e gli oneri diversi di gestione. I secondi contengono il valore del fatturato lordo, le variazioni delle giacenze di prodotti finiti, semilavorati e in corso di lavorazione, gli incrementi delle immobilizzazioni per lavori interni e i ricavi di accessori di gestione.

Il ruolo svolto dalle PMI nell'economia aziendale non finanziaria italiana è superiore alla media dell'UE. **Le PMI italiane hanno generato un valore aggiunto del 67,1%** contro una media UE del 56,8%, mentre hanno generato un'occupazione del 78,5% rispetto alla media UE del 66,4%. Le microimprese sono particolarmente importanti, fornendo il 28,6% del valore aggiunto complessivo e il 45,9% dell'occupazione complessiva nell'economia delle imprese non finanziarie, classificandosi così come quelle dal maggior peso sull'occupazione.

Il **settore manifatturiero** è il settore più importante con una percentuale sostanzialmente più elevata di valore aggiunto e occupazione delle PMI rispetto alla media europea.⁴

Inoltre il contributo delle PMI all'export è rilevante: le piccole imprese hanno realizzato il 24,2% delle esportazioni mentre le medie il 29,6%. La loro somma da un 53,8% (nel 2015⁵). Ancora una dimostrazione di quanto il nostro continente (e l'Italia in particolare) sia fondato sulle PMI.

1.f Vantaggi e svantaggi delle PMI

Gli studiosi nei vari decenni di analisi della vita delle piccole e medie imprese hanno determinato una serie di punti di forza e di debolezza nell'essenza di tali strutture.

Cominciamo dai punti di criticità:

- Le piccole imprese hanno **difficoltà ad internazionalizzarsi**. Sono di loro natura price-taker, in quanto non hanno potere di influenza dei prezzi e sono costrette ad adeguarsi a prezzi già posti. Questo aspetto in realtà non vale solo per i prezzi di mercato ma si estende a tante altre questioni e vicissitudini di mercato. Altro motivo per il quale le PMI sostengono fatiche sovrumane nel contrastare gli andamenti negativi.
- Purtroppo non sono sempre capaci di sfruttare le **opportunità di consolidamento** che si presentano nell'ambiente e nei mercati in cui operano
- Per loro natura sono automaticamente escluse da tutte quelle fattispecie competitive richiedenti **elevati investimenti** e ampia capacità di accesso al credito.
- Nei settori saturi sono costrette a subire il **potere contrattuale** dei grandi operatori che dominano il mercato.
- Consolidata difficoltà di **accesso al credito bancario** e quasi azzerata possibilità di accesso a altre forme di finanziamento non bancario.

Aspetti positivi del “nanismo” delle PMI:

⁴ <https://www.donzelli.com.hk/it/2018-small-business-act-for-europe-sba-scheda-informative-italia/>

⁵ Istat. Annuario statistico. Commercio estero e attività internazionali delle imprese. Edizione 2017

- Elevata **malleabilità** in risposta alle esigenze, anche e spesso improvvise, del mercato.
- Si caratterizzano per la possibilità e la capacità di raggiungere segmenti di mercato in cui le grandi non riuscirebbero a competere. In quanto non in grado di sfruttare economie di scala. Si pensi ai **settori di nicchia**, in cui la focalizzazione sulle esigenze frammentate della clientela è il driver competitivo principale.
- Il modello di sviluppo basato sulle PMI è fondato sulla **responsabilità personale**, sull'estro e sulla **creatività** di migliaia di imprenditori e sull'appassionata attività e dedizione di milioni di collaboratori.
- Con uno sguardo da un punto di vista esterno e generico inoltre l'elevato tasso di mortalità e natalità delle PMI comporta un naturale **ricambio fisiologico nel sistema economico**.
- La competitività delle PMI è costruita sulla **filiera produttiva**, sulle radici familiari e territoriali di cui ogni impresa si avvale, divenendo parte di una fitta rete di relazioni estremamente solida e irripetibile.

Quest'ultimo punto è lo specchio del caso pratico che analizzeremo nel terzo capitolo, in cui valuteremo una micro-realtà italiana.

1.g La struttura del capitale delle PMI

Obiettivo di questo lavoro sarà proprio quella di valutare una piccola impresa. Prima di analizzare cosa significhi valutare e quali metodi esistono per farlo dobbiamo capire cosa valutiamo. L'oggetto di valutazione è il **capitale economico dell'impresa**. *Il capitale economico rappresenta la capacità reddituale futura dell'impresa ed è proprio di questo capitale che si tratta da momento che si ha l'obiettivo di valutazione di un'azienda.*

Al fine di comprendere meglio ciò che ci aspetta nei prossimi capitoli, facciamo ora un passo indietro analizzando la struttura del capitale.

Le conclusioni degli studiosi Modigliani e Miller portano a tre teorie sviluppate per determinare la struttura del capitale delle PMI:

- La teoria del trade-off
- La teoria dell'agenzia
- La teoria dell'ordine di scelta

1.g.i La teoria del trade-off

Tale teoria stabilisce che il valore economico dell'impresa è massimizzato aumentando il livello di indebitamento fino al punto in cui i costi di fallimento, ovvero quelli da sostenere per far fronte all'eventuale pratica di dissesto ai quali si aggiungono i costi per la remunerazione del più elevato rischio, eguagliano il vantaggio fiscale. Va da sé che un incremento del debito corrisponde ad un'erosione del valore del capitale d'impresa. In sostanza questa teoria si riserva di valutare il **rapporto ottimale di ricorso al debito** confrontando i vantaggi fiscali ottenuti deducendo gli interessi passivi del prestito con i costi di fallimento da sostenere in caso di cessazione dell'attività che incrementano all'aumentare del debito.

1.g.ii La teoria dell'agenzia

Tale teoria trova fondamento nelle realtà in cui la proprietà è separata dal management. Difatti sono solo queste le situazioni in cui si manifestano i *principal* (i mandanti, quindi la proprietà) e gli *agent* (i mandatari, quindi i manager). La fiamma di tali rapporti si alimenta da un solo fattore: la **conflittualità degli interessi** degli uni e degli altri. Partiamo dal presupposto che gli interessi coltivati e portati avanti dai proprietari sono, per la maggior parte dei casi, diversi da quelli invece sostenuti dal management. Le discordanze possono essere varie: la visione di breve o lungo periodo, la propensione al rischio, la rinuncia o meno a rendimenti immediati prediligendo l'incremento del valore d'impresa futuro, la distribuzione o meno di dividendi eccetera. Questo elenco aumenta di lunghezza e rilevanza in modo direttamente proporzionale all'aumento delle **asimmetrie informative**. Sono difatti queste a complicare il dialogo e la gestione delle conflittualità di interessi e più esse esistono e più il costo del capitale d'impresa aumenta. I costi maturati per gestire quanto appena detto sono chiamati costi di agenzia che i finanziatori, a titolo di capitale di credito o capitale di rischio, sostengono per garantirsi la corretta esecuzione del contratto e poi riversano sull'impresa.

Secondo tale teoria un aumento dell'indebitamento tende a mitigare i conflitti tra principal e agent dal momento che ciò accompagna un elevato rischio di fallimento che mette a repentaglio la carriera, compensi e reputazione dei manager. Il problema è che se da una parte migliora un rapporto, dall'altra ne incrina un altro: quello tra manager e creditori. Quest'ultimi saranno costretti ad effettuare severi controlli sull'impresa e i costi relativi aumenteranno il costo del capitale di credito.

1.g.iii La teoria dell'ordine di scelta

Tale teoria si fonda sulla scelta ricorrere al finanziamento esterno (di debito) se e solo se quello interno non sia sufficiente. Quindi si predilige le forme di **autofinanziamento** sfruttando i flussi di cassa dalla gestione corrente e il finanziamento soci. Quando queste soluzioni non siano più sufficienti si ricorre al prestito purché il ROI ottenuto sia superiore al tasso d'interesse del debito e il leverage ratio (rapporto tra capitale di credito e capitale proprio) resti al disotto del margine di sicurezza.

In pratica le scelte finanziarie devono seguire alcuni principi fondamentali:

- Unitarietà delle fonti;
- Adeguatezza delle fonti rispetto al mercato;
- Adeguatezza delle fonti rispetto al fabbisogno finanziario;
- Conservazione del potere da parte del soggetto economico;
- Convenienza.

Ma quale è il migliore per le piccole imprese? Difatti non abbiamo una risposta precisa e definitiva. Gli studiosi che si sono occupati dell'argomento suggeriscono di integrare le teorie finanziarie sulla struttura del capitale con le teorie di imprenditorialità. Torniamo quindi alla centralità dell'imprenditore non solo nelle scelte operative e gestionali ma anche finanziarie. Tutto ciò confermato dal fatto che spesso nelle micro imprese ogni scelta operativa è direttamente collegata ad una finanziaria come se la distinzione non esistesse più. Scelte che come abbiamo visto avvengono nella mente dell'imprenditore, soggetto economico principale.

Le scelte dell'imprenditore influenzano quindi la finanza aziendale. In particolare l'avversione al rischio dell'imprenditore e l'avversione alla diluizione del controllo limita il ricorso al capitale di rischio come fonte di finanziamento, in tutte le fasi di vita dell'azienda. Di conseguenza la principale risorsa di finanziamento utilizzata (oltre al capitale sociale iniziale) è l'indebitamento bancario, il cui costo comprende i costi di agenzia.

L'imprenditore al fine di minimizzare il costo del capitale di credito sceglie di investire in progetti a basso rischio, scegliendo quindi di non sfruttare a pieno le potenzialità economiche dell'impresa. Questo porta ad un indebitamento quasi sempre non coerente con la massimizzazione del valore di mercato dell'azienda.

Stessa cosa si può dire per le imprese familiari che risultano essere avverse al rischio per motivi patrimoniali, reputazionali e emozionali, e tendono a prediligere finanziamenti da risorse generate internamente e solo se si rilevassero insufficienti faranno fronte al capitale di debito. Quest'ultima forma di finanziamento è di gran lunga preferita rispetto all'emissione di nuove azioni per non intaccare la proprietà.

In conclusione il valore del capitale economico è direttamente collegato alla struttura finanziaria dell'impresa che è dipendente dell'imprenditore persona o famiglia che sia.

1.h Il capitale economico della piccola impresa

La volontà di definire prima e di ottenere poi il valore del capitale economico è scaturita dalla necessità di accordo in contesti di compravendite aziendali.

Una delle prime formulazioni teoriche del capitale economico in genere, indipendentemente se sia di una piccola, media o grande impresa, è dato dal valore sostanziale, ovvero ai valori assegnati ai beni patrimoniali, sommandovi il **valore dell'avviamento**. Quest'ultimo si definisce come un valore autonomo e originario del patrimonio aziendale e equivale al reale beneficio che l'impresa riesce a creare forte di oggettivi e soggettivi aspetti, grazie ai quali l'impresa riesce a generare un valore più

alto d quanto riuscirebbe in loro assenza. L'avviamento è quindi strettamente collegato al concetto di redditività, poiché il fulcro di tutto è se e quanto l'impresa riuscirà a generare redditi futuri forte di determinate condizioni di partenza. Si tratta perciò di un **bene immateriale**.

Gino Zappa ne *“Il reddito d'impresa”* afferma che “per determinare il valore di scambio dell'impresa non sarebbe corretto accontentarsi del valore del capitale immateriale d'avviamento, bensì del valore dell'impresa avviata, o del suo capitale considerato come complesso economico atto alla produzione. E non vi può essere invocata capacità di esperti o di tecnici che possa risolvere fondatamente il problema irreali dell'attribuzione del valore di scambio ai singoli fattori complementari di un complesso economico, i quali in quanto tali non possono essere destinati a disgiunta negoziazione”.

Per cui il valore del capitale economico non può e non deve essere considerato come un insieme disgiunto di valori diversi ma deve essere un unico valore che li rappresenti tutti, in chiave di **capitalizzazione** dei redditi futuri ottenibili dall'impresa.⁶

Zappa ha rivoluzionato la natura del rapporto tra **capitale** e **reddito**. Tendenzialmente il reddito è sempre stato considerato come conseguenza del capitale, dal momento che un insieme di fattori produttivi finanziati da un capitale portano alla generazione di un reddito nel loro interagire in termini aziendali. Zappa invece, cavalcando l'onda di alcuni economisti della sua epoca quali Fisher e Pantaleoni, consegna al reddito la sua natura primitiva. Il capitale economico risulta essere così un valore derivato, desumibile dal processo di valutazione economica del capitale dell'impresa in funzionamento e dalle prospettive di redditività della gestione.

Questo ragionamento sembra contro intuitivo ma lo si può ben comprendere se pensiamo al valore di un investimento, quindi di un capitale. In sé esso non ha alcun valore intrinseco a meno che non si colleghi ai redditi futuri che sarà in grado di generare. È anche vero che determinare eventi futuri richiede sforzi e non è sempre possibile farlo con precisione. Di questo Zappa ne è ben consapevole ma non metterà mai in dubbio la sua posizione. Tanto che in un suo lavoro afferma in maniera drastica

⁶ Gino Zappa, *Reddito d'impresa*, Giuffrè Editore, Milano, 1937

che “se non si riesce a determinare i redditi futuri allora sarà conveniente rinunciare persino alla misurazione del valore economico d’impresa”.

Tra gli anni '20 e '90 vi è stato un radicale cambio di concezione dell’impresa e della sua governance fondate sul reddito prima e sul capitale economico poi. Il reddito era la misura chiave per conoscere la salute di un’attività e la sua valutazione. Riassunto tutto in Ricavi-Costi. Con il capitale economico ma soprattutto con le evoluzioni avvenute dagli economisti negli ultimi decenni del secolo scorso, l’approccio del management e del capitale umano alla vita d’impresa è variato. L’obiettivo è diventato quello di accrescere il capitale economico e quindi il valore che il sistema impresa riesce a creare, fondato sui frutti attesi, non esclusivamente per gli azionisti ma per gli stakeholder in genere.

L’approccio del valore per gli stakeholders (*stakeholders view*) è un punto chiave della moderna impresa. Il valore creato non deve essere limitato alla remunerazione del capitale di rischio o di debito, ma deve essere apprezzato su vari livelli, alcuni anche non misurabili. È in questo caso che si affrontano temi come la *CSR* (corporate social responsibility), *welfare* aziendale, soddisfazione dei dipendenti, sostenibilità verso l’ambiente e la comunità.

Di seguito una definizione del capitale economico:

Il capitale economico rappresenta un livello di sintesi maggiore rispetto al reddito, poiché cerca di cogliere, in una visione unitaria, tutti i fattori che influenzano a capacità dell’impresa di generare ricchezza e valore, a partire dalla redditività attesa senza però limitarsi ad essa.

Abbiamo accennato precedentemente all’importanza della **capitalizzazione dei redditi futuri**. Risulta indispensabile chiarire due driver indispensabili per effettuare tale operazione in modo corretto ma soprattutto condivisibile all’esterno dell’impresa: il **tempo** e il **tasso** di capitalizzazione. Per quanto riguarda il tempo, ogni impresa è nata e vive per durare il più a lungo possibile, ma è anche vero che non può durare all’infinito. Difatti in economia si dice abbia un tempo indefinito, equiparabile quindi al lungo periodo. Per i tassi gli studiosi consigliano di allinearsi con i tassi principali del periodo storico in cui si effettua la valutazione e di non utilizzare un tasso diverso per ogni anno ma focalizzarsi su uno destinato ai redditi futuri.

L'economista Pietro Onida nei suoi studi ha contribuito alla definizione di valutazione del capitale economico e soprattutto di avviamento: "in aziende ben avviate e con buone prospettive di reddito, il valore del capitale economico può risultare anche notevolmente superiore a quello del capitale netto di gestione. L'eccedenza suole chiamarsi valore di avviamento"⁷. Per cui si dica di avviamento un insieme di elementi e caratteristiche proprie dell'azienda, spesso intangibili, come ubicazione, qualità tecniche e del personale, legame con la clientela, tradizione familiare e del territorio e così via. È evidente l'impossibilità di determinare in maniera autonoma l'entità dell'avviamento, ovvero la sua natura di effetto e non causa.

Un ulteriore contributo di Onida nella valutazione d'azienda sono due principi chiave: il primo ci dice che nella valutazione dei beni patrimoniali debbano essere considerati in funzione del contributo che danno al processo produttivo. Il secondo evidenzia che il reddito deve essere collegato senza dubbio a beni, materiali e immateriali (avviamento).

Uno dei più importanti scolari di Gino Zappa è Luigi Guatri. Anche lui ha dedicato studi e ricerche sulla valutazione aziendale dando molti contributi alla dottrina in questione. Uno dei principali è però l'aspetto delle caratteristiche che, secondo lui, una valutazione deve avere per essere definita valida e credibile:

- Razionalità;
- Obiettività;
- Generalità.⁸

Mentre i primi due aspetti sono di significato facilmente comprensibile il terzo può suscitare curiosità. Per generalità si intende che il metodo utilizzato debba prescindere dalle caratteristiche e le volontà delle parti coinvolte: deve essere neutrale.

⁷ P. Onida, La logica e il sistema delle rilevazioni quantitative d'azienda.

⁸ L. Guatri, La valutazione delle aziende, III Edizione, Giuffrè, Milano, 1987, p.17.

1.i Teoria della creazione del valore

La teoria della creazione del valore si è sviluppata nel mondo anglosassone negli anni '80 del 1900 e si è velocemente diffusa in tutta Europa. L'impresa che con le sue strategie e implementazioni crea valore sta incrementando il capitale economico e quindi il suo valore di mercato.

Questa teoria si è principalmente diffusa in diretto collegamento con le quote azionarie, che crescevano di prezzo in conseguenza a scelte vincenti da parte dei manager e non solo in relazione a indici prettamente contabili.

La cosa interessante, soprattutto in questa sede di analisi, è che questa teoria è applicabile anche alle piccole e medie imprese e ai propri imprenditori. In questa visione il controllo, che spesso coincide con la proprietà, stimola le scelte di lungo periodo e le strategie che non mirino al mero flusso di cassa di breve periodo ma supportino una continuità e una crescita nel tempo.

Per cui ogni imprenditore, soprattutto se di una micro impresa (e familiare), deve prendere sempre più coscienza del valore che ogni giorno contribuisce a creare, coltivarlo e farne tesoro. E tutto ciò va ben oltre ai flussi di cassa e valori reddituali contabili andando a stimolare valori morali, reputazionali, sociali, etici e via dicendo.

Un imprenditore artigiano che impiega tutte le proprie forze per proseguire con passione e dedizione un mestiere che oltre alla realizzazione di oggetti in quanto tali contribuisce all'alimentazione dell'arte e del bello sta apportando senza dubbio un accrescimento di valore diverso da quello contabile ma estremamente presente. Il supporto del lento e del fatto a mano. Della sostenibilità in termini di impatto ambientale e di condizioni di lavoro etiche sono tutti driver di aumento del valore. Mi sento di poter affermare che le mentalità odierne stanno puntando in questa direzione: quella del bene collettivo, delle esternalità positive che creano valore al mondo esterno ma anche, e non è scontato, a quello interno all'impresa.

Il caso pratico che tratteremo nell'ultima parte di questo lavoro sarà un chiaro esempio di quanti appena detto.

Va da sé che nel momento in cui ci troviamo a valutare una PMI un'applicazione troppo rigida del principio di generalità potrebbe escludere dalla valutazione tutti quei fattori intangibili direttamente collegati all'imprenditore che l'altra parte volontariamente o meno trova difficoltà a considerare.

È buona regola quindi considerare questi aspetti nell'ammontare del capitale economico se **trasferibili** al nuovo soggetto economico che ne disporrà. D'altra parte l'imprenditore venditore rischia di cedere a prezzi troppo elevati e non obiettivi spinto dall'estrema conoscenza della propria impresa e da questioni morali.

Motivo che recentemente ha spinto Guatri a sostituire il termine "generalità" con "**neutralità**".⁹

⁹ F.G. Grandis e F. Palazzi – La valutazione del capitale economico delle PMI, Giappichelli Editore, 2017

Capitolo 2 – Metodi di valutazione

La valutazione d'azienda può essere definita come il **processo logico di individuazione del valore del capitale economico dell'impresa**, risultante dalla valutazione di tutti i fattori in chiave unitaria: beni, capitale umano, organizzazione, flussi economici e informativi.

In un primo approccio alla valutazione, essa può essere suddivisa in tre macro insiemi che cominciano a distinguere le tipologie di valutazione nel significato più lato della parola.

Possiamo distinguere la valutazione in:

- **Esterna o Interna**, a seconda del soggetto che la mette in pratica. Quindi se esso sia un componente dell'impresa, direttamente coinvolto nella vita di essa oppure se esso sia un elemento esterno. La chiave di lettura qui è il grado di conoscenza dell'impresa stessa. Difatti il soggetto esterno potrà avvalersi solo di fonti documentali e delle sole informazioni che i soggetti interni decidono di esternare. Di contro, il soggetto interno avrà delle conoscenze e informazioni per più fondate e perfettamente collegate con una visione unitaria del complesso aziendale.
- **Legali o illegali**, a seconda se la valutazione si prevista dalla legge, quindi obbligatoria. Può succedere che a priori di qualche operazione straordinaria sia necessaria una valutazione, senza la quale non può essere avviato alcun processo futuro. Illegale non significa non legale, bensì non previsto dalla legge quindi non obbligatoria: una valutazione messa in pratica volontariamente dalle parti.
- **Indipendenti o di parte**, a seconda di quanto pesa la soggettività del valutatore. Ci possono essere casi in cui il soggetto valutatore considera elementi non oggettivi quali il valore affettivo, sinergie presenti o future ma non calcolabili, conoscenze nascoste. Basti pensare al caso in cui un'impresa sia valutata dall'imprenditorie fondatore della stessa o da un funzionario della banca che deve coordinare un'acquisizione.

Su questa ultima classificazione è giusto soffermarsi un attimo. Lo scrittore di questo lavoro che si troverà a valutare un'impresa nell'ultimo capitolo è allo stesso tempo il fondatore, socio e

amministrare della realtà valutata. Ci saranno probabilmente aspetti soggettivi che lo guideranno nella valutazione ma sarà sua cura sottolinearli come tali agli occhi del lettore.

2.a Perché si valuta

Negli ultimi decenni si è sviluppata sempre di più la volontà e la necessità di valutare l'impresa. Questo incremento non è affatto casuale, bensì determinato da una serie di motivazioni.

La prima può essere riconducibile all'importanza assunta dalla crescita delle imprese per via esterna, per cui risulta opportuno conoscere e controllare il rischio di acquisizioni a prezzo eccessivo oppure, dall'altra parte, evitare cessioni a condizioni inadeguate.

Un'altra ragione è la crescente frequenza e complessità delle operazioni sul capitale e, in generale, delle operazioni di finanza straordinaria.

Esiste anche la necessità di controllare i rapporti tra quotazioni di mercato e valori intrinseci, specialmente da parte delle società sottovalutate e perciò a rischio di scalate.

C'è un ultimo motivo molto determinante: **l'opinione sempre più diffusa e verifica che i valori espressi dal bilancio non siano sufficientemente in grado di esprimere il reale valore delle performances aziendali e del suo stato di salute, nonché del suo valore finale.** Quest'ultima motivazione è estremamente collegata al fulcro di questo lavoro.

2.b Ambiti della valutazione

Per ambito si intende il contesto in cui una valutazione risulta necessaria. Ovvi che sono molteplici e di seguito avrò cura di elencare quelli più probabili per le piccole, medie e micro imprese oggetto di tale scritto.

Il terreno principale, a mio avviso, è quello di **stimare performance periodiche** al fine di superare i limiti della mera informazione contabile che in sostanza sono:

- Regole giuridico-formali che condizionano i risultati di bilancio

- Orientamento al passato, come fotografia di un presente non troppo attuale e assoluta disconoscenza del futuro
- Valore degli intangibles quasi del tutto oscurato.

Altri ambiti sono quelli a fronte di operazioni sul capitale come cessioni, acquisizioni, fusioni ecc. anche se in realtà per le piccolissime e micro imprese ciò non accade con frequenza, anzi quasi mai. La maggior parte delle imprese familiari del tessuto italiano sono fatte per essere tramandate di generazione in generazione, e quando questo non avviene (per assenza di discendenti o per incapacità degli stessi) la realtà chiude.

Un ambito invece che può interessarci è quello di regolazione dei rapporti tra soci. Spesso in occasione di una uscita/entrata dal capitale sociale i soci desiderano avere una fondata consapevolezza sul valore che hanno o potrebbe avere in portafoglio. Valore che, tornando al primo ambito, supera quello meramente contabile.

Un ambito estremamente importante ma del tutto inutile per le piccole imprese è quello di valutare per ottenere il fair value degli assets di bilancio per adeguarsi ai principi contabili internazionali IAS/IFRS, ai quali però le imprese oggetto di questo lavoro sono esenti.

2.c Configurazione di capitale e di valore

Abbiamo già detto che capitale e valore hanno significati ben distinti. Diamo alcune definizioni. **Il capitale economico come abbiamo detto è quello che più si avvicina all'idea di valore a cui poi un'azienda viene ceduta.** In realtà si possono creare poi ulteriori effetti economico-finanziari come ad esempio quelli fiscali e la loro importante rilevanza.

Il capitale di bilancio rappresenta la struttura del capitale così come viene espressa nel bilancio e che quindi è direttamente protagonista per la determinazione del reddito d'esercizio.

Il **capitale di costituzione** è il capitale che l'azienda ha a disposizione all'inizio della sua attività, capitale conferito dai soci fondatori.

Il **capitale di liquidazione** interviene nella fase finale della vita di un'impresa. È il risultato della monetizzazione del capitale investito utile per rimborsare i creditori e infine i soci. Quindi il valore degli assets non è considerato in base al loro contributo alla generazione di flussi di cassa ma al loro capacità di monetizzarsi, trasformarsi in denaro.

Spesso però il valore dell'azienda differisce dal prezzo a cui viene ceduta per la presenza di condizioni soggettive di negoziazione. Le principali sono:

- **Asimmetrie informative** tra cedente e cessionario;
- **Divergenze di posizioni** riguardante al ruolo che l'azienda ha nelle economie dei due soggetti;
- **Interessi personali**, che possono indurre a scelte lontane dalla mera economicità dell'affare;
- **Forza contrattuale** delle parti che incide sul comportamento e sulle scelte.

Trattando di **valore** elenchiamo adesso alcune tipologie dello stesso:

- **Valore teorico di trasferimento:** valore economico del capitale con inclusione di ulteriori effetti economico-finanziari legati al trasferimento come quelli fiscali;
- **Valore soggettivo del capitale:** valore stimato nella specifica e soggettiva ottica di un acquirente che sarà spinto a valutare i propri benefici a seguito dell'operazione come sinergie, quote di mercato acquisite, rilevanze strategiche, benefici fiscali, economie di scala eccetera;
- **Valore potenziale del capitale:** valore stimato su opzioni strategiche applicabili in futuro;
- **Valore di mercato:** valore che il mercato potrebbe ragionevolmente attribuire all'azienda in funzione della domanda e dell'offerta degli operatori. Per quelle quotate in borsa il valore di mercato è immediato ma ovviamente è estraneo al fulcro di questo lavoro. Per le altre si cercano imprese comparabili quotate, e anch'esso ci resta abbastanza difficile da applicare dal momento che nessuna micro impresa può essere quotata. Per qui in questo caso il **mercato** è inteso come l'insieme degli operatori del settore, competitor, clienti, fornitori, possibili entranti e quindi il valore di mercato è quello che questi in media sono disposti a cedere in cambio dell'azienda.

2.d Base informativa e i due approcci di valutazione

La **base informativa** non è altro che il primo step da fare in caso di valutazione di un oggetto economico come un'impresa, grande o piccola che sia. Sostanzialmente sono le fondamenta di tutto il processo, l'insieme delle condizioni necessarie per tradurre i modelli assoluti o relativi in valutazioni efficaci, corrette e soprattutto funzionali, nonché affidabili e dimostrabili. L'obiettivo è quello di fornire un **quadro** generale della realtà d'impresa oggetto di analisi.

Abbiamo parlato di modelli assoluti e relativi, ecco che apriamo una parentesi per enunciarli. Essi corrispondono ai due approcci alla valutazione.

Le **valutazioni assolute** si fondano sul concetto di **valore**, ovvero, come abbiamo già avuto occasione di specificare, **una grandezza stimata a mezzo di previsioni e congetture**.

Le valutazioni relative si fondano sul concetto di **prezzo**, ovvero un **dato espresso dal mercato**.

Va da sé che l'anima di questo lavoro ci porterà a prediligere le valutazioni di matrice assoluta. Valutando le piccole e micro imprese è a zero la probabilità di incontrarne alcune quotate in borsa, oppure individuare imprese comparabili. E anche se in un qualche assurdo modo questo fosse possibile, certamente non lo è per l'impresa che valuteremo nel terzo capitolo.

Ritengo quindi superfluo elencare le valutazioni di matrice relativa e i metodi che ne derivano, magari li accenneremo soltanto ma non dispendiamo energie e soprattutto attenzioni del lettore in questioni che sappiamo già non esserci utili al fine di questo elaborato.

L'approccio assoluto contiene teoricamente solo componenti razionali e dipende dalla fondatezza dei risultati, dalla validità delle informazioni e dall'analisi fondamentale che le seleziona e le organizza. Inoltre si basa fortemente sui flussi attesi nel medio-lungo termine.

Base informativa per le valutazioni assolute.

Punto primo. **Analisi strategica**. Si analizza il quadro macroeconomico, di settore e le analisi delle risorse e competenze a livello corporate e di aree di affari.

Punto secondo. **Analisi storica.** Quadro storico dei risultati contabili, finanziari e economici. In questo caso sono molto importanti quei dati che non possono essere desunti dalla contabilità come gli investimenti in intangibili internamente prodotti, gli investimenti in intangibili acquisiti ma non presenti in bilancio e le plusvalenze/minusvalenze su attività e passività contabilmente inesprese.

Punto terzo. **Informazioni sui tassi.** Si considerano le banche dati per β , i rendimenti di portafoglio, i tassi privi di rischio, le misure storiche e prospettiche per l'ERP (*equity risk premium*) e le misure del fattore di crescita dei dividendi.

Punto quarto. **Informazione patrimoniale.** Considerazione delle attività materiali, intangibili specifici e attività/passività finanziarie. Questa tra le altre cose ci permette di rilevare il *goodwill*, lo *stock* di beni intangibili e la sua dinamica nel tempo, la determinazione del *leverage*.

Punto quinto. **Piani pluriennali.** Si considerano nell'insieme di valutazione i piani formalizzati e i vincoli alla pianificazione.

2.e Metodi di valutazione, visione generale

Dopo avere enunciato la struttura della base informativa arriviamo ai metodi di valutazione. Abbiamo detto che ci occuperemo dei metodi di valutazione assoluta poiché più calzanti per il fine di questo lavoro. Essi si fondano sui modelli e formule ben precise e esistono due branche di metodi che si differenziano a seconda delle loro capacità di cogliere le effettive leve informative fondamentali ai fini della valutazione.

- **Metodo patrimoniale:** basato su grandezze **stock** e risulta incapace di esprimere le leve fondamentali di creazione del valore da parte di un'impresa
- **Metodi basati sui frutti attesi:** basato su grandezze **flusso**. Effettivamente è più in grado di considerare le leve della creazione del valore ma anche qui la bontà del risultato dipende dall'attendibilità e veridicità dei dati raccolti e soprattutto previsti. Sono due i metodi di flusso che studieremo: **metodo reddituale** e **metodo finanziario**.

Esistono anche **metodi misti** che si occupano di arricchire il metodo patrimoniale on valutazioni di flusso. Questo è quello che utilizzeremo noi per arrivare al valore dell'impresa target di questo lavoro.

Dobbiamo dire che nessun metodo è migliore di altri, non esiste il perfetto in assoluto. E anche applicando lo stesso metodo possiamo avere risultati diversi a seconda di chi sia l'operatore che lo applichi. Quindi dobbiamo scegliere il più opportuno e coerente con il motivo di valutazione, l'ambiente in cui ci muoviamo e tutto il faldone di informazioni che abbiamo e dal quale dobbiamo ricavare il più attendibile e utile dei risultati.

2.f L'analisi fondamentale

Come abbiamo avuto occasione di far capire per effettuare un'accurata e attendibile valutazione d'impresa è necessario possedere affinate conoscenze di appositi strumenti finanziari ed una profonda consapevolezza della vita dell'impresa obiettivo. Con quest'ultime parole vorrei sottolineare l'importanza di trattare l'impresa considerando tutti gli aspetti del suo ambiente interno e esterno: strategie, competitor, settori, debiti, rapporto tra soci, internazionalizzazione eccetera. Importante per esempio è anche analizzare le fonti del vantaggio competitivo e verificare se siano difendibili. Questo per spiegare quanto in realtà sia lato il campo di studio.

L'analisi fondamentale per le valutazioni assolute è quindi il processo che organizza tutte le informazioni, le seleziona, le controlla, le elabora, le interpreta, e compone eventuali contraddizioni, ne giudica l'affidabilità, le traduce in strumenti, anche formali, idonei ai fini della proiezione dei flussi di cassa.

Le fasi principali di cui essa si compone sono:

1. **Normalizzazione dei dati contabili storici.** Tra le sotto attività di queste abbiamo la redistribuzione nel tempo di componenti straordinari, considerazioni di proventi e costi estranei alla gestione, neutralizzazione delle politiche di bilancio, correzione di convenzioni contabili distorsive.
2. **Analisi patrimoniale** che consiste nella revisione e correzione dei valori contabili di attività e passività, stima a valori correnti delle attività materiali e dei debiti finanziari, stima degli intangibili specifici.
3. **Integrazione economica dei risultati contabili.** Sostanzialmente è la misurazione delle performance economiche aziendali.
4. **Verifica di affidabilità dei piani pluriennali.** Ovvero analisi dei limiti e condizioni per la sostenibilità, individuazione e verifica delle assumptions.
5. **Capacità di implementazione dei piani.** Aggiunta all'analisi di sensitività e delle eventuali alternative.
6. **Analisi pro forma;** proiezione sugli anni futuri dello Stato Patrimoniale, Conto Economico e Rendiconto Finanziario;
7. **Analisi e aggiustamenti dei tassi:** β , ERP, country risk premium. Con relativa verifica della compatibilità tra flussi e tassi.

Ci sarebbe anche un altro punto: l'allineamento ai principi contabili internazionali. Va da sé che in questo lavoro questo aspetto verrà tralasciato dal momento che la nostra impresa obiettivo, come la maggior parte delle piccole e micro imprese, non sono tenute e non scelgono di redigere il bilancio seguendo i principi contabili internazionali IAS/IFRS. Bensì seguono le normative dettate dall'OIC (*Organismo Italiano Contabilità*) e dal Codice Civile italiano.

Revisione e correzione dei valori contabili

La revisione e correzione dei valori contabili ha come punto di partenza il capitale netto di bilancio, comprendente anche l'utile di esercizio, espresso da una situazione patrimoniale fotografata ad una data specifica.

Se il bilancio è certificato questa fase può essere omessa. Come sappiamo le piccole e micro imprese non sono obbligate alla certificazione del bilancio da enti esterni e godono della contabilità semplificata quindi auto redigono il bilancio e soprattutto si prendono la responsabilità di essere garanti di loro stessi di quanto viene espresso.

Tali correzioni riguardano soprattutto:

- Correzioni attinenti al valore dei crediti;
- Annullamento di costi capitalizzati che non abbiano un effettivo contenuto economico;
- Esame di congruità dei fondi TFR;
- Verifica delle riserve;
- Stima dei rischi connessi a cause passive in corso;
- Stime di rischi che possono generare anche rilevanti correzioni negative (e/o positive) del capitale netto.

Stima a valori correnti delle attività materiali

Di seguito una serie di schemi esplicativi di come vanno considerate le varie attività di bilancio in fase di revisione.

Nella valutazione del **costo a nuovo** è opportuno considerare aspetti quali il deperimento fisico e l'obsolescenza (sia economica, operativa e finanziaria)

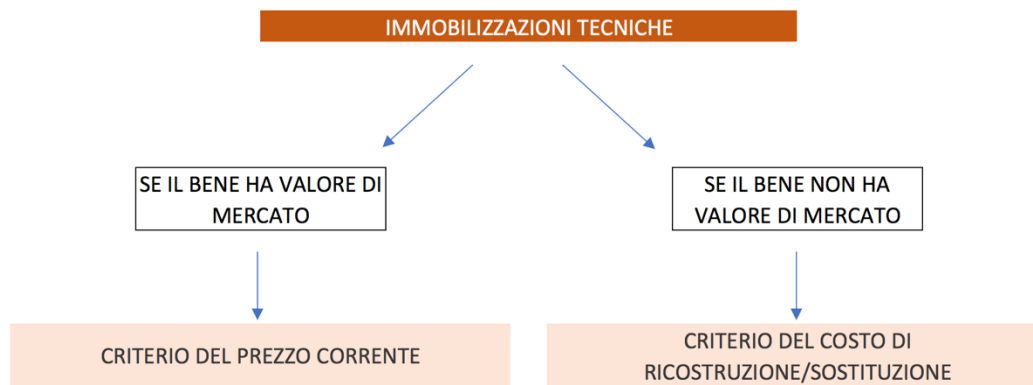


Grafico 1 – Immobilizzazioni tecniche

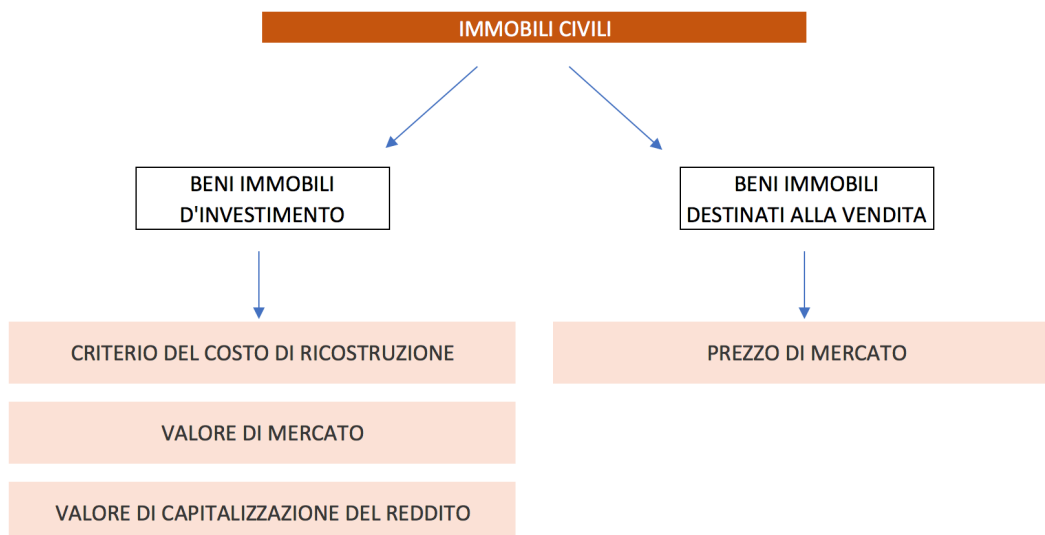


Grafico 2 – Immobilizzazioni civili

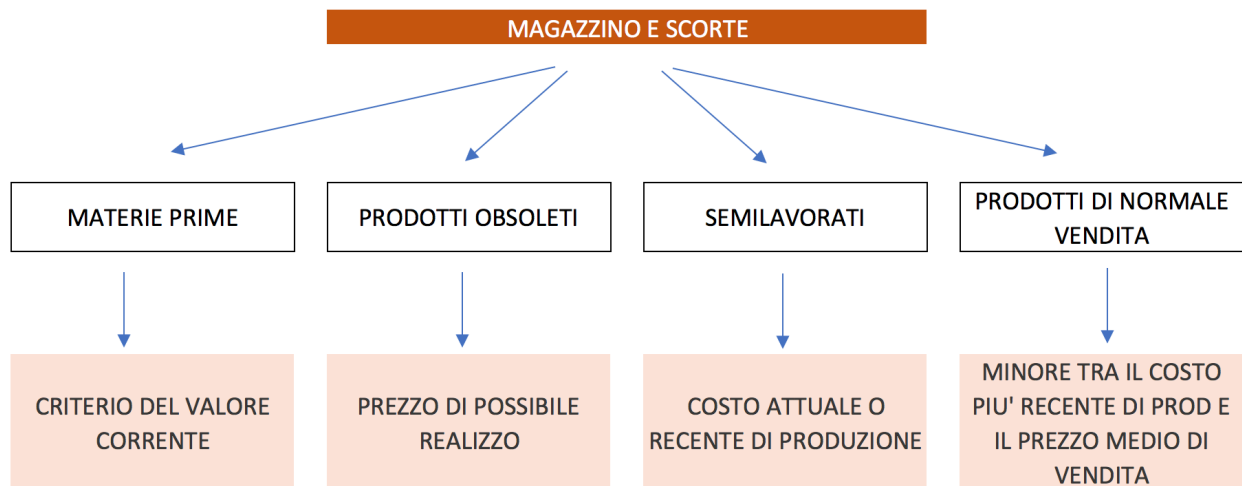


Grafico 3 – Magazzino e scorte

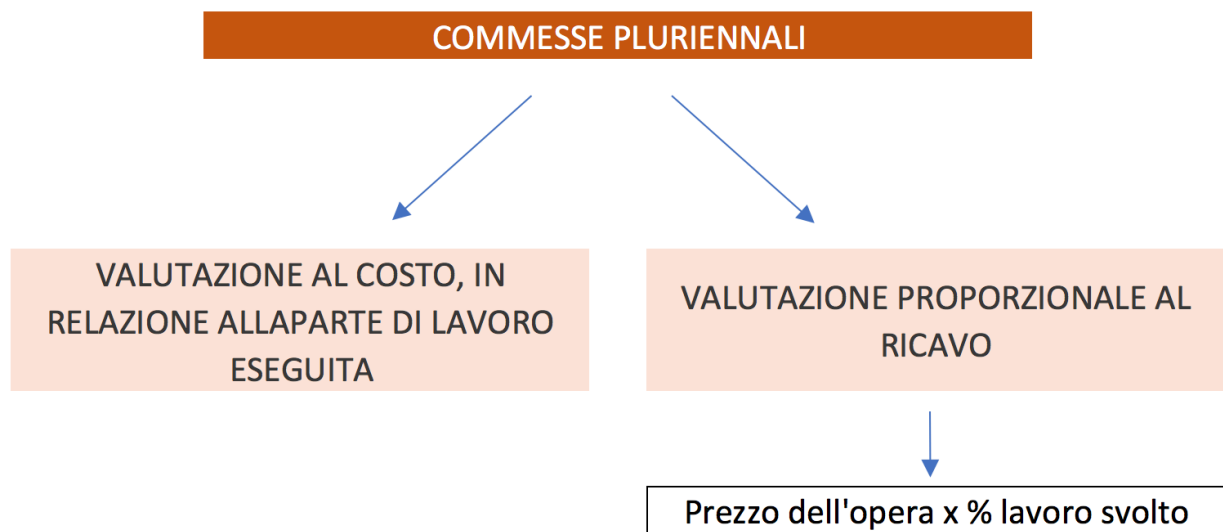


Grafico 4 – Commesse pluriennali

Stima dei titoli a reddito fisso e delle partecipazioni

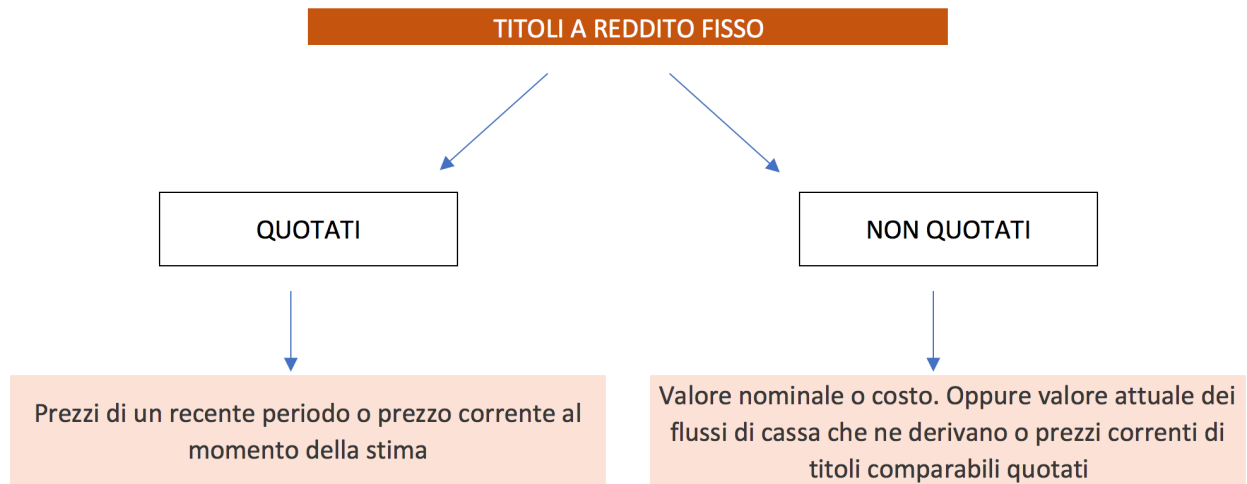


Grafico 5 – Titoli a reddito fisso

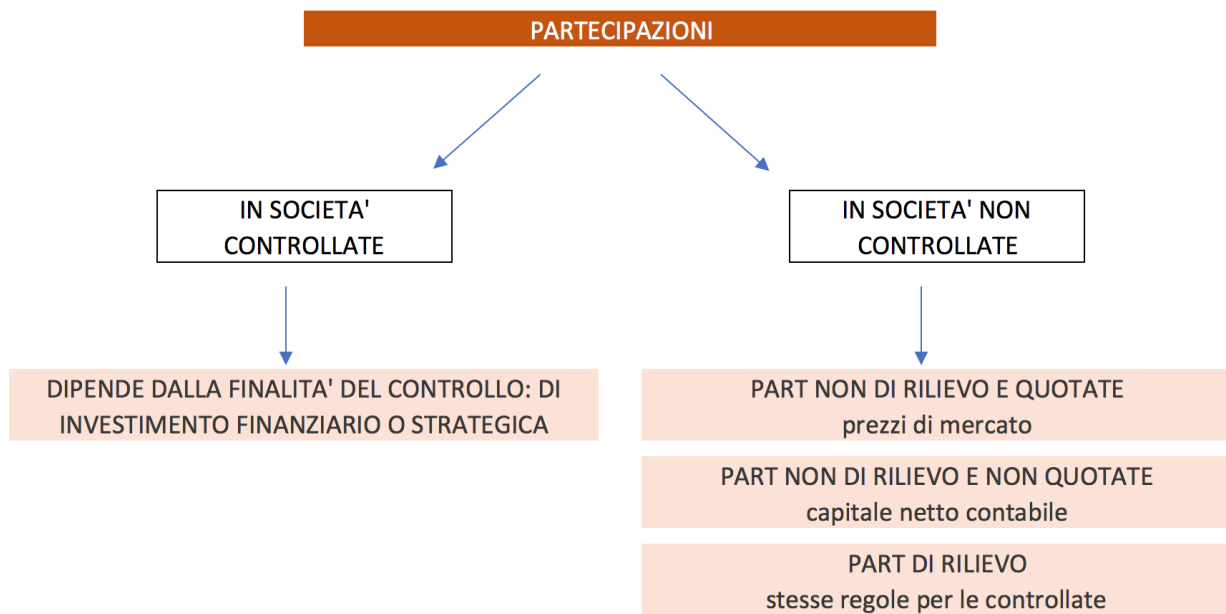


Grafico 6 - Partecipazioni

Stima dei crediti

I crediti si valutano in base al presunto realizzo, attualizzando quelli a medio-lungo termine e correggendo quelli che maturano interessi a tassi non in linea con il mercato. La percentuale di abbattimento per svalutazione può essere determinata mediante stima analitica, tecniche di campionamento o estrapolazione di perdite su crediti.

Attualizzazione dei debiti finanziari

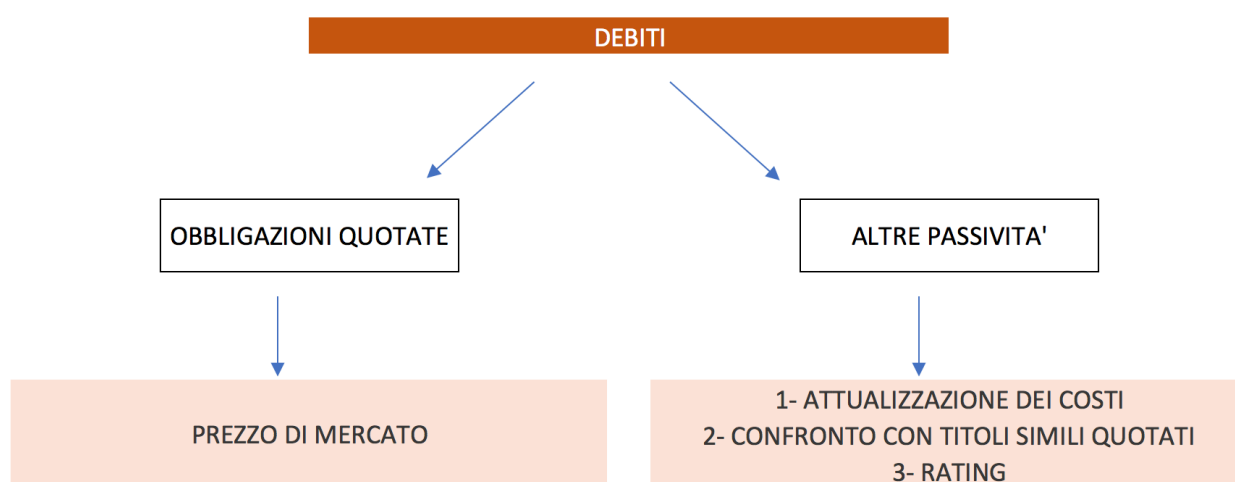


Grafico 7 – Debiti

I debiti categorizzati in “altre passività” sono quelli di gran lunga più diffusi. Specialmente se la nostra lente di ingrandimento si focalizza sulle piccole e micro imprese italiane, che vedono nel debito bancario come la miglior soluzione, quasi unica, per finanziare i propri progetti. L’intero tessuto italiano è estremamente banco-centrico.

La posizione finanziaria netta

La PFN è la differenza tra passività e attività liquide. È un valore molto importante e spesso considerato per svariati motivi. Anche in questa circostanza è opportuno tenerne di conto in quanto essa esprime il livello di indebitamento dell’impresa da considerare ai fini valutativi. Inoltre il fatto che consideri le attività finanziare liquide aiuta a dare il giusto peso anche alle passività.

In conclusione di questo paragrafo del nostro lavoro facciamo un riassunto. Abbiamo detto che il punto di partenza dell'analisi patrimoniale, colonna portante dell'analisi fondamentale, è il **patrimonio netto contabile**. Da qui applicando tutte le corrette rettifiche appena trattate arriviamo al **Patrimonio Netto Rettificato**. Quest'ultimo diventa **Patrimonio Netto Integrato** se in questa fase di analisi consideriamo pure il valore di alcune voci non presenti in bilancio come gli intangibili.

2.g I metodi di valutazione indiretti

I metodi di valutazioni indiretti non sono un'ulteriore tipologia di tecniche valutative ma semplicemente è un altro nome con cui etichettiamo le tipologie di valutazione di matrice assoluta, ovvero quella che ha nell'anima il concetto di valore. Al versante opposto avremo quindi i metodi di valutazioni diretti che altro non sono quelli relativi, ovvero quelli che hanno come protagonista cardine il concetto di prezzo. Ripetiamo che noi in questo lavoro affronteremo esclusivamente i metodi di valutazione indiretti perché fra questi vivono quelli di cui ci serviremo nel capitolo tre per valutare la realtà protagonista di questa tesi.

Il motivo è il seguente. Quelli di prezzo (diretti) in sostanza circoscrivono la valutazione al valore che il titolo ha in borsa. Quindi riassumendo tali metodi ne abbiamo due: di mercato, ovvero il fair value che ha la capitalizzazione d'impresa al tempo desiderato; dei multipli: attraverso la considerazione di aziende comparabili a quella target al fine di arrivare al valore fair.

Torniamo ai metodi di valutazioni indiretti e vediamo come sono strutturati. Essi si distinguono in due branche principali: metodi indiretti di stock e di flusso. I **metodi indiretti stock** sono quelli fondati sul metodo patrimoniale quindi la valutazione ha come fonte principale (e spesso unica) il bilancio. Nelle piccole e micro imprese è ovvio che possa essere un metodo molto spesso utilizzato data la carenza di strumenti di monitoraggio e previsionali per utilizzare altri metodi. Però capiamo bene quanto essi possono essere, per quanto rapidi, forvianti. Sicuramente questo è un metodo che da una prima indicazione sullo stato di salute e valore dell'impresa (fatturato, indebitamento, ricavi, marginalità eccetera) ma farvi totale affidamento può essere pericoloso soprattutto perché tali metodi hanno un approccio al passato dato che il bilancio stesso non è altro che una fotografia di momenti precedenti.

I **metodi indiretti di flusso** fanno riferimento alla capacità dell'impresa di generare flussi di cassa e hanno per questo un approccio al futuro. Si distinguono in **metodo reddituale**, che analizza la capacità di generare reddito, quindi ricavi dell'impresa e in **metodo finanziario** che invece si focalizza sui flussi di cassa e le uscite finanziarie. Potremmo dire che il primo è più "economico" e il secondo "finanziario".

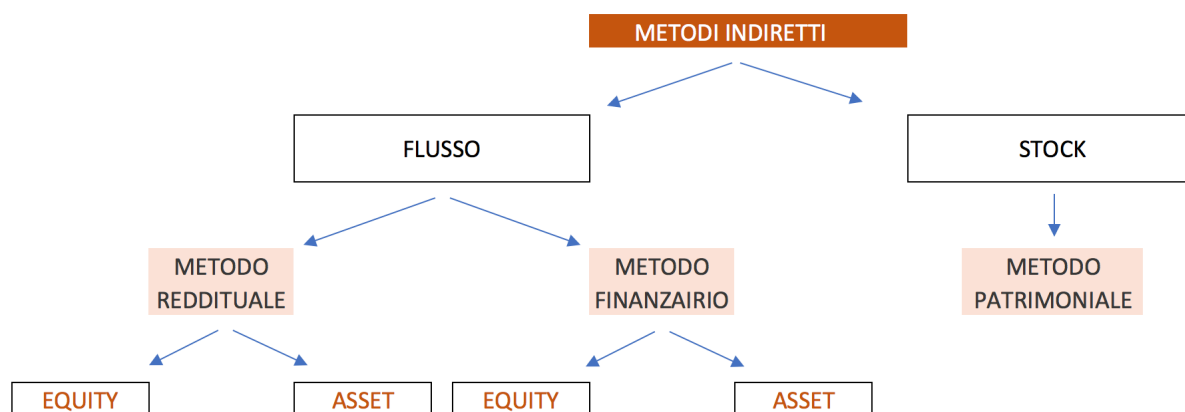


Grafico 7 – I metodi indiretti

I metodi di valutazione di flusso hanno due possibili approcci: l'*equity side* (levered) e l'*asset side* (unlevered).

Con l'**equity side** l'obiettivo è appunto stimare il valore dell'equity al netto della PFN, posizione finanziaria netta. I flussi considerati saranno solo quelli destinati alla remunerazione del capitale degli azionisti / soci e saranno quindi attualizzati al costo dell'equity, calcolato con Capita Asset Pricing Model. Il risultato di tali valutazioni è l'**equity value**.

Con l'**asset side** l'ottica è quella della valutazione dell'intero capitale investito, quindi se vogliamo ben più larga di quella appena trattata. Ne deriva che i flussi considerati sono quelli per la remunerazione di tutti i capitali d'impresa e destinati a tutti gli stakeholder. Verranno di conseguenza attualizzati al costo del capitale WACC e il risultato ottenuto da questo tipo di approccio sarà l'**enterprise value**.

2.h Il metodo reddituale

Con il metodo reddituale possiamo arrivare all'Enterprise value partendo dal reddito operativo EBIT, earnings before interests and taxes. Mentre se a questo sottraiamo il costo degli interessi avremo EBT, reddito ante imposte dal quale ricaveremo l'equity value.

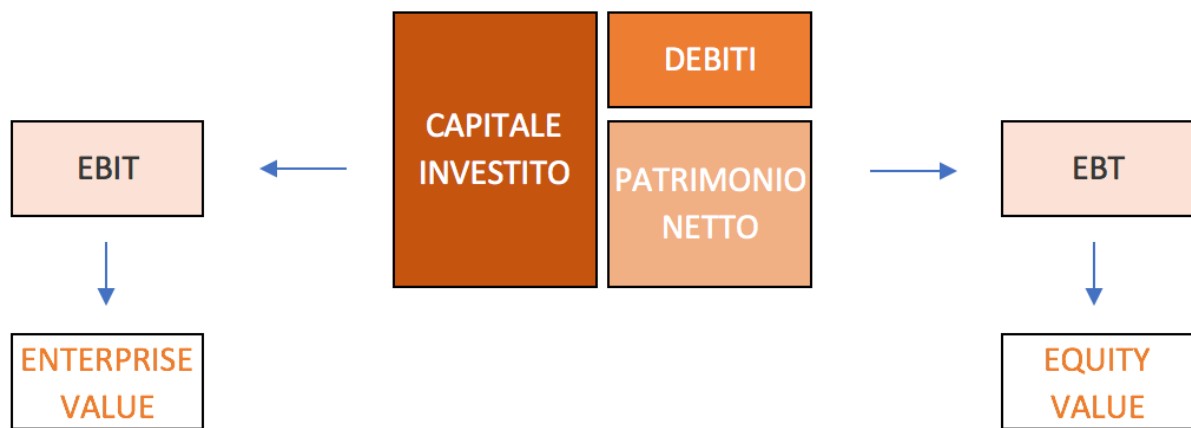


Grafico 8 – Schema riassuntivo metodo reddituale

L'essenza del metodo reddituale è esprimere il valore dell'impresa in funzione della sua capacità di generare redditi nel passato, presente e futuro.

Difatti consideriamo i redditi storici e prospettici apportando le capitalizzazioni e attualizzazioni secondo i tassi più coerenti in base all'orizzonte temporale scelto. Il flusso contabile non può essere utilizzato così come riportato in bilancio perché non sarebbe una rappresentazione affidabile in toto. Quindi tale reddito deve essere integrato e rettificato al fine di arrivare al cosiddetto **flusso economico**.

Il metodo reddituale, inoltre, presenta diverse soluzioni applicative che discendono principalmente da scelte in merito a:

- Modo in cui sono definiti e misurati i **flussi** reddituali del passato;
- Durata dell'**orizzonte temporale** cui le attese di flussi di reddituali fanno riferimento;
- Modo in cui tali **attese** sono espresse: di solito, misure analitiche per i primi anni e grandezze medie o convenzionali per gli anni più lontani.
- Modo in cui le **proiezioni sul futuro** vengono concepite e realizzate, mantenendo o variando in misura più o meno rilevante i risultati che l'impresa ha generato nel recente passato e sta ottenendo nel presente.
- Metodo di **attualizzazione** dei flussi reddituali
- **Oggetto della valutazione**: azienda stand alone oppure azienda integrata con altre realtà economiche organizzate.

Per quanto riguarda i flussi reddituali considerati abbiamo quelli facenti parte della categoria “**grandezze in atto**”, ovvero una capacità di reddito già dimostrata o raggiungibile con ragionevole probabilità sulla base di premesse economiche già in atto e individuate. In questo caso i redditi storici e la loro ragionata proiezione nel prossimo futuro sono l’essenza del calcolo. Questi si riassumono nei valori economici del capitale.

L’altra categoria è “**grandezze potenziali**”. Con esse si fa riferimento a capacità non ancora raggiunte, seppur possibili, e che si devono costruire sulla base di accettabili assumptions. In questo caso i redditi storici possono essere anche disattesi, o superati, perché lo sguardo spazia nel medio-lungo termine. Queste sono quindi i valori potenziali del capitale.

L’utile di bilancio come abbiamo detto più volte in questo lavoro è una rappresentazione incompleta e talora inquinata del risultato economico di un’azienda. Per questo il flusso contabile non può essere utilizzato così come riportato in bilancio, ma deve essere rettificato e integrato.

Tali rettifiche e integrazioni per mezzo dell’analisi fondamentale consentono di giungere al cosiddetto flusso economico, in grado di rappresentare attendibilmente i risultati reddituali rilevanti.

Precisiamo inoltre che i risultati economici sono ben distinti dai risultati finanziari. I primi sono quelli di bilancio, svincolati dall’effettivo incasso o uscita finanziaria connessa. Quelli finanziari invece sono appunto direttamente collegati alle entrate e uscite finanziarie. Queste divergenze sono comuni in impresa e sono dettate dalle dilazioni di pagamenti sia a clienti che fornitori, tassi d’interesse, crediti e debiti vari, tassi di sconto, resi eccetera. Questi due tipi di flussi determinano poi due diversi equilibri: l’equilibrio economico e l’equilibrio finanziario. Per cui l’importante per la salute di un’impresa non è tanto che i flussi economici e finanziari siano allineati reciprocamente ma che l’uno e l’altro equilibrio siano sostenibili e verificati. In sostanza si tratta di ricavi maggiori dei costi per l’equilibrio economico e entrate maggiori delle uscite per quello finanziario. Se il tempo di analisi è l’esercizio tanto meglio, ma non sempre è così, specialmente per quello finanziario. È quasi normale che nel brevissimo termine essi siano disallineati e negativi, ma non necessariamente tali andamenti sono segnali di allarme.

L’orizzonte temporale. Per definizione l’impresa è un oggetto nato per continuare a vivere. Soprattutto a livello teorico è considerata come un oggetto di infinita vita anche se sappiamo benissimo che prima o poi ogni cosa è destinata a chiudere il proprio ciclo o rinascere in altre vesti.

Consideriamo inoltre la lente d'ingrandimento di questo lavoro: le micro imprese. Esse sono quelle che più di tutte in Italia sono destinate ad avere vita breve, che nella maggior parte dei casi si conclude alla seconda o terza generazione quando l'estro dell'imprenditore fondatore viene a mancare e quando i figli successori non sono più in grado di portarla avanti. Le ragioni sono innumerevoli e non per forza vanno ricondotte ad un'incapacità degli eredi, ma dal contesto in cui si trovano ad operare, il settore oppure perché semplicemente non avevano nel DNA quello che invece il fondatore aveva.

Quindi in teoria la regola della proiezione dei flussi dovrebbe prevedere una fine indeterminata, ma nella pratica ciò non avviene, in particolare per le aziende oggetto di questo lavoro.

In sostanza salvo casi particolari, un limite di tre-cinque anni è difficilmente superabile, poiché al di là di esso a ragionevoli e documentabili ipotesi si sostituiscono convenzioni e ipotesi forti che riducono il grado di affidabilità dei risultati.

Riguardo alla previsione di flussi l'idea di base è il riferimento a condizioni di produzione dei flussi prossime all'attualità. Nel senso che la produzione non si discosta mai in modo sostanziale dalle capacità di flusso già raggiunte.

Si potranno considerare scenari con gradi diversi di ottimismo: favorevole, sfavorevole, medio. La scelta di approcci di questo tipo necessita un'attenta analisi delle condizioni attuali e della loro probabile evoluzione.

Per quanto riguarda l'oggetto di valutazione, ovvero se abbiamo a che fare con un'azienda stand alone o integrata non considereremo le differenze dato che quella che valuteremo è stand alone, ovvero un'impresa a sé stante, né controllante né controllata di altre. La nostra non possiede nemmeno capitale investito in azioni in mercati azionari, né italiani né esteri.

Differenze tra equity side e assets side. Nel caso dell'**equity side** viene assunta l'ipotesi che il leverage sia un fattore determinante del valore. Mentre nella visione **assets side** non rappresenta una leva chiave. Preannunciamo che l'impresa che valuteremo non ha alcun indebitamento con istituti bancari o altre tipologie di capitale di terzi per cui in entrambi i casi la leverage non gioca una posizione determinante dal momento che è inesistente. Arrivare alla determinazione del EBT, dal momento che non abbiamo tassi d'interesse di debito, o dell'EBIT sarà esattamente la stessa cosa. L'unico capitale è quello dei soci confluito nella fase di costituzione dell'impresa.

Considerato ciò, le formule tipiche del modello reddituale nella visione assets side subiscono i seguenti adattamenti, le affrontiamo per completezza:

- I flussi reddituali attesi vanno considerati prima del saldo tra oneri finanziari passivi e attivi;
- Nella stima del valore terminale la tipica figura di flusso adottata è il NOPAT (net operating profit after taxes);
- Il tasso di attualizzazione dei flussi deve essere il WACC;
- Il valore assets side così ottenuto va poi depurato della posizione finanziaria netta.

Per la stima dei flussi economici ci sono due approcci: quello basato sui risultati storici e quello basato sui risultati programmati.

L'**approccio basato sui risultati storici** si fonda su un'accurata analisi delle circostanze e dei dati del passato, con riferimento a un periodo non troppo breve. Per essere applicato esige di due condizioni essenziali:

- Che siano individuabili alcune leve chiave le cui variazioni influenzano sensibilmente i risultati attesi;
- Che esista un meccanismo di calcolo idoneo a stimare con sufficiente chiarezza come la dinamica delle leve chiave si rifletta sulla misura del flusso atteso.

L'**approccio basato sui risultati programmati** fa riferimento all'uso di documenti formalizzati atti a esprimere, tra l'altro, le attese economiche del prossimo futuro: budget annuale e piani pluriennali. Condizione essenziale è che i piani siano fondati su ipotesi ragionevoli, accettabili e dimostrabili: sono, in altri termini, da escludere ipotesi "forti". Dicesi quindi ipotesi forti quelle che non rispecchiano le condizioni di ragionevolezza, accettabilità e dimostrabilità.

Come abbiamo già detto il metodo reddituale può generare stime di valori potenziali del capitale economico che possono essere distinti in tre categorie:

- **Valori potenziali puri.** Il valore si definisce puro quando non si pongono specifici vincoli ai parametri o precise condizioni alla formalizzazione dei piani, ferme restando le regole logiche e operative che ne assicurino l'affidabilità.
- **Valori potenziali controllabili.** Questo risponde alla necessità di definire il valore fondamentale dell'impresa detto fair value. Lo scopo è tendenzialmente quello di poter applicare i principi contabili internazionali ias/ifrs.
- **Valori potenziali di acquisizione.** È il valore soglia oltre il quale, nell'ottica di un specifico soggetto acquirente, l'acquisizione di un'azienda cessa di essere conveniente. Il punto di equilibrio che rende tale soggetto indifferente a concludere o meno la transazione.

Analizziamo adesso i metodi di stima dei tre valori potenziali appena descritti.

Valori potenziali puri. Il primo approccio è quello della *crescita attesa* e si attua quando si considera la capacità di reddito steady state e quella con crescita inerziale. Nel primo caso si tratta del reddito che l'impresa potrebbe produrre in via permanente, mentre nel secondo si considera l'incremento di reddito atteso a seguito di investimenti già realizzati e di costi già sostenuti, che tuttavia non sono ancora giunti redditualmente a piena maturazione. Questo approccio tiene conto della capacità di sviluppo dell'impresa considerata stand alone ed esprime, nella previsione, l'accrescimento del tempo delle dimensioni e quindi del volume di attività e del reddito, prescindendo da nuove strategie, da acquisizioni-cessioni, da ristrutturazioni finanziarie; in generale, da nuovi specifici progetti modificativi o innovativi rispetto all'esistente.

Il secondo approccio è quello delle *opzioni innovative* che oltre a considerare la capacità di reddito steady state e quella con crescita inerziale, comprende anche il caso di crescita potenziale, corrispondente al valore attuale netto degli investimenti futuri da realizzare. Il valore dell'azienda viene quindi connesso alla ricerca di vie nuove che rappresentino sia opzioni di miglioramento interno, sia opzioni esterne. In questo modo, nei piani assunti a fondamento dei flussi attesi rientrano i progetti innovativi di efficientamento e di variazione del mix produttivo e anche eventuali acquisizioni, cessioni, fusioni. Ricorrere a questo approccio significa **non porre alcun vincolo alla previsione dei flussi**.

Valori potenziali controllabili. All'origine della famiglia di formule così denominata vi è stata in primo luogo la necessità di definire il valore fondamentale, fair value, dell'impresa ai fini dell'applicazione dei nuovi principi contabili internazionali. Un aspetto essenziale nell'applicazione di questi metodi riguarda la scelta delle ipotesi sulle quali si costruiscono le previsioni il cui obiettivo principale deve essere quello della sostenibilità dei risultati e della crescita. La combinazione della sostenibilità dei risultati e della sostenibilità della crescita determina il fattore di crescita dei flussi reddituali, cioè il fattore "g".

Inoltre per un efficace e credibile stima è fondamentale avere a disposizione una strategia formalizzata in un piano, il quale nella maggior parte dei casi gode di connotazioni di accuratezza, affidabilità e dimostrabilità.

Proprio per questo tale tipologia di computazione del valore comporta la necessità di imporre alcuni vincoli riguardanti i parametri scelti, l'aggressività del piano base della valutazione e la fase di vita dell'azienda.

Valore potenziale di acquisizione. Qui distinguiamo in due valori: quello per l'acquirente finanziario e quello per l'acquirente operatore. Per il primo l'obiettivo è identificato nell'individuazione di un prezzo massimo di offerta per l'azienda target che non superi il valore attuale di tutte le entrate che l'acquirente prevede di conseguire in futuro dal pacchetto acquisito, sia in termini di dividendi sia in termini di realizzo finale. Il tasso adottato nell'attualizzazione è il rendimento obiettivo minimo che tiene conto del livello medio di rischio del tipo di operazione. I giudizi di valore espressi dall'acquirente finanziario si inquadrano in una più complessa analisi che verte sulla stima potenziale dell'azienda candidata all'acquisto, sull'individuazione delle possibilità di disinvestimento e sulla struttura fiscale dell'operazione.

Nel caso del valore per l'acquirente operatore esso si pone l'obiettivo di offrire un prezzo non superiore rispetto ai vantaggi complessivi e annuali, scontati all'attualità, ottenibili con l'acquisizione. Si considerano, quindi, i redditi attesi e gli eventuali mezzi aggiuntivi a titolo di capitale da apportare.

2.i Il metodo finanziario

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

Se fosse possibile prevedere analiticamente i flussi di risultato di un'azienda in una prospettiva infinita, l'unico modello per la stima del valore aziendale sarebbe il Dividend Discount Model, per l'ovvia ragione che la sola fonte di valore per gli azionisti, in una prospettiva finita, sarebbe rappresentata dai dividendi percepiti.

Poiché nessuno è in grado di prevedere i flussi di dividendi futuri su un arco temporale molto esteso diventa necessario adottare modelli di valutazione che facciano ricorso a previsioni esplicite di risultato per un numero limitato di anni e catturino poi la forma sintetica la capacità medio-normale d'impresa di produrre risultati oltre il periodo di previsione analitica.

In una prospettiva temporale finita il DDM diviene dunque un modello non affidabile.

Si ricorre quindi al criterio di valutazione finanziario conosciuto come **Dividend Cash Flow**. L'assunto su cui si fonda tale metodo è che nel lungo termine nessuna impresa può distribuire dividendi in misura superiore alla sua capacità di generare flussi di cassa.

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

Ci sono alcuni **limiti** in questo modello. Intanto è ritenuto un metodo inaffidabile quando applicato a orizzonti temporali limitati a causa della difficoltà di distinzione tra componenti transitorie e permanenti dei flussi attesi nel periodo di previsione esplicita. Inoltre fa affidamento a risultati discontinui nel tempo e scarica sulla stima del free cash flow gran parte del risultato della valutazione. Per cui un errore di sopra o sottovalutazione dello stesso finisce con il determinare una sopra o sottovalutazione dell'impresa.

I vantaggi invece consistono nel fatto che impiega i free cash flow che sono migliori rispetto ai flussi di cassa grezzi essendo esposti a effetti transitori e costituiscono in molti casi una base inaffidabile dei flussi di cassa permanenti. Inoltre gode di maggiore oggettività rispetto ai metodi reddituali dal momento che si fonda sui flussi di cassa generati dalla gestione ed esclude le voci di costo e di ricavo non aventi natura monetaria.

Spesso il limite relativo alla sopra o sottovalutazione del valore dell'azienda attraverso i free cash flow viene trascurato dagli studiosi facendo coincidere le **capex** (capital expenditure), ovvero gli investimenti di mantenimento della dotazione di capitale con gli **ammortamenti**. Tale circostanza riduce al minimo le differenze di reddito e flussi di cassa. Inoltre avvicina il modello finanziario a quello reddituale.

La superiorità del modello reddituale su quello finanziario è legata al fatto che esso sposta l'attenzione da come i flussi di cassa si distribuiscono nel tempo a come i flussi di risultato si generano all'interno dell'impresa.

Per accrescere l'affidabilità delle quantità di risultato utilizzate alla base della valutazione del DCF è spesso necessario estendere il periodo di previsione esplicita dei flussi. Non è raro infatti il caso di applicazione di tale metodo a proiezioni di flussi di cassa per periodi molto estesi (dieci anni e oltre).

L'estensione avviene sulla base dell'applicazione al flusso dell'ultimo anno di previsione esplicita di un saggio di sviluppo costante per gli anni residui sino a giungere al flusso finale sulla cui base è calcolato il terminal value. Si riduce quindi il peso di quest'ultimo sul valore stimato e si realizza, grazie al lungo arco temporale, una convergenza dei flussi di cassa sui flussi di reddito medio-normali.

Il modello finanziario da parte sua può fornire utili indicazioni ai fini della stima del valore quando gli ammortamenti contabili sovrastimano gli investimenti necessari a mantenere nel tempo la capacità futura di produrre reddito. Ciò avviene quando la vita contabile dei cespiti è più contenuta della loro vita utile e quando il costo di rimpiazzo dei cespiti è considerevolmente inferiore al loro costo storico. **Inoltre il modello DCF gode di maggiore oggettività.** Essa è legata al fatto che nel metodo finanziario vengono escluse le voci di ricavo e di costo non aventi natura monetaria, la cui stima è sottoposta a giudizi soggettivi.

Il modello finanziario tende quindi a generare valutazioni più aggressive e meno verificabili del modello reddituale, in quanto induce a estendere arbitrariamente e previsioni di piano, sulla base di tassi di crescita più elevati quanto maggiori sono gli investimenti nella fase iniziale di piano. Il vero driver della crescita diventa il “quanto” l’impresa investe, piuttosto che il “come” investe. Induce inoltre a sovrastimare i saggi di crescita impliciti nella stima del terminal value dei free cash flow e a sottostimare gli investimenti necessari a sostenere la crescita dei cash flow proiettata in un tempo indeterminato.

Ecco perché diventano necessari dei correttivi al DCF:

1. Maggiorazione del costo del capitale. Lo scopo è scontare i maggiori rischi che caratterizzano i flussi di risultati attesi ottenuti per estrapolazione rispetto ai flussi attesi di piano.
2. Uso di redditi al posto di flussi di cassa nella stima del terminal value. Eventualmente in congiunzione con multipli ricavati da imprese comparabili quotate. Cosa che in questa sede non faremo, per inutilità in relazione allo studio effettuato.
3. DCF a più stadi. Con stima sintetica dei saggi di crescita dei cash flow, così da alleviare il peso del terminal value sul valore stimato complessivo.

Il metodo finanziario è applicato con più frequenza alle configurazioni di tipo assets side. Attraverso l’attualizzazione dei flussi di cassa unlevered si giunge all’enterprise value, dal quale sottraendo la posizione finanziaria netta corrente raggiungiamo il valore dell’equity.

In queste circostanze si possono generare due errori: effetto leva delle assumptions e una non corretta stima della posizione finanziaria netta corrente. Nel primo caso una variazione di assumptions genera una variazione tanto maggiore dell’equity value quanto più l’impresa è indebitata. L’effetto leva amplifica le variazioni indotte sull’enterprise value da una variazione degli input. Per quanti riguarda la posizione finanziaria netta è necessaria una coerenza tra le scelte compiute nella determinazione dei flussi di cassa e la posizione debitoria.

2.1 Il metodo misto patrimoniale-reddituale

Il metodo misto patrimoniale reddituale rappresenta una sintesi tra i due metodi appena analizzati. **L'obiettivo è esprimere il valore dell'azienda in funzione del patrimonio e del reddito, colmando così le lacune dell'uno e dell'altro metodo.**

Difatti il metodo patrimoniale trascura la valutazione della redditività futura dell'impresa e il metodo reddituale trascura la valutazione della consistenza patrimoniale della stessa.

Tra i metodi misti il più diffuso è quello con stima autonoma del **goodwill**, il quale nasce dalla somma di:

- **Capitale Netto Rettificato**, espresso a valori correnti;
- **Goodwill**, inteso come reddito medio differenziale atteso su n anni e attualizzato. Per reddito medio differenziale si intendono i risultati medio-normali attesi, ridotti del costo del capitale.

Il modello misto viene utilizzato per scopi professionali difficilmente perseguibili con altri modelli valutativi. Le applicazioni più rilevanti sono:

- Come mezzo per una verifica reddituale semplificata delle stime patrimoniali analitiche;
- Come metodo di rivalutazione controllata dei beni ammortizzabili di aziende industriali;
- Come la valutazione delle aziende in perdita;
- Per la valutazione del badwill.

Vediamo il primo punto. Per realizzare questo riscontro è necessario condurre un'accurata analisi fondamentale intesa a stabilire una misura reddituale medio-normale attesa per l'azienda. Tale risultato deve poi essere confrontato con il valore al fine di calcolare il tasso prospettico di rendimento. Se tale risulta allineato al costo del capitale proprio la "prova reddituale" può dirsi superata e i valori patrimoniali possono essere confermati.

Capitolo 3 – Il progetto LO FO IO

Il terzo capitolo di questo lavoro affronterà, come abbiamo avuto già occasione di preannunciare, la valutazione di una micro impresa reale ponendosi l'obiettivo di applicare i modelli elencati nel secondo capitolo immergendosi nell'ambiente descritto con cura nel primo. Ecco quindi che il disegno generale dell'intero lavoro prenderà colore con questa terza e ultima sezione.

3.a L'impresa oggetto di valutazione

Lofio è un marchio su cui è stata fondata un'impresa di nome Nicole S.r.l. Questa frase può sembrare contro-intuitiva ma il marchio Lofio è nato prima della società che adesso lo possiede a seguito di una cessione del marchio stesso, spiegheremo i dettagli e i motivi nella storia dell'impresa.

L'autore di questo lavoro e di queste righe, Giuseppe Allocca, è attualmente uno dei due soci di Nicole S.r.l. e divide al 50% con Sara Allocca, sorella gemella. I due fratelli con il preziosissimo aiuto della famiglia si occupano di produzione di accessori invernali in maglieria, si tratta di artigiani. Grazie al datato ma efficiente parco macchine producono oggetti come cappelli, sciarpe, guanti in maglieria tenendo cura dell'intera filiera produttiva, dalla rocca di filato all'oggetto finito.

Il loro lavoro, la loro famiglia e la tradizione che vi è alla base di tutto il progetto è estremamente radicata nella città di Prato. Prato, città toscana a pochissimi chilometri da Firenze, è la regina del tessile italiano, portatrice di una storia che ha dato lavoro a migliaia e migliaia di operatori del settore e ha da sempre creato, e sta continuando a creare, un indotto di attività di ammirevole portata.

Prato un tempo era il polo produttivo d'Europa prima che la globalizzazione spostasse l'epicentro verso oriente, con i suoi effetti positivi e negativi, e tutt'ora è il centro di innumerevoli produzioni tessili di elevata qualità ed è il centro mondiale dell'economia circolare. Prato e i suoi pratesi hanno dato vita all'economia circolare prima ancora che lo stesso termine venisse coniato e prima ancora che la sostenibilità, il consumo critico e il riciclo diventassero parole così importanti e strutturali nel nuovo modo di vedere la vita dell'essere umano in relazione al pianeta che abita.

3.b Storia

Come tantissime altre storie anche quella di Lofio non nasce da zero. Il punto zero da cui possiamo iniziare a narrare questa storia è la zia Alcenia di Giuseppe Allocca, autore di questo lavoro, che negli anni Ottanta con il suo compagno Carlo fondò un'impresa di produzione accessori in maglieria conto terzi.

Forte della infinita esperienza nel mondo dei filati e nell'intensa rete di conoscenze e rapporti pratesi di Carlo, i due zii cominciarono a lavorare per i grandi brand della moda italiana e non solo come Zara, OVS, Benetton ecc. Il loro lavoro era fondato sulla vendita di oggetti semilavorati, ovvero i clienti portavano loro il filato, davano le indicazioni e gli zii producevano la prima fase della filiera, detta smacchinatura. Alla maggior parte delle fasi successive quindi pensavano i clienti.

Gli zii ebbero la loro fortuna cavalcando uno dei periodi più fiorenti dell'era pratese e in azienda con loro lavorava anche la madre dei fratelli Lofio, ancora non nati, e altri dipendenti. Crebbero molto fino ad arrivare ad un organico di dodici dipendenti, un magazzino di mille metri e un fatturato di oltre due milioni di euro.

Il tessuto imprenditoriale pratese è formato da una fittissima rete di piccole e micro imprese sotto i dieci dipendenti che hanno la figura dell'imprenditore fondatore al centro decisionale e operativo e che però sono molto redditizie e hanno dato e tutt'ora danno le loro soddisfazioni. Questo per dire che è assai frequente venire a conoscenza di ragazzi e ragazze figli di imprenditori che dopo gli studi decidano di entrare in azienda di famiglia a tutti gli effetti. Il "dopo gli studi" ha un doppio significato. Il primo è che spesso dopo aver completato gli studi dell'obbligo i ragazzi entrano a tutti gli effetti in azienda, il secondo è un "dopo gli studi" intendendo il periodo estivo e le ore pomeridiane.

Difatti spesso, e così successe anche a Giuseppe e Sara, durante il periodo estivo del liceo si andava a guadagnarsi qualche spicciolo aiutando il lavoro della famiglia e spesso e volentieri anche nelle ore pomeridiane post scuola. Lungi dal pensiero del lettore di questo lavoro una qualsivoglia sorta di obbligatorietà in questo. Era, soprattutto per quanto riguarda i protagonisti di questa storia, un infinito piacere andare a vivere le trame d'azienda e in modo ancora maggiore erano scelte volontarie.

Faccio questa, spero superflua, premessa perché purtroppo sono tante le vicende che macchiano la storia di Prato con ragazzi e bambini, in particolare di origine orientale, che vengono obbligati fin da giovanissimi a vivere in azienda familiare. Queste sono realtà che purtroppo esistono e la comunità cinese è sempre più importante nella vita imprenditoriale pratese e non, ma il comune e i cittadini stanno facendo un grosso lavoro di dialogo e integrazione. L'autore di queste righe desidera un futuro,

secondo lui non troppo lontano, di integrazione perfetta tra le comunità con il mix di usi e tradizioni. Già adesso sono molti gli esempi di sana e costruttiva (oserei esemplare per il mondo) integrazione.

Chiudo questa parentesi non oggetto di tesi per dire che Giuseppe iniziò fin dai tempi del liceo a frequentare l'impresa lavorandoci in modo diretto e non, nel senso che essendo di famiglia i ragazzi crescono vivendo indirettamente la vita dell'impresa, dato che in casa è spesso argomento di dialogo.

Siamo nel 2009 e l'operaio della zia che si occupava delle macchine circolari elettroniche se ne andò allora dato il ruolo mancante Giuseppe cominciò ad avvicinarsi alle macchine cercando di imparare a manovrarle e a programmarle. Fece anche un corso accelerato dai programmatori bresciani e nel giro di poco tempo e tanto filato sprecato per le varie prove imparò a gestirle. Quindi la maggior parte dei pomeriggi post scuola li passava tra i macchinari. Macchinari di una precisissima tecnologia elettronica e meccanica.

Il protagonista di questa storia ha sempre avuto un'indole commerciale tant'è che spesso si trovava anche a ricoprire ruoli di gestione dei clienti ma soprattutto iniziò a vendere gli avanzi di produzione che riusciva a recuperare nell'azienda ad amici e parenti. Vendeva solamente tre tipi di prodotti: un cappello, una stola e un paio di guanti. La qualità era buona, non elevatissima ma nemmeno scadente, e i prezzi altrettanto buoni anche perché gli oggetti gli costavano pochissimo e ancora Giuseppe non aveva alcuna esperienza in ricarichi per la vendita diretta al pubblico, abituato esclusivamente alla marginalità del lavoro da terzisti. Così inizio a farsi conoscere nella città di Prato e effettivamente si costruì una piccola ma fedele rete di clienti.

Data la giovane età e il super entusiasmo che metteva nel fare questo mestiere che era più hobby che lavoro, cominciò a farsi un nome e creò una pagina Facebook chiamata Sciarpapuntoit. Ebbe così l'idea e la voglia di fare un passo in avanti: i mercati. Con l'aiuto della mamma, allora dipendente della zia, avviò a saltare di piazza in piazza nei mercati rionali toscani. La vita non era affatto semplice dato che non avendo una piazzola di proprietà l'unico modo era presentarsi alla "spunta", ovvero in orari poco più tardivi dell'alba toccava mettersi in fila ed attendere che uno dei proprietari dei posti fissi non si presentasse al mercato, il posto così è tuo. Dati i prezzi modici delle tasse dei mercati il risultato economico c'era e la soddisfazione cresceva.

Giuseppe però si accorse di una cosa: che ad eccezione dei clienti che conosceva in modo diretto dal momento che andava nelle abitazioni a vendere, per quelli conosciuti ai mercati non era possibile instaurare un rapporto di fedeltà e quindi di riproposta di vendita. Il motivo essenziale era uno: l'assenza di un marchio. I clienti acquistavano delle stole, dei cappelli, dei guanti e non la stola, il cappello e i guanti. Al ritorno a casa Giuseppe si immaginava che dicessero di averle comprate al mercato e non dal tizio preciso, dal momento che una volta preso lo scontrino il rapporto cessava.

C'era bisogno di un marchio. Il caso ha voluto che il cugino bresciano di Giuseppe, Guido Bertola, facesse il grafico in una rete di liberi professionisti della comunicazione. Così dopo alcuni viaggi a Milano venne fuori il nome del marchio. Le idee iniziali erano poche e ridicole, ma quando il cugino suggerì un nome che raccontasse che chi vende gli oggetti è anche il produttore venne l'illuminazione: Lo fo io. Il dominio era libero e così nacque lofoio.it. Lofio che nel dialetto toscano significa lo faccio io.

La strategia di comunicazione iniziale era semplice ma molto efficace. Venne creato un punto vendita nel grandissimo magazzino della zia e vennero organizzate vere e proprie feste al suo interno per farsi conoscere. In poco tempo il marchio si fece spazio a Prato soprattutto per l'impronta giovanissima della comunicazione e degli oggetti. Oggetti che nel frattempo erano incrementati in numero e tipologie.

Nel 2015, ad un anno dalla nascita di Lo fo io, iniziò la collaborazione con i cenciaioli pratesi. Essi sono quegli artigiani che sfruttando una tradizione nata nella seconda metà del 1800, riciclano scarti tessili e indumenti usati. Tradizione che ha fatto grande il distretto pratese nel mondo e che ha inventato l'economia circolare senza rendersene conto soprattutto perché la ragione che ha dato vita a questo nobile mestiere non è la sostenibilità o la riduzione dell'impatto ambientale ma il risparmio. Ebbene sì, tutto nato per abbassare i costi nel filato rispetto alla concorrenza e i cenciaioli si guardavano bene dal dire come fosse stato fatto il filato, lo tenevano nascosto per paura di abbassare le aspettative di qualità nella percezione dei clienti.

Il punto di partenza sono balle di vestiti ed il compito dei cenciaioli, nonché arte, è quella di dividerli per materiale e per colore. Dopodiché ogni abito viene privato di bottoni, cerniere, etichette e quant'altro di superfluo rispetto alla fibra base e il tutto viene tritato in una grande grattugia detta carda. Il risultato è una poltiglia, detta "meccanica" nel gergo pratese, che poi attraverso un ulteriore processo viene ridotta al fiocco. Dal qui in poi la filiera è la stessa della lana vergine solo che il punto

di partenza non è animale ma rifiuto. Quindi passiamo alla filatura e poi alla roccatura per avere la rocca di filo pronta per essere lavorata.

Ecco che tutto il processo è stato riassunto in poche righe di testo ma è ovviamente molto complesso e necessita di strutture aziendali di un certo livello per poterlo mettere in atto.

Il filato quindi poteva essere acquistato da due macro categorie di fornitori: le filature tradizionali e i cenciaioli. Le prime vendono fibre vergini, gli altri rigenerate.

Venne creato un marchio direttamente collegato all'utilizzo delle lane rigenerate: Rilana che quindi altro non è che l'insieme degli oggetti Lofio fatti con i filati dei cenciaioli, quindi riciclati.

Rilana ha subito un grande successo presentato per la prima volta alla fiera "Fa la cosa giusta" di Trento, una delle fiere principali in Italia sul consumo critico e lo stile di vita sostenibile. Per qualche anno Lofio e Rilana sembravano due cose distinte, ma ciò non era efficace sia in termini di perdita di energie comunicative e economiche, ma soprattutto la storia di un marchio era ed è estremamente collegata all'altro. Difatti adesso sono migrati sotto un unico cappello che è Lofio, anche perché Lofio fa la maggior parte del fatturato vendendo oggetti creati in collaborazione con i cenciaioli. Nonostante a Prato sia una cosa vecchia 150 anni, in Italia e nel resto del mondo non si conosce affatto la storia e la tecnica del riciclo anche perché sono gli stessi cenciaioli ad averla voluta tener nascosta per tutto questo tempo, dato il vantaggio competitivo che ne scaturiva.

Il 2016 è un anno chiave nella storia di Lofio e di Giuseppe. Il core business dell'impresa della zia era da un po' di anni che arrancava: i clienti erano sempre meno, gli ordini sempre più bassi e le spese invece sempre più alte dato che da poco era stato acquistato il nuovo grandissimo magazzino e accesso il mutuo connesso all'immobile. Mutuo che per i primi anni richiedeva il rimborso dei soli interessi poi sarebbe avviato il rimborso anche del capitale. Tutto questo è arrivato per varie cause riconducibili essenzialmente nella crisi economica e una concorrenza cinese ormai divenuta imbattibile. Anche la tenacia imprenditoriale della zia e dello zio possono essere ricondotti come causa che sa navigati imprenditori come erano, vivevano il chiudere l'impresa come un fallimento che non doveva manifestarsi prima di non aver provato con qualsiasi tentativo di sopravvivenza. Probabilmente se già nel 2010 avessero, e nel mezzo si mette anche l'autore di questa tesi, cambiato core business, diversificato o in qualche modo preso coscienza della crisi ventura, probabilmente i fatti si sarebbero evoluti in modo diverso, ma questa è un'altra (fantasiosa) storia.

Nel 2016 quindi la zia decide di chiudere l'impresa madre di Lofio. Per i fratelli Giuseppe e Sara è un periodo di dissestamento in cui nella mente continuava a manifestarsi la domanda se continuare o abbandonare il proprio mestiere. Il fatto è che entrambi credevano troppo nel progetto e l'idea di abbandonarlo era fonte di malinconia e lacrime di tristezza. Così la svolta. Decisero di rilevare i macchinari della società morente, crearne una nuova e soprattutto di trasferirsi e abbandonare il "mostro" del magazzino che era evidentemente troppo rispetto alla dimensione di Lofio a quei tempi.

Nel periodo estivo e quasi per un anno intero cominciò il trasloco in un nuovo magazzino, piccolissimo rispetto al precedente ma perfetto per Lofio e per la serenità che i due fratelli andavano cercando. Come piace spesso dire a Giuseppe, nonché all'autore di questa tesi, i metri quadrati della bottega attuale sono equivalenti alla somma dei metri quadrati degli uffici e dei bagni dell'altro. Ma è giusto così.

Elemento chiave di questo periodo è stato Raffaele, il padre di Giuseppe e Sara, che con il suo mestiere e la sua esperienza nell'edilizia ha aiutato i propri figli nel trasloco e nella messa in opera degli impianti e di tutto quanto necessario per il regolare svolgimento dell'attività. È stato un lavoro dal valore inestimabile soprattutto se pensiamo alle difficoltà sopraggiunte dato che il nuovo immobile era stato per anni sotto sequestro a causa di mali usi di un'azienda orientale e quindi sono stati necessari tutti i lavori per riacquisire l'agibilità dell'immobile.

Quindi i fratelli Sara e Giuseppe diventano i due soci della Nicole S.r.l., proprietari del marchio Lofio e Rilana, acquistati dalla vecchia impresa della zia.

Quindi l'oggetto di valutazione di questo lavoro è la società Nicole S.r.l. di Prato, proprietaria del marchio Lofio, attorno al quale ruota tutta la sua attività.

Altra fase chiave della storia di questo progetto è l'anno 2017. Anno nel quale i due fratelli partecipano ad un intelligente bando del comune di Prato, di nome Pop-Up, il quale aveva obiettivo la rivalutazione di una via del centro storico cittadino che un tempo era la via del commercio ma che ultimamente non attraversava un roseo periodo. Il bando consisteva nel dare per tre mesi alcuni fondi commerciali ad uso gratuito alle imprese che rispettavano i requisiti e si dimostravano meritevoli. Era il comune stesso ad occuparsi del versamento del canone d'affitto ai proprietari dell'immobili lasciando aperta una potente opportunità agli esercenti. Lofio vince il bando e l'aspetto fortunato è

che i mesi gratuiti di lancio erano ottobre, novembre e dicembre 2017, periodo perfetto per il tipo di prodotto Lofio.

A fine di tale periodo ogni esercente sarebbe stato libero di continuare o meno il rapporto di affitto con i proprietari dell'immobile. Lofio decise di rimanere, non tanto per vendere i propri oggetti ma soprattutto per credere nella città e contribuire nel proprio piccolo alla rinascita cittadina. Ovvio che i volumi di vendita estivi non sono paragonabili a quelli invernali ma i fratelli si organizzano il lavoro di conseguenza e riescono a gestire con efficienza la vendita e la produzione.

3.c Canali di vendita

Il fatturato della Nicole S.r.l. è sostanzialmente riconducibile a tre macro canali di vendita:

- Vendita al dettaglio
- Vendita ai rivenditori
- Produzione conto-terzi

La vendita al dettaglio

La vendita al dettaglio si racchiude in ulteriori tre sotto categorie: e-commerce, negozio fisico, fiere. Di queste tre sono le fiere e gli eventi in genere a dare il maggior contributo al fatturato totale d'impresa. L'e-commerce è il mezzo con più alto potenziale di crescita ma ancora c'è bisogno di tempo e di una strategia comunicativa appositamente implementata e il negozio fisico, come accennato nel paragrafo precedente, dà il suo gran contributo nel periodo invernale ma distribuito lungo tutto l'anno è di impatto ridotto. Anch'esso sarà coinvolto in un utilizzo più efficiente e redditizio, pensando a collaborazioni, eventi e spazio ufficio nel periodo di bassa affluenza di clientela.

La vendita ai rivenditori

Entriamo nel B2B, business to business. Lofio, soprattutto dagli ultimi anni, ha implementato una strategia di collaborazione con svariati negozianti nel territorio italiano. Sono veri e propri rivenditori che sono venuti a conoscenza del marchio attraverso il sito, i social ma soprattutto alle fiere. Essendo direttamente i produttori degli oggetti, la famiglia Lofio, riesce a fornire un servizio duttile ed efficiente ai propri rivenditori. Anche questo è un canale che ha grandi potenzialità soprattutto se pensiamo all'estensione al mercato estero.

Il prezzo di vendita è certamente ridotto rispetto al prezzo che viene attuato alla vendita al dettaglio perché le quantità sono più alte e il rischio della vendita viene ceduto al rivenditore che a sua volta necessita del proprio margine di contribuzione alla copertura dei costi fissi.

Produzione conto-terzi

Produrre conto-terzi significa creare prodotti sui quali poi viene applicato un marchio diverso da chi produce, oppure svolgere solo alcune fasi della filiera, ad esempio stirare, cucire, lavare ecc. Questa in sostanza era l'attività core dell'impresa madre della zia e che i giovani fratelli si sono portati dietro. È un segmento di attività che non gode di margini e in cui la concorrenza è estremamente spietata ma è ancora una fetta importante del fatturato di Nicole S.r.l. per due motivi principali: è un lavoro che tendenzialmente viene svolto nel periodo estivo, lontano dalle vendite al dettaglio e dagli appuntamenti fieristici, e secondo perché ci sono alcuni clienti storici della zia che Lofio ha mantenuto e con i quali ci sono sani e duraturi rapporti lavorativi. Con sani si intendono quei rapporti in cui il pagamento avviene secondo i tempi stabiliti e il prezzo di vendita non è ridotto al minimo sindacabile per il sostenimento della filiera e della buona artigianalità.

3.d La leva finanziaria

Lofio non ha rapporti con banche o finanziatori in genere. Per cui nello stato patrimoniale i debiti riguardano solamente debiti commerciali verso fornitori. Per adesso è una scelta voluta di Giuseppe di procedere con l'autofinanziamento, consapevole che quando sarà necessario fare un passo avanti in termini di dimensione e sviluppo dovrà relazionarsi con finanziatori, bancari e non che siano.

Questo atteggiamento restio verso il debito bancario viene essenzialmente dall'esperienza raccontata e vissuto dalla zia, la quale soprattutto nell'ultimo periodo di vita dell'impresa ha dovuto far fronte a impegni bancari difficili da gestire.

Sappiamo però che il capitale di credito bancario è necessario per l'implementazione di piani di sviluppo degni di questo nome e siamo pronti a prenderci le nostre responsabilità.

Frequentare un corso di laurea come questo, Amministrazione, Finanza e Controllo alla Luiss Guido Carli, da parte di Giuseppe ha come principale motivo la volontà di una preparazione sufficiente a prendere e gestire decisioni di questo tipo per la propria realtà.

Dopo queste ipotesi veniamo alla conclusione che in questo lavoro la visione asset side e equity side, di cui parlavamo nel capitolo precedente, vengono a equipararsi in significato dato che EBIT e EBT sono coincidenti. La Nicole S.r.l. non detiene nemmeno immobilizzazioni finanziarie a breve termine che possano fruttare interessi attivi.

3.e Immobilizzazioni materiali

In bilancio le immobilizzazioni materiali sono registrate per un valore di 3393,93 euro. Questo è il valore per cui la Nicole S.r.l. li ha acquistati dall'impresa della zia ma in questa cifra non traspare il fatto che lo scambio è avvenuto tra zia e nipoti. Possiamo riassumerlo come un dono perché il parco macchine ha un gran valore, o quanto meno superiore all'iscrizione in bilancio. Come spesso abbiamo già detto nella teoria, a volte il bilancio non è espressione coerente della realtà. Qui il valore è stato iscritto al costo iniziale ma considerando il fair value sarebbe tutt'altro.

Il parco macchine è composto dai seguenti macchinari:

- 3 rettilinee meccaniche finezza 7
- 3 circolari elettroniche
- 6 circolari meccaniche da guanti
- 1 pressa stiratrice
- 1 pressa stiratrice circolare per guanti
- 1 roccatrice a due teste
- 1 lavatrice industriale
- 2 asciugatrici industriali
- 1 taglia e cuci
- 1 macchina piana
- 1 rammagliatrice per polsini di guanti
- 1 peneratrice
- 1 compressore ad aria industriale

Fair value: € 50'000,00- € 70'000,00

3.f L'oggetto di valutazione e relativa motivazione

Adesso plasmiamo quanto detto fin qui al metodo di valutazione. Ovvero che oggetto di valutazione abbiamo? Abbiamo una società che rientra nella definizione di micro impresa secondo la legislazione italiana, classificazione che abbiamo discusso all'inizio del primo capitolo.

È una società che secondo l'ultimo bilancio approvato fattura € 104'278,01, non detiene capitale di credito da istituti bancari e vive, fino a questo punto, di autofinanziamento.

Inoltre gli assets immobilizzati dell'impresa hanno un valore di bilancio e di mercato notevolmente divergenti.

Vedremo dai bilanci che è una giovane realtà in gran crescita, il fatturato è variato positivamente di anno in anno e a percentuali spaventose. Certo il primo anno è considerato di assestamento, ma la differenza tra il secondo e il terzo fa ben sperare per il futuro.

Come abbiamo detto lungo lo svolgimento di questo lavoro per scegliere il metodo di valutazione è necessario comprendere due punti chiave:

1. L'oggetto di valutazione
2. Motivo di valutazione

Soffermiamoci sul secondo punto. Va da sé che lo scopo della valutazione ne modifica il risultato. Perché entrano in gioco pesi diversi per le considerazioni soggettive e anche perché varia il destinatario del risultato. Un conto è valutare per una cessione, per una fusione o per semplice curiosità. Il nostro caso è il terzo, ovvero curiosità e voglia di mettere in pratica la teoria studiata in un corso di laurea magistrale. In questo insieme rientra anche il “chi” effettua la valutazione, se un membro interno alle trame aziendali, esterno ma coinvolto, esterno e estraneo. Se sia il curatore fallimentare o il socio fondatore capiamo bene che è normale aspettarsi due risultati differenti dello stesso oggetto.

L'analista deve quindi sapere quale configurazione di valore sia più idonea rispetto alla finalità della valutazione. Di conseguenza, comprendere se la configurazione di valore sia riconducibile ad un valore di capitale economico piuttosto che ad uno di capitale potenziale. Una volta identificata la configurazione di valore obiettivo l'analista deve fare in modo che tutte le variabili che entrano in gioco nella stima siano coerenti con la logica adottata.

3.g I bilanci

Stato Patrimoniale e Conto Economico 2016

Data di stampa 04/09/2019

Pag. 1

NICOLE SRL					
Sede : VIA BOLOGNA, 101 PRATO 59100 PO					
Partita IVA	02364680971	Attività	A 141910	Confezioni varie e accessori per l'abbig	
Cod. Fiscale	02364680971				
STATO PATRIMONIALE DAL 19/05/2016 AL 31/12/2016					
ATTIVITA'		PASSIVITA'			
3	IMMOBILIZZAZIONI IMMATERIALI	2.773,42	4	IMMOBILIZZAZIONI MATERIALI	95,44
3 / 5	COSTI DI IMPIANTO E DI AMPLIAMENTO	1.813,84	4 / 20	ALTRI BENI MATERIALI	95,44
3 / 5 / 1	Costi di cost.tuz.e mod.statutarie	1.813,84	4 / 20 / 102	F.do amm.macchine ufficio elettron	95,44
3 / 20	CONCESSIONI, LICENZE, MARCHI, SIMILI	959,58	11	CREDITI DELL'ATTIVO CIRCOLANTE	639,81
3 / 20 / 4	Marchi	959,58	11 / 45	CREDITI TRIBUTARI ENTRO 12 MESI	639,81
4	IMMOBILIZZAZIONI MATERIALI	954,42	11 / 45 / 1	Erario c/IVA	639,81
4 / 20	ALTRI BENI MATERIALI	954,42	18	PATRIMONIO NETTO	40.000,00
4 / 20 / 2	Macchine ufficio elettroniche	954,42	18 / 5	CAPITALE	40.000,00
9	CLIENTI	532,94	18 / 5 / 4	Quote sociali	40.000,00
9 / 5	CLIENTI	532,94	20	FONDI PER RISCHI ED ONERI	658,00
11	CREDITI DELL'ATTIVO CIRCOLANTE	30.836,84	20 / 10	F.DI PER IMPOSTE	658,00
11 / 65	CREDITI VERSO ALTRI ENTRO 12 MESI	836,84	20 / 10 / 3	F.do imposte differite per IRES	658,00
11 / 65 / 1	Crediti v/Paypal	836,84	22	FORNITORI	3.119,97
11 / 70	CREDITI VERSO ALTRI OLTRE 12 MESI	30.000,00	22 / 5	FORNITORI	3.119,97
11 / 70 / 1	Socio Allocca Giuseppe sott no ric	15.000,00	23	DEBITI	4.027,09
11 / 70 / 2	Socio Allocca Sara c/solt non rich	15.000,00	23 / 30	DEBITI V/SOCI PER FIN.OLTRE 12 MESI	3.700,00
15	DISPONIBILITA' LIQUIDE	15.194,23	23 / 30 / 1	Soci c/finanziamento infruttifero	3.700,00
15 / 5	DEPOSITI BANCARI E POSTALI	11.258,83	23 / 65	ALTRI DEB.V/FORNITORI ENTRO 12 MESI	327,09
15 / 5 / 1	MPS CC 55485	11.258,83	23 / 65 / 3	Fatture da ricevere entro 12 mesi	327,09
15 / 15	DENARO E VALORI IN CASSA	3.935,40	25	RATEI E RISCONTI PASSIVI	206,15
15 / 15 / 1	Cassa Euro	3.935,40	25 / 5	RATEI PASSIVI	206,15
16	RATEI E RISCONTI ATTIVI	135,12	25 / 5 / 1	Ratei passivi	206,15
16 / 10	RISCONTI ATTIVI	135,12			
16 / 10 / 1	Risconti attivi	135,12			
	TOTALE ATTIVITA'	50.426,97		TOTALE PASSIVITA'	48.746,46
				UTILE D'ESERCIZIO	1.680,51

Il 2016 è stato l'anno dell'inizio, il primo anno della nuova società e la prima volta in cui Lofio diventa indipendente e svincolato da altre realtà con un maggior controllo delle risorse e dei risultati. È quindi un anno di assetto in cui il bilancio, che già non è visto come fonte specchio limpido della realtà, è ancora meno affidabile.

NICOLE SRL

Sede : VIA BOLOGNA, 101 PRATO 59100 PO

Partita IVA 02364680971
Cod. Fiscale 02364680971

Attività A 141910 Confezioni varie e accessori per l'abbig

CONTO ECONOMICO DAL 19/05/2016 AL 31/12/2016

COSTI		RICAVI		
27	COSTI MAT.PRIME,SUSS.,CONSUMO,MERCI	3.739,50	44 RICAVI DELLE VENDITE E DELLE PREST.	10.528,63
27 / 5	ACQUISTI DIVERSI	3.739,50	44 / 5 RICAVI DELLE VENDITE ITALIA	10.528,63
27 / 5 / 1	Materie prime	3.739,50	44 / 5 / 3 Ricavi per lavorazioni c/lavoro	1.705,27
29	COSTI PER SERVIZI	1.880,32	44 / 5 / 11 Corrispettivi	8.823,36
29 / 10	COSTI PER SERVIZI (COMMERCIALI)	386,70	47 ALTRI RICAVI E PROVENTI	0,70
29 / 10 / 10	Spese di pubblicita' e propaganda	386,70	47 / 5 ALTRI RICAVI E PROVENTI	0,70
29 / 15	COSTI PER SERVIZI (GENERALI)	1.493,62	47 / 5 / 15 Arrotondamenti attivi	0,70
29 / 15 / 11	Servizi vari commerciali	687,00		
29 / 15 / 39	INAIL amministratori	32,71		
29 / 15 / 47	Spese bancarie	575,43		
29 / 15 / 53	Servizi amministrativi e contabili	13,00		
29 / 15 / 54	Servizi e prestazioni rese da prof	138,59		
29 / 15 / 84	Altre spese documentate inded	33,00		
29 / 15 / 90	Canoni di assistenza	13,89		
35	AMMORTAMENTI E SVALUTAZIONI	788,79		
35 / 5	AMMORTAMENTO IMMOBILIZZ.IMMATERIALI	693,35		
35 / 5 / 1	Amm.costi di costit e mod.stat.	453,46		
35 / 5 / 17	Amm.marchi	239,89		
35 / 10	AMMORTAMENTO IMMOBILIZZ.MATERIALI	95,44		
35 / 10 / 18	Amm.macch.ufficio elettron.ded. 80	76,35		
35 / 10 / 98	Amm.altre immobilizz.mat.inded.	19,09		
38	ONERI DIVERSI DI GESTIONE	148,22		
38 / 5	ONERI DIVERSI DI GESTIONE	148,22		
38 / 5 / 16	Altre imposte deducibili	81,00		
38 / 5 / 18	Spese di cancelleria	67,22		
42	ALTRI ONERI	1.633,99		
42 / 5	ALTRI ONERI	1.633,99		
42 / 5 / 1	Minusval.straordinarie deducibili	1.633,99		
43	IMPOSTE SUL REDDITO DELL'ESERCIZIO	658,00		
43 / 5	IMPOSTE SUL REDDITO CORRENTI	658,00		
43 / 5 / 1	IRES	658,00		
	TOTALE COSTI	8.848,82	TOTALE RICAVI	10.529,33
	UTILE D'ESERCIZIO	1.680,51		

Stato Patrimoniale e Conto Economico 2017

Data di stampa 04/09/2019

Pag. 1

NICOLE SRL

Sede : VIA BOLOGNA, 101 PRATO 59100 PO

Partita IVA 02364680971

Attività A 141910 Confezioni varie e accessori per l'abbig

Cod. Fiscale 02364680971

STATO PATRIMONIALE DAL 01/01/2017 AL 31/12/2017

ATTIVITA'		PASSIVITA'			
3	IMMOBILIZZAZIONI IMMATERIALI	2.080,07	4	IMMOBILIZZAZIONI MATERIALI	1.284,33
3 / 5	COSTI DI IMPIANTO E DI AMPLIAMENTO	1.360,38	4 / 10	IMPIANTI E MACCHINARIO	1.000,00
3 / 5 / 1	Costi di costituz. e mod. statutarie	1.360,38	4 / 10 / 102	F.do amm. macchinari	1.000,00
3 / 20	CONCESSIONI, LICENZE, MARCHI, SIMILI	719,69	4 / 20	ALTRI BENI MATERIALI	284,33
3 / 20 / 4	Marchi	719,69	4 / 20 / 102	F.do amm. macchine ufficio elettron	284,33
4	IMMOBILIZZAZIONI MATERIALI	1.954,42	11	CREDITI DELL'ATTIVO CIRCOLANTE	2.756,17
4 / 10	IMPIANTI E MACCHINARIO	1.000,00	11 / 45	CREDITI TRIBUTARI ENTRO 12 MESI	2.756,17
4 / 10 / 2	Macchinari	1.000,00	11 / 45 / 1	Erario c/IVA	2.756,17
4 / 20	ALTRI BENI MATERIALI	954,42	18	PATRIMONIO NETTO	41.680,51
4 / 20 / 2	Macchine ufficio elettroniche	954,42	18 / 5	CAPITALE	40.000,00
9	CLIENTI	2.390,29	18 / 5 / 4	Quote sociali	40.000,00
9 / 5	CLIENTI	2.390,29	18 / 20	RISERVA LEGALE	84,02
11	CREDITI DELL'ATTIVO CIRCOLANTE	34.672,41	18 / 20 / 1	Riserva legale	84,02
11 / 5	ALTRI CRED. V/CLIENTI ENTRO 12 MESI	49,18	18 / 35	ALTRE RISERVE	1.596,49
11 / 5 / 5	Fatture da emettere	49,18	18 / 35 / 1	Riserva straordinaria	1.596,49
11 / 45	CREDITI TRIBUTARI ENTRO 12 MESI	1.220,32	20	FONDI PER RISCHI ED ONERI	3.538,00
11 / 45 / 3	Erario c/acconti IVA	562,32	20 / 10	F.DI PER IMPOSTE	3.538,00
11 / 45 / 8	Acconti IRES	658,00	20 / 10 / 3	F.do imposte differite per IRES	3.328,00
11 / 65	CREDITI VERSO ALTRI ENTRO 12 MESI	3.402,91	20 / 10 / 4	F.do imposte differite per IRAP	210,00
11 / 65 / 1	Crediti v/Paypal	1.815,13	22	FORNITORI	8.216,06
11 / 65 / 7	Crediti diversi entro 12 mesi	1.587,78	22 / 5	FORNITORI	8.216,06
11 / 70	CREDITI VERSO ALTRI OLTRE 12 MESI	30.000,00	23	DEBITI	5.210,77
11 / 70 / 1	Socio Allocca Giuseppe sott no ric	15.000,00	23 / 30	DEBITI V/SOCI PER FIN.OLTRE 12 MESI	3.700,00
11 / 70 / 2	Socio Allocca Sara c/sott non rich	15.000,00	23 / 30 / 1	Soci c/finanziamento infruttifero	3.700,00
15	DISPONIBILITA' LIQUIDE	32.067,21	23 / 65	ALTRI DEB. V/FORNITORI ENTRO 12 MESI	1.497,40
15 / 5	DEPOSITI BANCARI E POSTALI	24.545,25	23 / 65 / 3	Fatture da ricevere entro 12 mesi	1.497,40
15 / 5 / 1	MPS CC 55485	24.393,25	23 / 115	DEBITI TRIBUTARI ENTRO 12 MESI	13,37
15 / 5 / 5001	MPS CARTA PREPAGATA 0103096268831	152,00	23 / 115 / 5	Erario c/rit. Irpef redd.lav.auton.	13,37
15 / 15	DENARO E VALORI IN CASSA	7.521,96	25	RATEI E RISCOINTI PASSIVI	456,98
15 / 15 / 1	Cassa Euro	7.521,96	25 / 5	RATEI PASSIVI	456,98
16	RATEI E RISCOINTI ATTIVI	60,62	25 / 5 / 1	Ratei passivi	456,98
16 / 10	RISCOINTI ATTIVI	60,62			
16 / 10 / 1	Risconti attivi	60,62			
TOTALE ATTIVITA'		73.225,02	TOTALE PASSIVITA'		63.142,82
			UTILE D'ESERCIZIO		10.082,20

NICOLE SRL

Sede : VIA BOLOGNA, 101 PRATO 59100 PO

Partita IVA 02364680971
Cod. Fiscale 02364680971

Attività A 141910 Confezioni varie e accessori per l'abbig

CONTO ECONOMICO DAL 01/01/2017 AL 31/12/2017

COSTI		RICAVI			
27	COSTI MAT.PRIME,SUSS.,CONSUMO,MERCI	8.671,10	44	RICAVI DELLE VENDITE E DELLE PREST.	37.173,06
27 / 5	ACQUISTI DIVERSI	8.671,10	44 / 5	RICAVI DELLE VENDITE ITALIA	37.173,06
27 / 5 / 1	Materie prime	7.292,61	44 / 5 / 1	Vendite prod.finiti e merci Italia	103,12
27 / 5 / 4	Merci	1.192,00	44 / 5 / 3	Ricavi per lavorazioni cfavoro	11.158,57
27 / 5 / 29	Sconti,abb.,resi su altri acqu.att	42,70	44 / 5 / 11	Corrispettivi	25.911,37
27 / 5 / 34	Acquisti vari deducibili	143,59	47	ALTRI RICAVI E PROVENTI	0,26
29	COSTI PER SERVIZI	12.542,12	47 / 5	ALTRI RICAVI E PROVENTI	0,26
29 / 5	COSTI PER SERVIZI (INDUSTRIALI)	4.445,97	47 / 5 / 15	Arrotondamenti attivi	0,26
29 / 5 / 2	Spese di trasporto su vendite	1.503,83	52	ALTRI PROVENTI	219,00
29 / 5 / 7	Lavorazioni esterne	2.942,14	52 / 5	ALTRI PROVENTI	219,00
29 / 10	COSTI PER SERVIZI (COMMERCIALI)	2.186,83	52 / 5 / 5	Sopravv.attive straordinarie	219,00
29 / 10 / 1	Provvigioni su vendite	2.135,47			
29 / 10 / 15	Spese di rappres.indeducibili	51,36			
29 / 15	COSTI PER SERVIZI (GENERALI)	5.909,32			
29 / 15 / 11	Servizi vari commerciali	2.077,05			
29 / 15 / 39	INAIL amministratori	261,71			
29 / 15 / 45	Spese telefoniche (deducibili 80%)	142,22			
29 / 15 / 47	Spese bancarie	1.247,71			
29 / 15 / 54	Servizi e prestazioni rese da prof	2.017,08			
29 / 15 / 65	Serv.vari gener.e amministr.ded.	21,75			
29 / 15 / 84	Altre spese documentate inded.	67,30			
29 / 15 / 90	Canoni di assistenza	74,50			
35	AMMORTAMENTI E SVALUTAZIONI	1.882,24			
35 / 5	AMMORTAMENTO IMMOBILIZZ.IMMATERIALI	693,35			
35 / 5 / 1	Amm.costi di costit.e mod.stat.	453,46			
35 / 5 / 17	Amm.marchi	239,89			
35 / 10	AMMORTAMENTO IMMOBILIZZ.MATERIALI	1.188,89			
35 / 10 / 8	Amm.macchinari	1.000,00			
35 / 10 / 18	Amm.macch.ufficio elettron.ded. 80	150,71			
35 / 10 / 98	Amm.altre immobilizz.mat.inded.	38,18			
38	ONERI DIVERSI DI GESTIONE	640,83			
38 / 5	ONERI DIVERSI DI GESTIONE	640,83			
38 / 5 / 1	Tasse vidimazione libri	309,87			
38 / 5 / 17	Altre imposte indeducibili	24,70			
38 / 5 / 18	Spese di cancelleria	170,13			
38 / 5 / 26	Arrotondamenti passivi	0,73			
38 / 5 / 28	Diritti camerati (CCIAA)	100,40			
38 / 5 / 36	Altri oneri di gestione inded.	35,00			
39	ONERI FINANZIARI	35,83			
39 / 5	INTERESSI E ALTRI ONERI FINANZIARI	35,83			
39 / 5 / 1	Interessi passivi pag Iva trim	25,61			
39 / 5 / 12	Int.pass.su dilaz.di pagamento	10,22			
43	IMPOSTE SUL REDDITO DELL'ESERCIZIO	3.538,00			
43 / 5	IMPOSTE SUL REDDITO CORRENTI	3.538,00			
43 / 5 / 1	IRES	3.328,00			
43 / 5 / 2	IRAP	210,00			
	TOTALE COSTI	27.310,12		TOTALE RICAVI	37.392,32
	UTILE D'ESERCIZIO	10.082,20			

Stato Patrimoniale e Conto Economico 2018

Data di stampa 04/09/2019

Pag. 1

NICOLE SRL			
Sede : VIA BOLOGNA, 101 PRATO 59100 PO			
Partita IVA	02364680971	Attività A	141910 Confezioni varie e accessori per l'abbig
Cod. Fiscale	02364680971		

STATO PATRIMONIALE DAL 01/01/2018 AL 31/12/2018

ATTIVITA'			PASSIVITA'		
3	IMMOBILIZZAZIONI IMMATERIALI	1.865,06	4	IMMOBILIZZAZIONI MATERIALI	2.329,72
3 / 5	COSTI DI IMPIANTO E DI AMPLIAMENTO	906,92	4 / 10	IMPIANTI E MACCHINARIO	1.500,00
3 / 5 / 1	Costi di costituz. e mod. statutarie	906,92	4 / 10 / 102	F.do amm.macchinari	1.500,00
3 / 15	DIRITTI BREVETTO E UTILIZZAZIONE	478,34	4 / 20	ALTRI BENI MATERIALI	829,72
3 / 15 / 4	Programmi software in proprieta'	478,34	4 / 20 / 102	F.do amm.macchine ufficio elettron	829,72
3 / 20	CONCESSIONI,LICENZE,MARCHI,SIMILI	479,80	11	CREDITI DELL'ATTIVO CIRCOLANTE	2.286,29
3 / 20 / 4	Marchi	479,80	11 / 45	CREDITI TRIBUTARI ENTRO 12 MESI	2.286,29
4	IMMOBILIZZAZIONI MATERIALI	3.393,93	11 / 45 / 1	Erario c/IVA	2.286,29
4 / 10	IMPIANTI E MACCHINARIO	1.500,00	18	PATRIMONIO NETTO	51.762,71
4 / 10 / 2	Macchinari	1.500,00	18 / 5	CAPITALE	40.000,00
4 / 20	ALTRI BENI MATERIALI	1.893,93	18 / 5 / 4	Quote sociali	40.000,00
4 / 20 / 2	Macchine ufficio elettroniche	1.893,93	18 / 20	RISERVA LEGALE	588,13
9	CLIENTI	56.212,81	18 / 20 / 1	Riserva legale	588,13
9 / 5	CLIENTI	56.212,81	18 / 35	ALTRE RISERVE	11.174,58
11	CREDITI DELL'ATTIVO CIRCOLANTE	36.209,16	18 / 35 / 1	Riserva straordinaria	11.174,58
11 / 45	CREDITI TRIBUTARI ENTRO 12 MESI	3.538,00	22	FORNITORI	47.708,83
11 / 45 / 8	Acconti IRES	3.328,00	22 / 5	FORNITORI	47.320,31
11 / 45 / 11	Acconti IRAP	210,00	22 / 10	FORNITORI CEE	388,52
11 / 65	CREDITI VERSO ALTRI ENTRO 12 MESI	2.671,16	23	DEBITI	5.599,31
11 / 65 / 1	Crediti v/ Paypal	1.045,35	23 / 30	DEBITI V/SOCI PER FIN.OLTRE 12 MESI	3.700,00
11 / 65 / 7	Crediti diversi entro 12 mesi	1.625,81	23 / 30 / 1	Soci c/finanziamento infruttifero	3.700,00
11 / 70	CREDITI VERSO ALTRI OLTRE 12 MESI	30.000,00	23 / 65	ALTRI DEB.V/FORNITORI ENTRO 12 MESI	1.761,92
11 / 70 / 1	Socio Allocca Giuseppe sott no ric	15.000,00	23 / 65 / 3	Fatture da ricevere entro 12 mesi	1.761,92
11 / 70 / 2	Socio Allocca Sara c/sott non rich	15.000,00	23 / 115	DEBITI TRIBUTARI ENTRO 12 MESI	137,39
15	DISPONIBILITA' LIQUIDE	34.409,25	23 / 115 / 5	Erario c/rit.irpef redd.lav.auton.	137,39
15 / 5	DEPOSITI BANCARI E POSTALI	30.714,43	25	RATEI E RISCOI PASSIVI	190,35
15 / 5 / 1	MPS CC 55485	30.188,75	25 / 5	RATEI PASSIVI	190,35
15 / 5 / 5001	MPS CARTA PREPAGATA 0103096268831	625,68	25 / 5 / 1	Ratei passivi	190,35
15 / 15	DENARO E VALORI IN CASSA	3.694,82			
15 / 15 / 1	Cassa Euro	3.694,82			
16	RATEI E RISCOI ATTIVI	189,00			
16 / 10	RISCOI ATTIVI	189,00			
16 / 10 / 1	Risconti attivi	189,00			
22	FORNITORI	112,86			
22 / 10	FORNITORI CEE	112,86			
	TOTALE ATTIVITA'	132.392,07		TOTALE PASSIVITA'	109.877,21
				UTILE D'ESERCIZIO	22.514,86

NICOLE SRL

Sede : VIA BOLOGNA, 101 PRATO 59100 PO

Partita IVA 02364680971
Cod. Fiscale 02364680971

Attività A 141910 Confezioni varie e accessori per l'abbig

CONTO ECONOMICO DAL 01/01/2018 AL 31/12/2018

COSTI		RICAVI		
27	COSTI MAT.PRIME,SUSS.,CONSUMO,MERCI	38.758,18	44 RICAVI DELLE VENDITE E DELLE PREST.	104.278,01
27 / 5	ACQUISTI DIVERSI	38.758,18	44 / 5 RICAVI DELLE VENDITE ITALIA	99.996,01
27 / 5 / 1	Materie prime	36.198,01	44 / 5 / 1 Vendite prod.finiti e merci Italia	18.175,89
27 / 5 / 3	Materie di consumo	2.240,75	44 / 5 / 3 Ricavi per lavorazioni c/lavoro	50.734,60
27 / 5 / 34	Acquisti vari deducibili	319,42	44 / 5 / 11 Corrispettivi	31.085,52
29	COSTI PER SERVIZI	34.674,19	44 / 10 RICAVI DELLE VENDITE ESTERO	4.282,00
29 / 5	COSTI PER SERVIZI (INDUSTRIALI)	13.914,07	44 / 10 / 1 Vend.prodotti finiti e merci ester	4.282,00
29 / 5 / 2	Spese di trasporto su vendite	1.792,35	47 ALTRI RICAVI E PROVENTI	11,02
29 / 5 / 7	Lavorazioni esterne	10.325,39	47 / 5 ALTRI RICAVI E PROVENTI	11,02
29 / 5 / 11	Energia elettrica uso industriale	1.451,07	47 / 5 / 15 Arrotondamenti attivi	11,02
29 / 5 / 13	Acqua e gas	345,26	49 ALTRI PROVENTI FINANZIARI	8,09
29 / 10	COSTI PER SERVIZI (COMMERCIALI)	10.177,65	49 / 5 ALTRI PROVENTI FINANZIARI	8,09
29 / 10 / 1	Provvigioni su vendite	1.351,78	49 / 5 / 19 Interessi su rimborsi IRAP	8,09
29 / 10 / 30	Spese per fiere	8.421,01		
29 / 10 / 31	Spese ristoranti e alberghi soci	404,86		
29 / 15	COSTI PER SERVIZI (GENERALI)	10.682,47		
29 / 15 / 8	Sp.viaggio,vitto,all.dipend.ded.	37,09		
29 / 15 / 11	Servizi vari commerciali	1.120,50		
29 / 15 / 24	Manut./ripar.su altri beni propri	741,79		
29 / 15 / 25	Manut./ripar.su altri beni di terz	2.800,00		
29 / 15 / 39	INAIL amministratori	261,73		
29 / 15 / 45	Spese telefoniche (deducibili 80%)	529,42		
29 / 15 / 46	Spese telefoniche ind (20%)	132,35		
29 / 15 / 47	Spese bancarie	1.621,31		
29 / 15 / 53	Servizi amministrativi e contabili	1.439,92		
29 / 15 / 54	Servizi e prestazioni rese da prof	1.288,75		
29 / 15 / 55	Spese per consulenza del lavoro	200,18		
29 / 15 / 84	Altre spese documentate inded.	409,43		
31	COSTI PER GODIMENTO BENI DI TERZI	3.657,44		
31 / 5	LEASING,LOCAZIONI,NOLEGGI,LICENZE	3.657,44		
31 / 5 / 15	Canoni d'affitto negozio	3.657,44		
33	COSTI PER IL PERSONALE	400,00		
33 / 25	ALTRI COSTI	400,00		
33 / 25 / 99	Altri costi del personale	400,00		
35	AMMORTAMENTI E SVALUTAZIONI	2.197,90		
35 / 5	AMMORTAMENTO IMMOBILIZZ.IMMATERIALI	1.152,51		
35 / 5 / 1	Amm.costi di costit e mod.stat.	453,46		
35 / 5 / 12	Amm.software in proprieta'	459,16		
35 / 5 / 17	Amm.marchi	239,89		
35 / 10	AMMORTAMENTO IMMOBILIZZ.MATERIALI	1.045,39		
35 / 10 / 8	Amm.macchinari	500,00		
35 / 10 / 12	Amm.macchine ufficio elettroniche	354,51		
35 / 10 / 18	Amm.macch.ufficio elettron.ded. 80	152,70		
35 / 10 / 98	Amm.altre immobilizz.mat.inded.	38,18		
38	ONERI DIVERSI DI GESTIONE	956,35		
38 / 5	ONERI DIVERSI DI GESTIONE	956,35		
38 / 5 / 1	Tasse vidimazione libri	309,87		
38 / 5 / 8	Imposta sulla pubblicita'	16,00		
38 / 5 / 17	Altre imposte indeducibili	0,22		

NICOLE SRL

Sede : VIA BOLOGNA, 101 PRATO 59100 PO

Partita IVA 02364680971

Attività A 141910 Confezioni varie e accessori per l'abbig

Cod. Fiscale 02364680971

CONTO ECONOMICO DAL 01/01/2018 AL 31/12/2018

COSTI		RICAVI	
38 / 5 / 23	Contributi assoc.sind.e di categ.	410,00	
38 / 5 / 26	Arrotondamenti passivi	0,04	
38 / 5 / 28	Diritti camerali (CCIAA)	164,66	
38 / 5 / 34	Sopravvenienze passive ordinarie	55,56	
39	ONERI FINANZIARI	138,20	
39 / 5	INTERESSI E ALTRI ONERI FINANZIARI	138,20	
39 / 5 / 1	Interessi passivi pag Iva trim	44,82	
39 / 5 / 12	Int.pass.su dilaz di pagamento	84,50	
39 / 5 / 13	Interessi passivi di mora	0,21	
39 / 5 / 14	Interessi ed oneri su altri debiti	8,67	
42	ALTRI ONERI	1.000,00	
42 / 5	ALTRI ONERI	1.000,00	
42 / 5 / 5	Erogazioni liberali deducibili	1.000,00	
TOTALE COSTI		81.782,26	TOTALE RICAVI
UTILE D'ESERCIZIO		22.514,86	104.297,12

3.h La valutazione

Dopo tutte le considerazioni che abbiamo fatto attraverso i primi due capitoli, soprattutto il secondo, arriviamo alla valutazione della micro impresa oggetto di tesi: Nicole S.r.l. proprietaria del marchio Lofio.

Il nostro approccio sarà quello finanziario con un'aggiunta di analisi patrimoniale.

Non utilizzeremo quello reddituale perché dà troppa importanza al tasso di crescita g (growth rate) e nell'impresa come quella oggetto è inutilizzabile data la sua grandezza. Dato che il primo anno è stato di assestamento il g_1 (tra il primo e il secondo anno) è enorme, così come il g_2 (tra il secondo e il

terzo). Questa grande crescita del secondo anno però è effettivamente economica dato che è stato l'anno in cui Lofio ha cominciato a cercare i rivenditori che nel periodo invernale sono stati una fetta di fatturato molto importante e che soprattutto erano assenti tutti gli anni precedenti.

Input	
Rf	1,32%
Bunlev	43,00%
D/E	0,00%
MRP	9,02%
Tax Rate	30,00%

Ecco di seguito alcuni calcoli necessari per la determinazione del costo del capitale WACC.

Il tasso Risk free è stato preso da <http://www.dt.tesoro.it> in cui vengono espressi i rendimenti dei titoli di stato italiano.

Il Beta unlevered dal link <https://www.infrontanalytics.com/fe-it/30374EI/Servizi-Italia-S-p-A-/Beta>.

Il debito su equity è pari a zero dati i motivi espressi in precedenza di assenza di rapporti con finanziatori esterni.

Il Market Risk Premium è stato rilevato da <http://www.market-risk-premia.com/it> e il tax rate è considerato al 30% non solo a livello teorico ma a seguito di un calcolo del risultato d'esercizio ante imposte e le imposte relative pagate che sono stati 30%, 29% e 29% negli anni 2016, 2017, 2018.

Vediamo che dopo i calcoli effettuati il costo del capitale wacc è equivalente al K_e , costo dell'equity per l'assenza di debito nell'impresa. Il risultato è un costo del capitale del 5,20%, che utilizzeremo per attualizzare i flussi.

Di seguito il riassunto dei flussi di cassa dell'impresa.

LOFOIO	2016	2017	2018	2019	2020
Fatturato	10.528,63 €	37.173,06 €	104.278,01 €	108.449,13 €	112.787,10 €
<i>growt rate</i>				4%	4%
Costi MP, Consumo, Merci	2.245,88 €	2.761,78 €	28.175,71 €	29.302,74 €	30.474,85 €
Costi per servizi diretti	1.880,32 €	12.542,12 €	34.674,12 €	36.061,08 €	37.503,53 €
Tot Costi varibili diretti	4.126,20 €	15.303,90 €	62.849,83 €	65.363,82 €	67.978,38 €
Margine di contribuzione	6.402,43 €	21.869,16 €	41.428,18 €	43.085,31 €	44.808,72 €
Costi generali	1.493,62 €	5.909,32 €	10.582,41 €	11.005,71 €	11.445,93 €
Oneri diversi di gestione	148,22 €	640,83 €	956,35 €	994,60 €	1.034,39 €
Accantonamenti e svalutazioni	- €	- €	- €	- €	- €
Tot Costi Generali diretti	1.641,84 €	6.550,15 €	11.538,76 €	12.000,31 €	12.480,32 €
Margine operativo lordo EBITDA	4.760,59 €	15.319,01 €	29.889,42 €	31.085,00 €	32.328,40 €
Ammortamenti materiali	95,44 €	1.188,99 €	1.045,39 €	1.087,21 €	1.130,69 €
Ammortamenti immateriali	693,35 €	693,35 €	1.152,51 €	1.198,61 €	1.246,55 €
Accantonamento TFR	- €	- €	- €	- €	- €
TOT Ammortamenti	788,79 €	1.882,34 €	2.197,90 €	2.285,82 €	2.377,25 €
Reddito operativo EBIT	3.971,80 €	13.436,67 €	27.691,52 €	28.799,18 €	29.951,15 €
Oneri diversi di gestione	148,22 €	640,83 €	956,35 €	994,60 €	1.034,39 €
Oneri finanziari	- €	35,83 €	138,20 €	143,73 €	149,48 €
Altri oneri	1.633,99 €	- €	1.000,00 €	1.040,00 €	1.081,60 €
TOT oneri	1.782,21 €	676,66 €	2.094,55 €	2.178,33 €	2.265,47 €
Reddito ante imposte EBT	2.189,59 €	12.760,01 €	25.596,97 €	26.620,85 €	27.685,68 €
Imposte	658,00 €	3.538,00 €	7.097,34 €	7.381,23 €	7.676,48 €
FCF	1.531,59 €	9.222,01 €	18.499,63 €	19.239,62 €	20.009,20 €
NPV	56.918,93 €				

Il 2019 e il 2020 sono dei flussi prospettici, assumendo un tasso di crescita stabile del 4%. Esso è frutto di due considerazioni: la prima riguarda il principio della prudenza e del non innalzare troppo le prospettive future e la seconda più fondata e analitica. Vedendo i risultati finora ottenuti nell'esercizio del 2019 si nota che sono allineati a quelli del 2018. Il fatto è che per questo tipo di impresa tutto può accadere perché, dati alla mano, il 65% del fatturato annuo è realizzato nei mesi di ottobre, novembre e dicembre. Però restando in linea con un approccio teorico abbiamo previsto una crescita del fatturato del 4% e una proporzionalità prevista dei costi.

Calcoliamo poi il Net Present Value come somma delle attualizzazioni dei flussi di cassa secondo il tasso del costo del capitale wacc, ed il risultato è di € 56'918,93

Applicando fino in fondo le regole del DCF (discounted cash flow) avremmo un risultato del genere

WACC	5,20%
g (Perpetuity growth rate)	4,0%
Tax rate (Theoretical)	30%
Cumulated Net Available Cash Flows	68.502,06 €
Terminal Value	846.080,52 €
PV of Terminal Value	673.545,40 €
Enterprise Value	742.047,46 €
Equity Value	742.047,46 €

Con il wacc e il tax rate calcolati precedentemente e il tasso g al 4% otteniamo un Cumulated Net Available Cash Flows come somma dei flussi di cassa al netto di costi, ammortamenti e imposte.

Applicando la formula del Terminal Value di

$$TV = (FCF_{medio} \cdot (1+g)) / (Wacc-g)$$

Otteniamo un equity value, quindi un Enterprise Value di € 742'047,46.

Il present value del TV è stato calcolato moltiplicando il TV per il Discount factor che risulta essere dato dalla formula seguente:

$$Df = 1 / ((1+wacc)^{4,5})$$

4,5 è il Time factor dato che l'analisi è su 5 anni.

Conclusioni

Applicando il metodo finanziario l'impresa Nicole S.r.l. proprietaria del marchio Lofio risulta avere un valore di € 742'047,46.

Vorrei andare oltre in questo lavoro traendo un valore applicando un metodo misto tra il finanziario e il patrimoniale.

Sicuramente nelle successive righe ci sarà spazio per affermazioni soggettive, mosse dal valore morale delle cose, ma l'autore cercherà di placarle il più possibile.

Il Net Present Value (NPV) ovvero il valore attuale dei flussi di cassa su cinque anni calcolato nel paragrafo precedente da un valore di € **56'918,93**. Questo non può essere il totale del valore che sarebbe collegato esclusivamente ai flussi di cassa derivanti dai bilanci.

Applichiamo in base a quanto studiato fin qui alcune rettifiche.

Intanto il valore degli assets materiali quali i macchinari e tutte le strutture tra cui gli impianti messi a punto per svolgere l'intera filiera produttiva.

Il marchio Lofio ha un valore riconosciuto a Prato e in Italia dato dai seguaci social e fisici che ogni anno si incontrano alle fiere ed eventi. Un oggetto marchiato con un label del genere acquisisce un valore che non è riconducibile ai soli € 479 di iscrizioni in bilancio nello stato patrimoniale, per questa è effettivamente la cifra spesa per il trasferimento dalla vecchia azienda alla nuova, ma in questi numeri sono incluse la relazione nipote-zia e soprattutto il legittimo merito in capo a Giuseppe per aver dato il via al marchio e averlo fatto crescere.

Proseguiamo con il valore che il tempo e il lavoro ha dato al marchio Rilana, sempre più sotto il cappello unico di Lofio ma riconosciuto in Italia e di grande impatto comunicativo, con logo registrato e sito.

Altro asset intangibile ma fondamentale è la rete di relazioni che nel tempo son state create, in primi il pacchetto clienti nuovi e storici da quando lavorava la zia. Che ha dato a Lofio la nomea in Prato come unica realtà produttrice di guanti. E la preziosissima rete di rapporti tra realtà pratesi artigiane e soprattutto quelle dei cenciaioli. I quali sono sempre restii ad aprire le porte a estranei per preservare la rete di clienti già creata. Visione chiusa? Probabilmente sì, ma ad ora a Prato la realtà è questa.

Quindi se Lofio riesce a relazionarsi con questi ed avere i filati rigenerati al proprio servizio è grazie ad una costruita e duratura relazione, iniziata negli anni 80 dallo zio, certamente intangibile, certamente non misurabile ma presente.

Ci sono una serie di progetti nati nelle ultime settimane che stanno nascendo ma che ancora non sono manifestati in risultati economici nel bilancio 2019. Non so se ci siano strumenti economici per misurarli ma se un probabile investitore si inserisse nel capitale di rischio, l'autore di questo lavoro, nonché sostenitore diretto di tale progetti, li metterebbe nel pacchetto e andrebbero ad incrementare il lavoro.

I progetti essenziali sono:

Turismo industriale. Già implementato e fin dagli inizi mostra avere una potenza vertiginosa.

Monologhi per l'Italia. Giuseppe, di passione teatrante, ha scritto e preparato un monologo teatrale che parla di Lofio e di rigenerazione. Ha una serie di date (15 per adesso) in Italia tra festival, eventi e teatri per portare in giro il monologo e il marchio.

Il terzo è l'implementazione del parco macchine con un o due macchinari per sfociare nella produzione di maglie, ma questo è ancora troppo embrionale per essere affrontato nel dettaglio.

In tutto questo c'è il ruolo centrale del fondatore, Giuseppe, che si trova ad essere un perno comunicativo per l'impresa. Perno che l'eventuale investitore si troverà ad apprezzare.

Per non parlare delle capacità relazionali della sorella Sara e dell'esperienza nel settore della maglieria, ormai trentennale della madre e delle zie. Che non sono attualmente dipendenti dirette dell'impresa ma gravitano intorno con i propri racconti e se vanno oltre con il loro contributo vengono retribuite con il sistema dei voucher. È in programma nel breve futuro l'assunzione di almeno una di loro.

Altro aspetto determinante che ha fatto riflettere molto nell'ultimo periodo l'autore di questo lavoro è la potenzialità di crescita.

È altissima. In questo lavoro l'abbiamo considerata al 4% e costante ma ci sono alcune considerazioni da fare. La maggior parte delle imprese italiane sappiamo essere in piedi e essere fruttifere per due motivi principali: le esportazioni e la vendita online. Sono tantissimi gli esempi di imprese che hanno sopravvissuto alla crisi per anche uno solo di questi due canali.

Adesso l'autore si rivela e continuerà scrivendo in prima persona.

Se ci pensiamo Lofio non ha né l'uno e né l'altro canale. Il sito vende poco e solo nei periodi freddi e all'estero il fatturato è sotto il 5%. Non è questa la sede per descrivere l'esplosione di lavoro che potrebbe incontrare la giovane impresa se si implementasse energie in uno o entrambi i canali. Lofio vive, bene, ma solo per l'offline, canale ormai quasi obsoleto.

Ritengo che l'offline, per quanto obsoleto, sia fondamentale per una storia come la nostra che punta sulla differenziazione, sul buono lavoro e sulla lentezza. Sul raccontare storie e farle viverle per superare la semplicità dell'oggetto. Quindi questo canale non lo abbandoneremo mai.

Ma abbiamo già cominciato a conoscere persone e entrarvi in relazione per un supporto nello sviluppo soprattutto del fronte online.

Continuando a parlare di valore, ci sono due i due oggetti della prima linea del parco prodotti di Lofio che non possono essere considerati come semplice cappello o sciarpa: il Ganzo e lo Sciarpello. Oggetti che escono dal cerchio della classicità dell'accessorio invernale e, rimanendone comunque ancorati, spiccano tra tutti gli altri. E non possiamo nemmeno immaginare quello che Lofio potrà ancora partorire in futuro.

Abbiamo trattato Lofio come una micro impresa, quale è, e con un certo distacco ma la conclusione è una: Lofio, che nel nome ricorda il centrismo di una sola persona (l'io che lo fa) è il risultato di una famiglia e della sua tradizione. Che come in altre tantissime micro realtà italiane apportano tutto il valore che può creare.

Concludo dicendo che per quanto mi sembrava forsennato il risultato di € 742'047,46 per la valutazione della nostra Lofio, dopo tutte queste riflessioni ritengo che se un investitore volesse ottenere il 50% della società, forse potremmo accontentarci di € 371'023,73 (esattamente la metà) ma faremo di tutto per farci dare € 363.603,25.

Vi state chiedendo perché? Perché è il necessario per ottenere il 49%.

Giuseppe Allocca
Socio e Amministratore di Lofio

Bibliografia

- Fabio Giulio Grandis e Federica Palazzi – La valutazione del capitale economico delle PMI, Giappichelli Editore, 2017
- Rapporto Cerved PMI 2017
- Rapporto Cerved PMI 2018
- Marchini, L'approccio tipologico allo studio della piccola impresa, in Rivista italiana di ragioneria e di economia aziendale, gen-feb 2002, p.54.
- Parlamento Europeo. Note sintetiche sull'Unione Europea, 2017.
- Istat, ottobre 2017
- Istat. Annuario statistico. Commercio estero e attività internazionali delle imprese. Edizione 2017
- Gino Zappa, Reddito d'impresa, Giuffrè Editore, Milano, 1937
- Pietro Onida, La logica e il sistema delle rilevazioni quantitative d'azienda.
- Luigi Guatri, La valutazione delle aziende, III Edizione, Giuffrè, Milano, 1987, p.17
- Fabio Pavan, Tesi di laurea: Banca-Pmi: criticità della valutazione, Ca' Foscari, AA 2013/14
- Elena Rovai, Tesi di laurea: L'azienda familiare nel mercato internazionale dell'agroalimentare: strategie di crescita e percorsi di sviluppo, Università di Pisa, AA2014/15
- Coa Giuseppe, Tesi di laurea: Le PMI italiane nell'ultimo triennio. Dai distretti all'industria 4.0, Luiss Guido Carli, AA 2016/17
- Francesco Maria Primiero, Tesi di laurea: Il rischio dimensionale per le pmi. Misurazione e aggiustamento dell'impatto sul costo del capitale, Luiss Guido Carli, AA 2014/2015
- Fabrizia di Russo, Tesi di laurea: Dinamiche evolutive delle PMI italiane, Luiss Guido Carli, AA 2017/18
- IVSC – International Valuation Standard Council. Principi internazionali di valutazione 2013
- Note sintetiche dell'Unione Europea 2019. Piccole medie imprese
- Luca Di Penta, Tecniche di valutazione delle attività e passività delle PMI. Il caso. 2016
- Angelo Miglietta, Dario Peirone, Flavio Servato, Le PMI italiane e l'innovazione: un'analisi degli strumenti per finanziare al loro crescita, 2011.
- Stefano Giraldi e Guidalberto Gagliardi, La valutazione di una PMI con il metodo "unlevered discounted cash flow", 2007
- Luciana Canovi, Alessandro Giovanni Grasso, Valeria Venturelli. Il fabbisogno di capitale di rischio delle PMI innovative in Italia. Agosto, 2007
- Pitti Immagine, Il settore tessile moda italiano nel 2018-2019
- Jonathan Berk e Peter DeMarzo, Corporate Finance
- Codice Civile Italiano
- Consob, Testo Unico della Finanza
- Tuir, testo unico delle imposte sui redditi
- Programma percorso didattico Operazioni straordinarie e valutazione d'azienda, Eugenio Pinto, Marco Leone, Materiale didattico

Sitografia

- <https://www.donzelli.com.hk/it/2018-small-business-act-for-europe-sba-scheda-informative-italia/>
- http://www.dt.tesoro.it/export/sites/sitodt/modules/documenti_it/debito_pubblico/dati_statistici/Tasso_Medio_allxEmissione_dei_Titoli_di_Stato_x1990-2019x.pdf
- <https://www.infrontanalytics.com/fe-it/30374EI/Servizi-Italia-S-p-A-/Beta>
- <http://www.market-risk-premia.com/it.html>
- http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html

Grazie

*“Per fare più degli altri, devi fare più degli altri”
(Beppe Allocca)*