



DIPARTIMENTO DI IMPRESA E MANAGEMENT

CATTEDRA DI FINANZA AZIENDALE

Metodi per la valutazione aziendale: analisi del settore energetico.

Prof. Pierluigi Murro

Relatore

Alessandro Nasti

Candidato
Matricola: 250561

ANNO ACCADEMICO 2020/2021

Indice

Indice	1
Introduzione	2
 CAPITOLO 1	
1.1. INTRODUZIONE ALLA MATERIA	3
1.2. FINALITA' PER CUI SI STIMA IL VALORE ECONOMICO DEL CAPITALE.....	4
1.3. VALUTAZIONE DELL' AZIENDA CON RIFERIMENTO A SPECIFICI MOMENTI DI VITA.....	6
1.4. GLI APPROCCI VALUTATIVI: EQUITY SIDE E ASSET SIDE.....	11
1.5. LE LEVE DEL VALORE: I FLUSSI ECONOMICI E I FLUSSI FINANZIARI.....	13
1.6. LE LEVE DEL VALORE: IL TASSO.....	15
1.6.1. CAPITAL ASSET PRICING MODEL.....	17
1.6.2 WACC.....	18
1.7. LE LEVE DEL VALORE: L'ORIZZONTE TEMPORALE.....	19
1.7.1 PERIODO ANALITICO DEL PIANO.....	21
 CAPITOLO 2	
I METODI DI VALUTAZIONE D'AZIENDA	
2.1. VISIONE GENERALE DEI METODI VALUTATIVI.....	23
2.2. METODI BASATI SUI FLUSSI DI RISULTATO.....	25
2.2.1. METODO FINANZIARIO.....	25
2.2.2. METODO REDDITUALE.....	29
2.3. DIVIDEND DISCOUNTED MODEL.....	30
2.4. METODI PATRIMONIALI.....	31
2.5. METODI MISTI.....	38
2.6. METODI DEI MULTIPLI.....	39
 CAPITOLO 3	
VALUTAZIONE DELLE AZIENDE NEL SETTORE ENERGETICO.	
3.1. DESCRIZIONE DEL SETTORE ENERGETICO.....	43
3.2. PRESENTAZIONE PLAYER DEL SETTORE.....	49
3.3. VALUTAZIONE DI ENEL S.P.A. MEDIANTE IL METODO DEL DCF.....	50
3.4. VALUTAZIONE DI ENEL S.P.A. MEDIANTE IL METODO DEI MULTIPLI.....	57
3.5. VALUTAZIONE DI ENI S.P.A. MEDIANTE IL METODO DEI MULTIPLI.....	59
 Conclusione.....	60
 Bibliografia.....	61
 Sitografia.....	61

INTRODUZIONE

La valutazione é una stima di valore, una perizia che, seguendo determinati criteri e metodi, mira a determinare il valore dell'azienda quanto più precisamente è possibile. Si tratta di un'operazione tutt'altro che semplice. In certi casi é la legge stessa che impone la valutazione dell'azienda, in altri casi invece si tratta di un'operazione volontaria.

La valutazione aziendale rappresenta uno degli argomenti più complessi e appassionanti che ho incontrato nel mio percorso di laurea triennale in Economia e Management, e che mi ha incuriosito rispetto all'applicazione pratica dei concetti appresi. Fornisce nozioni in merito a diversi campi economici oltre ad essere utile nel farci un'idea di come il modo evolverà.

L'elaborato si suddivide in tre capitoli, che guideranno il lettore alla comprensione dell'argomento trattato:

- Il primo capitolo introdurrà i vari step che devono essere seguiti per giungere a una valutazione corretta ed attendibile della azienda. Verranno discussi i due principali approcci valutativi: "equity side" ed "asset side" e di conseguenza i vari flussi e tassi di sconto da applicare a seconda dell'approccio preso in considerazione. Questo capitolo offre una panoramica di base per comprendere i fattori più importanti nella valutazione.
- Il secondo capitolo entra nel dettaglio descrivendo i metodi di valutazione maggiormente utilizzati. Verrà posta l'attenzione soprattutto ai metodi del DCF e dei multipli di borsa, che saranno anche quelli utilizzati per la valutazione delle società del settore "Energy e Utilities" nel terzo capitolo.
- L'ultimo capitolo si concentra, nei primi paragrafi, nella presentazione del settore energetico dove si evidenzierà un'attenzione sempre più importante da parte delle società verso le rinnovabili. Successivamente verranno analizzati i due principali player del settore in Italia: Eni S.p.a ed Enel S.p.a. Verrà prima analizzata Enel S.p.a. con il metodo del Discounted Cash Flow e poi verranno confrontate entrambe con il metodo dei multipli.

1.1. INTRODUZIONE ALLA MATERIA

<La valutazione aziendale è divenuta una componente fondamentale ed irrinunciabile nel bagaglio delle conoscenze di imprenditori, manager, operatori finanziari e professionisti solo negli ultimi anni.

La valutazione può esser richiesta al fine di stimare il valore di una società o di una parte di essa in vista di possibili operazioni straordinarie (es. acquisto, cessione, fusione)¹. La stima viene domandata dagli attuali azionisti per stimare il più precisamente possibile la strategia di uscita (exit strategy) o dal potenziale compratore per soppesare la sua offerta.

Indipendentemente dal fatto che la relazione di stima sia estesa o meno a parti diverse dal committente, essa deve mantenere la sua portata informativa, il che equivale a dire che deve avere una validità generale. Ciò vale sia per la valutazione d'azienda che per i singoli beni.

Il processo deve essere presentato con massima trasparenza affinché, qualsiasi sia il destinatario, possa comprendere le basi dell'impianto valutativo nella sua completezza. La prospettiva valutativa può interessare l'azienda nella sua interezza oppure sue specifiche componenti: un ramo, un'unità organizzativa, singoli beni.

La stima del valore d'azienda non viene effettuata su base ricorrente. Sicuramente non viene riportata nella predisposizione del bilancio d'esercizio, la cui finalità è di informare sulla situazione economica, finanziaria e patrimoniale per un determinato periodo amministrativo.

<Il valore d'azienda dipende, qualunque sia l'approccio utilizzato, più dalle prospettive che dallo status quo². Si pensi ad una start-up che con ogni probabilità chiuderà i primi anni di vita in perdita, ciò non significa che il suo valore sia pari a zero ma incorporerà l'originalità dell'idea imprenditoriale e la forza del modello di business.

Oggetto di determinazione non è quindi il capitale di bilancio quanto il valore effettivo del capitale che, in economia aziendale, viene chiamato "*capitale economico*".

Il suddetto lavoro di determinazione del valore del capitale economico si rivolge all'esperto, il quale riceve l'incarico di valutare l'azienda in particolari occasioni o momenti della sua vita. Va sottolineato come il capitale economico sia un valore unitario, mentre amministratori e manager sono interessati talvolta a scomporre tale valore nelle singole componenti ("*capitale di gestione*").

Il valutatore svolge compiti diversi anche rispetto all'analista finanziario. Quest'ultimo effettua una stima per suggerire all'investitore, spesso suo cliente, un determinato comportamento nell'investimento (vendere, mantenere, acquistare), <mentre il valutatore si pone solitamente in una posizione neutrale rispetto alle varie parti; l'analista si basa prevalentemente sull'informativa pubblicata ufficialmente, laddove il valutatore ha accesso a tutta l'informativa direzionale (contabilità, analitica, budget, business plan)>³.

¹ www.lumsa.it, I metodi di valutazione d'azienda.

² Manuale di valutazione d'azienda - Capitolo 1 - Il paradigma valutativo (McGraw-Hill) -2020

³ Manuale di valutazione d'azienda - Capitolo 1 - Il paradigma valutativo (McGraw-Hill) -2020

1.2. FINALITA' PER CUI SI STIMA IL VALORE ECONOMICO DEL CAPITALE

Le finalità per cui viene richiesta la stima del capitale economico sono riconducibili alle seguenti operazioni:

- Modifiche dell'assetto proprietario
- Analisi del valore
- Stesura del bilancio
- Quotazione nei mercati finanziari

-La prima finalità si rivolge a tutti quei casi in cui cambia la compagine aziendale e il valutatore assume il ruolo di garante tra i contrapposti interessi delle parti. Si tratta di operazioni in cui l'assetto proprietario viene a mutare e perciò sono definite straordinarie.

Nelle attività che suppongono la fusione o acquisizione di aziende, si ricorre essenzialmente al metodo del Discounted Cash Flow (DCF) e al metodo dei multipli di transazioni comparabili.

<In tali contesti le valutazioni svolgono in genere, in una prima fase iniziale, una funzione strumentale nella negoziazione tra potenziali compratori e venditori>⁴. I prezzi poi effettivamente negoziati nei deal trovano invece la propria giustificazione nel cosiddetto “*valore strategico*” che un'impresa può attribuire per uno specifico acquirente o nella presenza di più potenziali acquirenti interessati a definire l'operazione.

Una volta acquisito il controllo, infatti, l'investitore potrà dedicarsi attivamente alla gestione dell'azienda e quindi il valore che le attribuirà dipenderà dall'interesse strategico, dai piani futuri che intende implementare e dalle molteplici sinergie ricavabili dall'integrazione di differenti realtà industriali. <Si parla in questi casi di “premio di acquisizione”, che corrisponde alla differenza positiva di prezzo che un investitore industriale è disposto a riconoscere rispetto ad un investitore che assume una partecipazione di minoranza>⁵.

-La seconda finalità è inerente alla necessità di smembrare il valore dell'azienda in funzione di unità interne (per esempio, aree strategiche di affari o società partecipate) o esterne (per esempio, concorrenti, fornitori, distributori), al fine di riuscire ad incrementare le sinergie già esistenti o crearne di nuove. Per questo non basta conoscere il valore nella sua entità complessiva, ma comprendere anche come esso si modifica in funzione delle molteplici opzioni strategiche.

In questo campo il valutatore deve essere abile nel riuscire a realizzare analisi di scenario, simulazioni e prove di sensibilità in modo da essere in grado di rispondere alle molteplici domande che gli verranno poste da chi sta soppesando le modifiche dell'assetto strategico e societario.

⁴ <https://it.readkong.com/page/guida-alla-valutazione-listing-guides-6322522> , Guida alla valutazione, 2004.

⁵ <https://it.readkong.com/page/guida-alla-valutazione-listing-guides-6322522> , Guida alla valutazione, 2004.

<All'analisi del valore possono essere ricondotte anche alcune valutazioni di turnaround ovvero di supporto alla ristrutturazione di imprese in crisi>⁶.

-Con la terza finalità, le valutazioni di supporto alla stesura del bilancio, si stima il capitale economico in modo da confrontarlo con il capitale di bilancio e, attraverso questo confronto, verificare che il secondo non sia superiore al primo.

Più recentemente, a seguito di nuovi orientamenti dei principi contabili internazionali e nazionali, per alcune voci di bilancio è richiesta l'approvazione di criteri di stima che sono nati e sono stati sviluppati nel campo della valutazione d'azienda. Si pensi al c.d. *impairment test* con il quale il valore che si attribuisce all'avviamento è determinato stimando il capitale economico delle unità di business elementari e confrontandolo con il prezzo che è stato corrisposto in sede di acquisizione. In questo caso specifico la relazione di stima diventa un documento probatorio citato a richiamo nella nota integrativa e quindi inserita tra gli allegati al bilancio.

-<La valutazione propedeutica ad un'operazione di quotazione in borsa ha l'obiettivo di contribuire al processo di pricing dei titoli da collocare presso gli investitori>⁷. Dalla razionalità con il quale l'intero processo è gestito dipende il successo dell'operazione e in parte l'immagine della società quotanda nei confronti dei potenziali investitori e di tutti gli altri stakeholder (creditori, clienti, dipendenti, fornitori, ecc.). Anche nei procedimenti di quotazione, la valutazione della società si effettua applicando tipicamente il metodo finanziario e dei multipli di mercato, tuttavia, rispetto alle operazioni di M&A, presenta alcune tipiche caratteristiche:

- <assenza di qualsiasi premio per il controllo, dal momento che il processo di quotazione in borsa generalmente non prevede la cessione totale dell'impresa, ma solo l'ingresso di nuovi soci finanziari per supportare un nuovo ciclo di sviluppo;
- assenza di potenziali sinergie (si tratta evidentemente di un investimento finanziario e non industriale). >⁸

Quando si valuta un'azienda prossima alla quotazione in borsa assume importanza il metodo dei multipli, che consente un veloce e sintetico confronto fra società nello stesso settore.. Nelle IPO gli investitori

⁶ Manuale di valutazione d'azienda - Capitolo 1 - Il paradigma valutativo (McGraw-Hill) -2020

⁷ <https://it.readkong.com/page/guida-alla-valutazione-listing-guides-6322522>, Guida alla valutazione, 2004.

⁸ <https://it.readkong.com/page/guida-alla-valutazione-listing-guides-6322522>, Guida alla valutazione, 2004.

istituzionali basano tipicamente le loro decisioni di investimento proprio sul confronto dei multipli della società quotanda con quelli delle principali società comparabili; l'utilizzo dei multipli rappresenta infatti il percorso più veloce e semplice per valutare un'azienda non avendo a disposizione il relativo piano industriale.

L'applicazione dei metodi di valutazione permette di ricavare il valore del capitale economico della società quotanda (il cosiddetto "fair value"), a cui tipicamente viene applicato uno sconto, definito come "IPO discount". Tale sconto viene quantificato sulla base delle indicazioni che le banche responsabili del collocamento ottengono dagli investitori istituzionali e trova giustificazione nel fatto che, in sua assenza, sarebbe consigliabile investire in titoli di società con caratteristiche simili o analogo profilo di rischio, ma già presenti sul mercato.

Nelle IPO infatti vengono offerti agli investitori titoli di società con un'equity story nuova, che si avvalgono di un management solitamente non noto alla comunità finanziaria, mentre nel caso di una società già quotata le asimmetrie informative sono minime a causa degli obblighi di comunicazione verso il mercato finanziario e dall'attività di research svolta dagli analisti.

Le dimensioni dell'IPO dipenderanno da diversi fattori quali: la capacità della società di generare utili in termini prospettici, dalla struttura finanziaria e dalla corporate governance e dalla connessione tra il mercato azionario e il settore di appartenenza; oltre a variabili esterne quali la concorrenza, dall'andamento di titoli recentemente quotati in borsa, dall'entità del flottante e dal generale contesto economico e di fiducia degli investitori. In generale, una valutazione prudente a lungo andare può essere considerata più proficua di una valutazione ottenuta in seguito a condizioni di mercato e di settore particolarmente favorevoli.

Considerando che nel lungo termine il mercato sconterà adeguatamente tutte le aspettative dell'azienda, è necessario che la valutazione eviti di incorporare gli effetti di una condizione favorevole di mercato di breve periodo.

1.3. VALUTAZIONE D' AZIENDA CON RIFERIMENTO A SPECIFICI MOMENTI DI VITA

A differenza di ciò che avviene nell'ambito valutativo riferito alla redazione del bilancio d'esercizio, in cui si osservano valori certi (ad es. fatturato, costi documentati da fattura) o stimati (ad es. fondi spese) e in caso di valutazione d'azienda non è possibile determinare valori oggettivi, ma solo valori realistici. Per questo

motivo, prima di procedere con la valutazione, per ottenere un valore coerente e obiettivo, è necessario considerare diversi punti:

- *Lo scopo della valutazione.*

Cambiamenti dello scopo valutativo devono comportare modifiche delle metodologie di valutazione, nonché del valore a cui si giunge. Il valore dell'azienda è perciò un valore *relativo*, non unico né assoluto, poiché influenzato delle esigenze aziendali per le quali viene quantificato e perché il valutatore mantiene un discreto margine di soggettività nella valutazione, comunque circoscritto da alcuni principi imposti dalla legge.

Questi principi riguardano l'attendibilità delle stime, la neutralità delle valutazioni, l'unitarietà e significatività dei dati interni ed esterni, il grado di analiticità, l'indipendenza e la professionalità del valutatore, che deve essere obiettivo, corretto e riservato.

- *La natura dell'azienda.*

I metodi utilizzati per la stima variano a seconda del tipo di impresa considerata. Per esempio, un'impresa che possiede un elevato grado di patrimonializzazione, presenterà elevati investimenti materiali. Al contrario, un'impresa attiva nel settore terziario, presenterà molti asset intangibili. Si può intuitivamente assodare che le aziende appena citate necessitano di metodi valutativi differenti: la prima dovrebbe essere valutata attraverso il metodo patrimoniale, la seconda con un metodo preferibilmente finanziario o basato sui multipli.

- *Il ciclo di vita dell'azienda.*

Il valore di un'azienda è legato in gran parte alla sua capacità di generare flussi di cassa positivi nel tempo; tale capacità varia a seconda dello stadio di vita in cui l'azienda si trova. Le valutazioni presentano molte meno difficoltà nelle fasi di consolidamento di un'impresa, grazie alla presenza di dati storici e informazioni inerenti ai risultati aziendali e la maggior disponibilità di aziende comparabili a quella in oggetto, che rendono il processo valutativo più completo, veritiero e meno soggettivo. Inoltre, la fase del ciclo di vita in cui si trova l'impresa nel momento di valutazione, influenza la scelta del metodo utilizzato per valutarla. Infatti, nelle fasi iniziali, non è consigliabile utilizzare il metodo dei multipli, sia a causa dello scarso numero di imprese comparabili, sia perché le variabili che si utilizzano all'interno del modello si basano su grandezze quali i ricavi e gli utili, che nella fase iniziale di un'impresa sono spesso negativi. Tali grandezze che compaiono al denominatore, non rispettando il dominio della funzione, rendono tale modello non applicabile.

Il ciclo di vita di un'azienda può essere suddiviso in cinque fasi:

– *Start up.*

Questa fase rappresenta lo stadio iniziale della vita di un'impresa, quando il prodotto/servizio non ha ancora avuto un riscontro da parte del mercato. L'azienda effettua un numero scarso di operazioni e non sono presenti molti *comparables*. Le informazioni disponibili sono limitate, dunque le stime che si andranno a compiere corrono il rischio di essere inaffidabili.

– *Sviluppo.*

In questa fase l'azienda si sarà posizionata in uno specifico spazio del mercato di riferimento, riuscendo a creare una propria rete clientelare. I ricavi iniziano ad aumentare velocemente, anche se non vanno esclusi periodi ancora in perdita. I dati e le informazioni di cui l'azienda dispone non sono ancora sufficienti a causa della poca storia operativa e dei cambiamenti del settore. Inoltre, le aziende comparabili, trovandosi nella stessa fase di vita, non sono affidabili e devono fronteggiare le medesime problematiche dell'impresa oggetto di valutazione.

– *Crescita.*

Si tratta di un'area eterogenea, al cui interno si individuano aziende in costante movimento, con spostamenti anche lungo percorsi differenti ma di sviluppo. I ricavi e gli utili crescono molto velocemente, anche se i secondi non alla stessa velocità dei primi. A questo punto le operazioni passate sono sufficienti al fine di fornire informazioni utili alla valutazione. Inoltre, il numero di *comparables* è diventato ormai stabile e affidabile in quanto è possibile osservare imprese simili in diversi stadi del ciclo di vita. La presenza di assetti in crescita presuppone l'utilizzo di più tassi di attualizzazione per il periodo posto sotto osservazione. L'utilizzo di più tassi può dunque riguardare diversi periodi che compongono la costruzione, impostazioni e scenari diversi. Per quanto riguarda la stima dei flussi, possono essere stimati sui singoli business. La determinazione del flusso complessivo, relativo al portafoglio dei business principali, avviene per somma di parti.

– *Mantenimento.*

Questa è l'area delle imprese con caratteristiche di sostanziale stabilità. Gli utili e i flussi di cassa continuano a crescere rapidamente, grazie anche agli investimenti effettuati in passato. La necessità di dover effettuare nuovi investimenti cala. Sul piano della determinazione e stima dei tassi, la presenza di asset stabili presuppone l'utilizzo di un unico tasso di attualizzazione per l'intero periodo sottoposto a osservazione (WACC), considerate le condizioni di costanza che contraddistinguono questa fase di vita. Le operazioni correnti ora, a dispetto di quanto accadeva nelle fasi di vita precedenti, dove la fonte del valore era basata sulla crescita futura attesa, forniscono sufficienti informazioni per quantificare il valore dell'azienda e per prevedere quali saranno le prospettive future, grazie anche alla presenza di numerose informazioni reperibili dai dati storici. Le *comprables* sono numerose e si trovano nella medesima fase di vita.

– *Declino.*

La decrescita è uno stato più o meno prolungato di compressione dei ricavi, a cui si può associare spesso una riduzione più o meno pronunciata di risultati economici e finanziari. Le vendite così come gli utili decrescono poiché il business dell'impresa è ormai maturo ed il mercato, saturo. La società ha sempre meno bisogno di nuovi investimenti, poiché gli investimenti correnti continuano a creare flussi. Il valore dell'azienda è dunque totalmente legato alle attività correnti. Le *comprables* sono ridotte e, spesso, si trovano nello stesso stadio di declino dell'impresa oggetto di valutazione. Così come nella fase di crescita, per la stima dei tassi, la presenza di assetti in decrescita può presupporre l'utilizzo di uno o più tassi di attualizzazione per il periodo sottoposto a osservazione, in presenza di caratteristiche di decrescita, declino e crisi.

Per sintetizzare possiamo affermare che, la capacità dell'azienda di produrre reddito influisce sulla scelta del metodo di stima. Per esempio, non è consigliabile valutare un'azienda con metodi reddituali se questa è in perdita da anni, poiché il risultato presenterebbe un valore negativo e non affidabile.

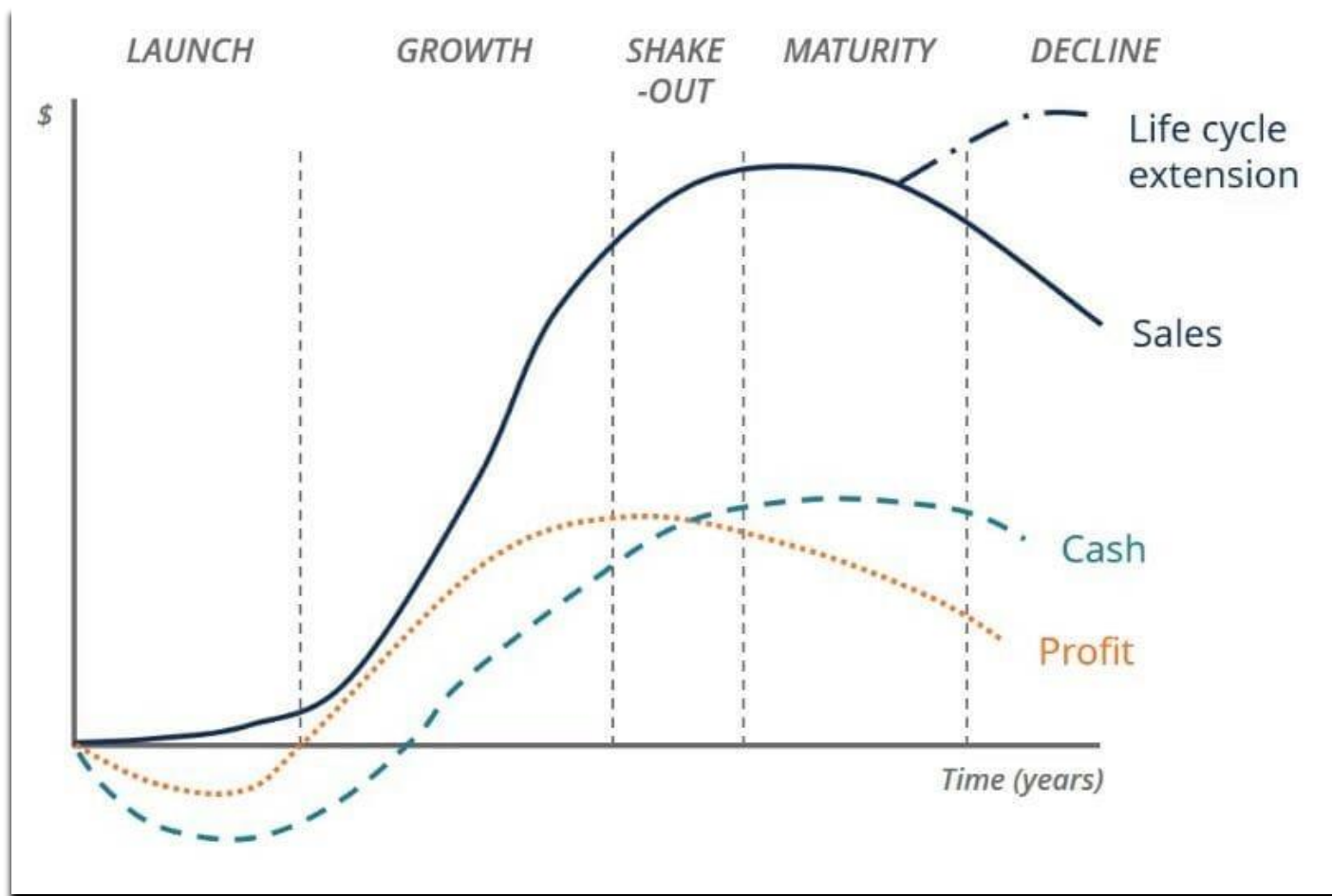


FIGURA 1. Andamento dei profitti, flussi di cassa e vendite nelle diverse fasi del ciclo di vita di un'azienda.

1.4. GLI APPROCCI VALUTATIVI: EQUITY SIDE ED ASSET SIDE

Nelle valutazioni di azienda, di rami di azienda e di partecipazioni societarie, oggetto della valutazione è il patrimonio netto (equity), cioè i diritti dei portatori di capitale di rischio.

Alla valutazione del patrimonio netto si ci può giungere attraverso due approcci:

- L'approccio "*equity side*" consiste nel valutare direttamente il patrimonio netto (Equity value, cioè valore azionario), sulla base di dati di input riferibili agli azionisti.

Con tale approccio si considerano i flussi finanziari che spettano ai soli azionisti (FCFE= free cash flow to equity); il tasso di attualizzazione dei flussi tiene conto solamente del costo del capitale proprio, questo è il CAPM.

FREE CASH FLOW TO EQUITY	
Free cash flow operativo	
-	Interessi passivi e altri oneri finanziari
-	Pagamento dividendi
+	Proventi finanziari
+	Negoziare nuovi debiti
-	Rimborso debiti in scadenza
+	Aumenti di capitale sociale a pagamento
-	Rimborsi di capitale sociale
=	Free cash flow to equity (FCFE)

- Nell'approccio "*asset side*" si valuta il valore dell'Equity in modo indiretto. Consiste nel valutare dapprima il capitale operativo investito netto, cioè l'investimento effettuato nei business aziendali (ottenendo l'Enterprise value), e poi separatamente il valore degli investimenti accessori e il valore della posizione finanziaria netta per ricavare, sommandoli algebricamente all'Enterprise value, il valore del PN (patrimonio netto).

FREE CASH FLOW OPERATIVO

Ebit
- Imposte sul risultato operativo
= Nopat
+ Ammortamenti
+ Svalutazioni, accantonamenti ed altri costi non monetari
= Autofinanziamento netto
± Variazione del Capitale circolante netto commerciali (CCNc)
- Variazione dei fondi
= Flusso di cassa operativo corrente (FCOC)
- Investimenti riferibili all'area operativa
+ Disinvestimenti riferibili all'area operativa
= Free cash flow operativo

Con questo approccio si opera nell'ottica di stimare il capitale investito nell'impresa, indipendentemente da come l'impresa è finanziata. <I flussi finanziari considerati nel calcolo del *discounted cash flow* (DCF) sono quelli a disposizione di tutti i finanziatori dell'impresa, sia di capitale proprio che di terzi, si tratta in questo caso del "Free cash flow">⁹.

Il tasso di attualizzazione dei flussi è il costo medio ponderato del capitale, sia proprio che di terzi, questo è il WACC.

I due approcci differiscono per il percorso che conduce al valore azionario, ma non dovrebbero condurre a valori diversi. Il presupposto teorico dal quale affrontare il problema è il teorema di Modigliani-Miller, secondo la cui formulazione più semplice sotto le ipotesi di assenza di tasse, costi del dissesto, asimmetrie informative e in un mercato efficiente, il valore degli investimenti operativi di un'impresa non dipende dal modo con il quale essi sono finanziati, ma soltanto dai flussi di risultato operativi e dal rischio operativo del business.

Gli effetti della struttura finanziaria sul valore delle aziende induce a suddividere il procedimento valutativo in due fasi:

1. La stima dell'Enterprise Value, ossia dell'investimento operativo, che non dipende dal modo in cui l'impresa è finanziata alla data di riferimento, ma solo dai risultati attesi e dai rischi del business.
2. La stima della Posizione Finanziaria Netta che determina come, alla data di riferimento, l'Enterprise Value viene allocato tra i creditori finanziari e gli azionisti.

⁹ Manuale di valutazione d'azienda - Capitolo 1 - Il paradigma valutativo (McGraw-Hill) -2020

In un processo di acquisizione è normale valutare l'investimento operativo dell'impresa target e, separatamente ragionare sulla configurazione della struttura finanziaria, così pervenendo da un lato al prezzo da proporre agli azionisti e dall'altro alle somme da investire per la ristrutturazione delle passività finanziarie.

Negli ultimi anni si è quindi ampiamente diffuso l'approccio asset side, il cui punto di forza è scomporre il procedimento valutativo, sottolineando le singole componenti e il percorso di formazione dell'Equity Value.

1.5. LE LEVE DEL VALORE: I FLUSSI ECONOMICI E I FLUSSI FINANZIARI

Nella prospettiva della creazione del valore, l'utilità economica prospettica si sostanzia in flussi futuri, la cui qualità e quantità determinano il valore del capitale economico.

Per la stima del valore dell'azienda i flussi determinati andranno attualizzati a un tasso appropriato.

Il concetto di *valore economico*, viene oggi prevalentemente analizzato nella prospettiva della creazione del valore. Un investimento crea valore quando il rendimento da esso ricavabile risulta superiore al rendimento che lo stesso capitale potrebbe generare se impiegato in investimenti alternativi con le stesse caratteristiche di rischio.

Con riferimento all'azienda, la creazione di valore assume il significato di accrescimento della ricchezza a disposizione ed è funzione della capacità dell'azienda di generare in ottica prospettica flussi di risultato.

L'analisi del valore presuppone, quindi, l'esame in ottica prospettica di tre dimensioni tra loro correlate: reddituale, di rischio e temporale.

L'analisi di tali dimensioni si traduce nella stima dell'insieme delle leve del valore economico di un'azienda:

- I flussi prospettici;
- Il tasso di capitalizzazione/attualizzazione;
- L'orizzonte temporale di previsione.

Un ruolo centrale è assunto dagli andamenti futuri della gestione aziendale e la stima del valore economico è legata alla corretta interpretazione e previsione delle prospettive aziendali.

Il valore di un'azienda deve essere stimato in funzione della sua capacità di generare valore in futuro. Ciò significa che, indipendentemente da come viene misurato il valore, bisogna prevedere i flussi di risultato futuri. Quando le previsioni riguardano i flussi economici i metodi di valutazione d'azienda sono detti “*reddituali*”, mentre, se si utilizzano i flussi di cassa i metodi sono detti “*finanziari*”.

La conoscenza approfondita dell'azienda e dei singoli business consente di affrontare efficacemente la previsione quantitativa dei flussi. Nella fase di quantificazione, i flussi dovrebbero essere determinati, tra l'altro, tenendo conto della loro distribuzione temporale così da riflettere il valore economico del tempo.

Nell'analisi della dinamica dei flussi, il conto economico e il rendiconto finanziario sono in grado di fornire una puntuale rappresentazione degli andamenti di tutte le aree gestionali tra le quali è possibile ricordare quella caratteristica, corrente e non corrente, quella finanziaria, quella degli investimenti extra-caratteristici. Ai fini di determinazione dei flussi attesi occorre generalmente, escludere l'area gestionale occasionale e straordinaria perché contraddistinta da eventi sporadici e inusuali. Occorre evidenziare come, nei processi di valutazione, sia necessario sempre collegare la scelta tra la variante asset side e quella equity side, così come quella tra attualizzazione dei flussi economici o dei flussi finanziari.

Il Principio Italiano di Valutazione (PIV) suggerisce la preferenza, in linea generale, per i flussi economici attesi in condizioni di tendenziale stabilità, mentre descrive i vantaggi dei flussi finanziari in condizioni di tendenziale discontinuità gestionale

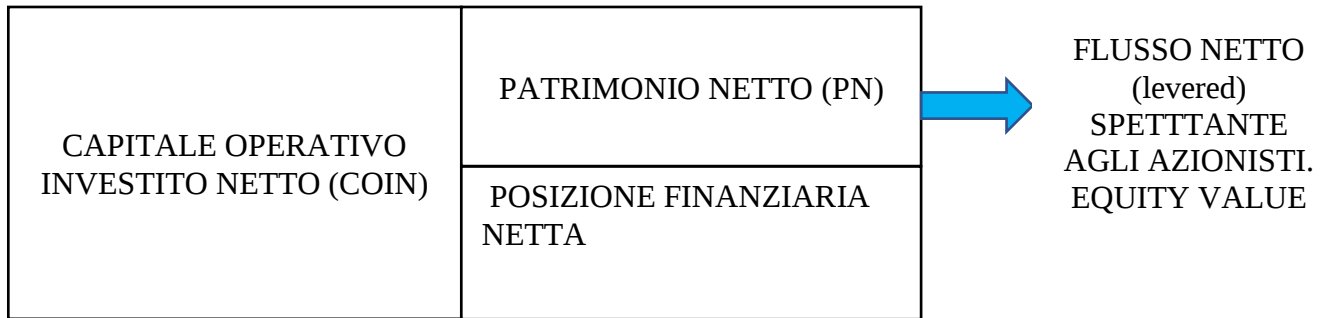
Adottando la metrica *asset side*, occorre considerare il risultato operativo disponibile decurtato dalle imposte. Qualora l'azienda sia indebitata, nel computo delle imposte è opportuno altresì tener conto degli effetti fiscali legati all'indebitamento. Il risultato indica la remunerazione del capitale investito dai finanziatori.

Sulla base della metrica *equity side*, invece, la grandezza economica da considerare è il flusso netto spettante agli azionisti.

Secondo la metrica asset side occorre calcolare il Capitale Operativo Investito Netto (COIN).

Il COIN si correla ai flussi operativi prospettici. In questa metrica, si prendono quindi in considerazione i flussi operativi, ai fini della stima del valore aziendale (enterprise value).

Secondo la metrica equity side, invece, bisogna quantificare il flusso netto spettante agli azionisti.



FLUSSO OPERATIVO (unlevered)
ENTERPRISE VALUE

La tabella evidenzia come, ai fini della stima del valore economico aziendale, l'adozione di due differenti metriche, asset side o equity side, implica la determinazione di diverse tipologie di configurazione del flusso di risultato atteso. Inoltre, giova sottolineare che tali metriche si ricongiungono rispetto all'equity value, qualora all'enterprise value sia sottratto il valore corrente della Posizione Finanziaria Netta (PFN), determinato alla data di valutazione.

1.6. LE LEVE DEL VALORE: IL TASSO

Nell'applicare il metodo di valutazione basato sui flussi di cassa, rappresenta una scelta fondamentale la determinazione del tasso di attualizzazione poiché una sua stima non corretta può condurre a risultati fuorvianti al fine della quantificazione del valore economico dell'azienda.

I flussi aziendali disponibili a istanti di tempo futuri devono essere trasferiti a oggi, ossia attualizzati.

Il valore dell'attività aziendale si ricava attualizzando la sequenza di flussi futuri che la società sarà in grado di produrre, in un unico importo esigibile alla data di valutazione, T_0 .

All'interno di tale processo, il tasso di attualizzazione (detto anche tasso di sconto) è un elemento fondamentale.

Il tasso è indicato come quel parametro capace di rendere vera la seguente equazione:

$$F_{T0} = F_{T1}/(1+r)$$

Nell'operazione di attualizzazione, il flusso futuro dovrà essere “ridotto” anche in ragione della sua rischiosità. In generale, più il rischio è alto, più si abbassa il valore attuale del flusso ovvero la stima della convenienza dell'investimento rispetto alle alternative.

Nell'ottica della valutazione di azienda, trattandosi sempre di flussi rischiosi, il modello valutativo dovrà tenere conto della remunerazione monetaria del tempo (price of time), aggiustata per la remunerazione del rischio (price of risk).

In presenza di una sequenza di flussi con scadenze diverse, è richiesta una struttura per scadenza di tassi di attualizzazione. Il valore attuale della sequenza flussi è pertanto ottenuto sommando i valori attuali dei singoli flussi, ricavati scontando ciascun flusso di cassa al tasso relativo alla scadenza corrispondente. Tuttavia, l'identificazione di due tassi diversi complica il processo di stima, amplificando la discrezionalità insita nella valutazione. Pertanto, è consigliabile un approccio semplificato, che si basa sull'utilizzo di un unico tasso di attualizzazione medio per scontare tutti i flussi della sequenza.

$$F_{t0} = \frac{F_{t1}}{(1+r)^1} + \frac{F_{t2}}{(1+r)^2}$$

<Il tasso di attualizzazione medio “r” dovrà rispettare la struttura per scadenza media della sequenza dei flussi. Pertanto, r dovrà essere stimato sulla *duration* dei flussi, calcolata come media degli istanti futuri ponderati per i relativi flussi.>¹⁰

Nel caso di flussi privi di rischio, è opportuno l'utilizzo di un tasso *risk free*.

Le caratteristiche di un tasso privo di rischio dovrebbero essere le seguenti:

- a) Non deve esserci un rischio di default
- b) Non deve esserci incertezza sui tassi di rendimento a cui sono reinvestiti i flussi intermedi.

Come tasso privo di rischio, solitamente viene utilizzato il tasso di interesse di un titolo di Stato zero coupon.

L'utilizzo di zero coupon elimina l'incertezza sul reinvestimento dei flussi intermedi.

A livello operativo, tale tasso può essere ricavato attraverso rendimenti di obbligazioni tripla A.

¹⁰ Manuale di valutazione d'azienda - Capitolo 5 - Il paradigma valutativo (McGraw-Hill) -2020

1.6.1. CAPITAL ASSET PRICING MODEL

Il Capital Asset Pricing Model è il frutto dello studio di tre economisti: Lintner (1965), Mossin (1964), e Sharpe (1964). È fondato sull'ipotesi che la varianza del rendimento di un titolo sia un'appropriata misura della sua rischiosità.

Il CAPM evidenzia come il rischio sia costituito da due componenti: il *rischio specifico* e il *rischio sistematico*. Il primo, peculiare di ogni azione, può essere eliminato formando un portafoglio ben diversificato; il secondo, deriva dalle variazioni dell'intero mercato e viene stimato come rapporto, definito beta, tra la covarianza dei rendimenti dell'azione valutanda (r_i) e del portafoglio di mercato (r_m) e la varianza dei rendimenti del portafoglio di mercato. In simboli:

$$\beta = \frac{Cov(r_i; r_m)}{\sigma^2(r_m)}$$

Il coefficiente β_i indica la sensibilità dell'andamento del singolo investimento all'andamento del mercato degli investimenti nel suo complesso ed esprime quindi il grado di esposizione dello specifico investimento al rischio sistematico.

Il *costo del capitale proprio*, mediante il CAPM, può essere calcolato grazie alla seguente formula:

$$K_e = r_f + \beta \cdot (r_m - r_f)$$

Dove:

r_f = tasso risk free

β = *coefficiente beta*

r_m = rendimento del mercato

r_i = *rendimento del titolo*

Il *costo del debito* misura l'onere, al netto dell'effetto fiscale, sostenuto dall'impresa per l'acquisizione di risorse finanziarie sotto forma di capitale di credito. Il costo del capitale di debito (K_d) è influenzato dai seguenti fattori:

1. L'andamento dei tassi di interesse
2. Il rischio di credito dell'azienda valutanda

Il primo punto riguarda la politica monetaria condotta dal Paese dove opera l'impresa e la disponibilità di capitali presenti nel mercato. Il punto numero due indica il rischio insolvenza e il rating associato a un'impresa.

Le aziende in base al rischio di credito vengono divise in due grandi gruppi:

-investment grade (a basso rischio di default)

-high yield grade

Possiamo determinare il costo del debito come somma dei tassi privi di rischio a medio-lungo termine e il default spread che misura il rischio di default di una determinata azienda. Quindi il costo del debito è dato dalla seguente formula:

$$K_d = r_f + \text{default spread}$$

1.6.2. IL COSTO MEDIO PONDERATO DEL CAPITALE (WACC)

Il Weighted Average Cost of Capital (WACC) rappresenta il tasso da utilizzare nel caso di un approccio asset side.

Il WACC è il costo che l'azienda deve sostenere per impiegare risorse finanziarie provenienti dai soci e da terzi finanziatori. In pratica esso è la media ponderata di due tassi: il costo del capitale proprio (K_e) e il costo del debito (K_d). I pesi di tale media sono rappresentati dalla struttura finanziaria dell'impresa, in formula:

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

L'aliquota fiscale "t" è presente nella formula poiché gli interessi passivi sono fiscalmente deducibili per l'impresa e quindi $K_d(1-t)$ è il costo del debito al netto delle imposte.

Per quanto riguarda la stima del costo del capitale proprio e del costo del capitale di debito, si rimanda ai paragrafi precedenti. Gli elementi su cui bisogna porre l'attenzione sono i pesi. Secondo le teorie più

accreditate la struttura finanziaria da selezionare ai fini della determinazione del costo del capitale, non sarebbe quella esistente al momento della valutazione ma bensì quella cui razionalmente l'impresa dovrebbe tendere in futuro. Inoltre i pesi dovrebbero basarsi su valore di mercato.

1.7. LE LEVE DEL VALORE: L'ORIZZONTE TEMPORALE

La valutazione del capitale economico d'impresa può essere effettuata con diversi procedimenti, molti dei quali richiedono di provvedere all'attualizzazione dei risultati che si ipotizza la data azienda produrrà negli anni a venire. Tali risultati, vanno rappresentati in un piano (*business plan*), che costituisce uno degli strumenti della base informativa da organizzare, tramite l'analisi fondamentale, per pervenire alla definizione del valore economico dell'impresa.

Esame del processo di costruzione del business plan, il quale richiede:

- a) L'individuazione delle leve determinanti del valore.
- b) La ragionata previsione del loro comportamento nel futuro.

L'analisi di cui al punto a) è necessaria affinché il piano possa tenere conto dei fattori determinanti del valore ed esprimere, nel modo più efficace possibile, almeno quelli più rilevanti (key drivers) nei flussi prospettici. Solamente così i flussi prospettici del piano saranno coerenti con le prospettive di valore della data azienda.

Una volta rintracciate le leve chiave per l'azienda a cui si riferisce il business plan passiamo al punto b) che si pone il problema di effettuare una ragionata previsione sul loro comportamento futuro. Si tratta in questo caso, di entrare nel vivo delle stime, con tutte le difficoltà di tradurre l'andamento atteso di queste leve nei flussi e nei rischi attesi.

Va ricordato che non è sempre possibile operare una previsione puntuale di tutte le leve, traducendo in termini quantitativi il loro andamento atteso.

Nella base informativa un ruolo centrale è rivestito dall'analisi strategica, che riguarda l'evoluzione dell'ambiente esterno, con riferimento all'andamento dell'economia (quadro macroeconomico) e ai cambiamenti dello specifico settore di riferimento in cui opera l'azienda da valutare. Vanno ricercate le possibilità di posizionamento nel nuovo scenario competitivo, alla luce della prevedibile evoluzione dei volumi della domanda e dei prezzi e, più in generale, delle prospettive di attrattività del settore.

La porzione della base informativa che si occupa di queste variabili fornisce gli elementi propedeutici a definire la proiezione delle vendite attese, determinante per la fondatezza del processo di previsione dei flussi attesi. Si tratta, pertanto, di giungere attraverso la pianificazione strategica ai risultati a cui l'azienda dovrebbe pervenire nell'arco di tempo considerato, definendo così conti economici, prospetti dei flussi finanziari e stati patrimoniali previsionali.

A tal fine, l'azienda deve definire:

- B1) Il modello di gestione operativa di ciascuno business.
- B2) Il modello economico di gestione collegato alle iniziative strategiche.

Con il modello B1) l'azienda determina una previsione delle attività di vendite e produzione (di prodotti già esistenti o nuovi) e di quelle attività non direttamente collegate a queste (amministrative, generali, commerciali).

Nel momento in cui si determinano le previsioni va fatto necessariamente riferimento alla storia dell'azienda, perché una previsione di flussi che si discosti in maniera significativa dal passato, dovrebbe necessariamente essere motivata in modo convincente.

Il modello della gestione operativa, a cui abbiamo sin qui fatto riferimento, non è sempre sufficiente a definire tutta l'informativa necessaria per la stesura del business plan.

Il *modello economico di gestione*, indicato in precedenza, consente peraltro di tenere particolare attenzione al legame tra le previsioni dei ricavi e le ipotesi di nuovi investimenti, se e nella misura in cui questi sono previsti per mutare le attese di vendita. Nella situazione auspicabile, il soggetto incaricato di stimare il valore economico del capitale ha a disposizione un piano formalizzato (business plan) predisposto e approvato dalla direzione. In questo modo avrà la possibilità di fondare il processo valutativo su flussi attesi che riflettano l'intento strategico della direzione, vale a dire l'impegno da parte del management a realizzare le prospettate a guida del percorso evolutivo della data azienda.

L'affidabilità delle previsioni contenute nel piano dipende sia dalla verifica delle ipotesi assunte sia dalla sostenibilità dei risultati espressi nel piano, vale a dire nel riscontro delle possibilità di crescita degli investimenti nel tempo del piano, cercando di studiare con attenzione la permanenza delle condizioni di sviluppo nella data azienda.

Con riferimento all'aspetto che qui si sta trattando va precisato che l'analisi sull'attendibilità dei flussi sarà diversa a seconda della tipologia di incarico ricevuto, che può riguardare:

- Una valutazione d'azienda
- Un parere valutativo
- Un parere di congruità finanziaria.

1.7.1. PERIODO ANALITICO DEL PIANO

Uno dei problemi più rilevanti nella formulazione del business plan è quello della scelta del periodo di previsione analitica dei flussi aziendali futuri.

Il piano, infatti, copre un orizzonte temporale definito, per cui la valutazione del capitale economico deriva dalla somma di due parti, una relativa al valore attuale dei flussi previsti nel piano e l'altra al valore dell'azienda alla fine del periodo oggetto del piano, indicato come "valore residuo" o "valore finale" (terminal value).

Quanto detto può utilmente espresso attraverso la seguente relazione metodologica:

$$W = V_{an} + V_{f\ att}$$

V_{an} = valore attualizzato dei flussi espliciti;

V_f = valore finale attualizzato alla data di valutazione.

Per la scelta di numero di anni da considerare nel piano, teoria e pratica professionale ritengono che il piano dovrebbe estendersi fino a raggiungere la stabilizzazione dei driver da cui dipende la creazione o meno di valore, e questo per rendere poi più agevole la stima del valore finale al termine dello stesso.

Su un piano generale, si possono delineare teoricamente due possibili situazioni ideali, in cui le previsioni dei flussi aziendali possono alternativamente estendersi:

1. Sino al momento in cui l'impresa raggiunge una situazione di equilibrio tale per cui sugli eventuali nuovi investimenti si eguagliano rendimenti e costo del capitale.
2. Sino al momento in cui si stabilizza il livello dei parametri da cui dipende la creazione di nuovo valore dell'impresa.

L'approccio indicato al punto 1) trova fondamento logico nella circostanza che, alla data di riferimento della valutazione, l'azienda sia interessata da nuovi progetti di investimento che manifesteranno i propri effetti nel corso del tempo e che le permetteranno di giungere a un accresciuto livello di attività a regime. Non sarebbe razionale attualizzare come valore medio i flussi dei periodi più vicini alla data di riferimento della stima, in quanto troppo esigui rispetto a quelli a regime, né tantomeno quelli finali, perché l'azienda necessita di alcuni anni prima di raggiungere il programmato livello di attività. In tali casi, la soluzione ottimale è quella di estendere le previsioni analitiche del piano sino al momento in cui i nuovi investimenti avranno un rendimento pari al costo del capitale. In questo modo, nel momento in cui l'esperto deve stimare il valore

finale, può ignorare i nuovi investimenti proprio perché il loro rendimento sarà pari al costo del capitale e quindi non creando né distruggendo valore.

L'approccio indicato al punto 2) si caratterizza per il fatto che la previsione analitica viene spinta fino a un periodo a partire dal quale si assume che il rendimento di nuovi investimenti, il costo del capitale e il tasso di reinvestimento raggiungano un livello stabile. Da quel momento in poi, che rappresenterà il termine del piano, è possibile stabilire una relazione metodologica che stimi il valore dell'azienda senza la necessità di spingere oltre la previsione analitica dei flussi aziendali.

A differenza dell'approccio indicato al punto 1), si ipotizza che l'azienda, anche dopo il periodo considerato nel piano, possa continuare a crescere, e tale crescita viene alimentata da investimenti che danno vita a rendimenti superiori al costo del capitale, mantenendo all'infinito un differenziale positivo tra i due. In questo caso i nuovi investimenti, e la conseguente crescita attesa dei risultati, non può essere ignorata in quanto non è ininfluyente ai fini del valore dell'azienda.

Infatti, la relazione metodologica di stima del valore finale in questa ipotesi deve includere:

- La crescita dei risultati aziendali nel corso degli anni a un tasso g
- Il fatto che la crescita sia alimentata dalla destinazione di una quota parte del risultato prodotto per alimentare gli investimenti necessari a determinarla e che pertanto può essere calcolata tramite il prodotto tra il tasso di reinvestimento e il tasso di rendimento aziendale.

Quindi, i flussi del periodo a regime successivo a quello della previsione analitica, nel primo caso (punto a) sono costanti, mentre nel secondo (punto b) sono crescenti a un determinato tasso g che sarà il prodotto di quanto reinvestito in azienda per il tasso di rendimento dei nuovi investimenti.

Capitolo 2

2.1. VISIONE GENERALE DEI METODI VALUTATIVI

La valutazione d'azienda è un'operazione macchinosa e delicata. Il valutatore deve esaminare diverse soluzioni e soppesare quale sia il metodo più adatto al caso in questione. Non è possibile applicare un metodo per ogni situazione, essendo ogni valutazione specifica del tipo di operazione aziendali cui si riferisce e al momento di vita dell'azienda. Una premessa valida per l'utilizzo di tutti i metodi riguarda la necessità di garantire razionalità e trasparenza all'intero processo di valutazione, andando a spiegare adeguatamente le principali scelte compiute. Inoltre, la valutazione va effettuata privilegiando non solo l'ottica finanziaria, ma anche la stima di un valore industriale, condotto partendo dalle ipotesi contenute nel piano. L'importanza della scelta del metodo di valutazione è essenziale perché, a seconda del metodo che si va a impostare si otterrà un risultato differente.

I metodi vengono suddivisi *in quattro categorie*:

1. **Metodi patrimoniali.** Tali metodi si fondano sul principio della valutazione analitica dei singoli elementi dell'attivo e del passivo che compongono il capitale. In base alla considerazione o meno del patrimonio in sede di stima avremo:
 - *Metodi patrimoniali semplici*, che non considerano i beni immateriali nella valutazione.
 - *Metodi patrimoniali complessi*, che comportano la valorizzazione specifica delle risorse intangibili.
2. **Metodi basati sui flussi di risultato.** In tali metodi, il valore del capitale aziendale è misurato in funzione del flusso dei risultati futuri attesi e può essere ottenuto mediante:
 - *Metodi reddituali*, che individuano nel reddito il risultato rilevante ai fini della determinazione del valore dell'azienda.
 - *Metodi finanziari*, che individuano nei flussi di cassa il risultato rilevante ai fini della determinazione del valore dell'azienda.
3. **Metodi misti.** Attraverso questi metodi, il valore del capitale economico dell'azienda viene dedotto sia confrontando attività e passività aziendali, a valori correnti e/o di mercato, sia dai flussi di reddito attesi.

4. **Metodi basati sui multipli.** Il valore dell'equity di un'azienda deriva dall'applicazione all'impresa oggetto di stima di parametri confrontati con quelli di imprese simili operanti nello stesso settore. La dottrina e gli operatori non considerano questo un vero e proprio metodo di valutazione, ma piuttosto una alternativa semplice e condivisibile per verificare la correttezza della valutazione rispetto ai prezzi di scambio sul mercato riscontrati per aziende comparabili.

Dal punto di vista dottrinale, i metodi riconosciuti come quelli maggiormente stabili ed attendibili sono stati quelli reddituali, finanziari e patrimoniali. In pratica tale parere viene confermato, essendo i metodi maggiormente applicati dagli analisti quello finanziari (DCF) e quello basato sui multipli.

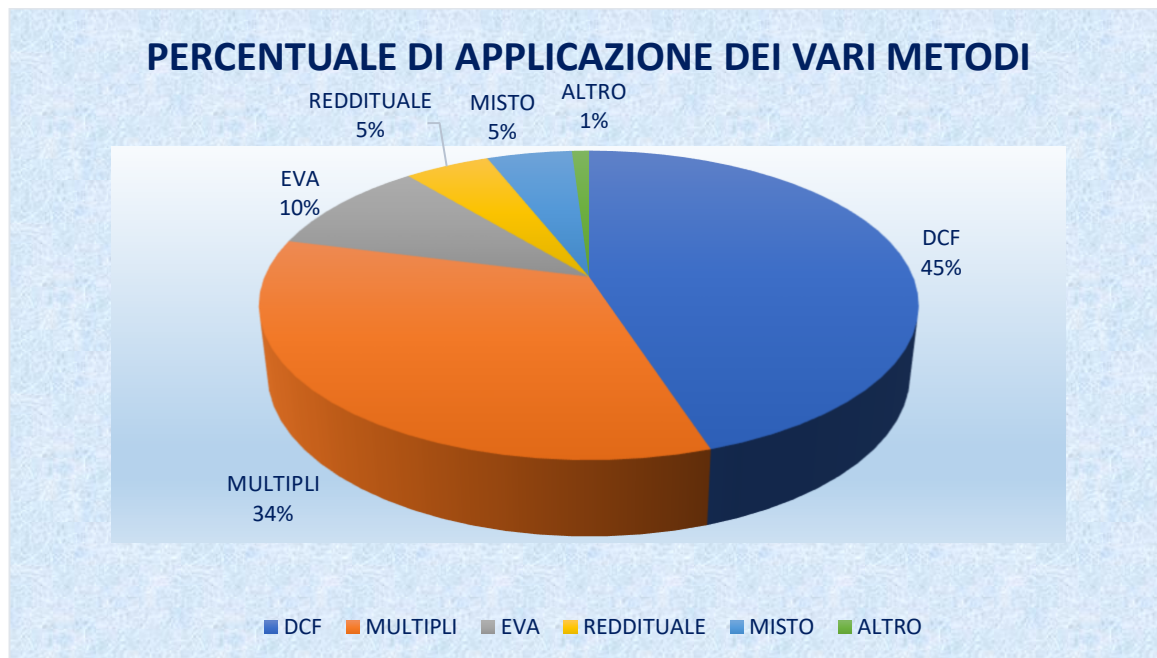


FIG 2.1. PERCENTUALE DI APPLICAZIONE PRATICA DEI VARI METODI DI VALUTAZIONE AZIENDALE DA PARTE DEGLI ANALISTI.

2.2. METODI BASATI SUI FLUSSI DI RISULTATO

Con il metodo dei flussi si stima l'azienda in funzione della sua capacità di generare valore in futuro. Non importa come viene misurato il valore, se in termini di flusso di reddito o di flusso di cassa, quello che conta è poter prevedere i flussi futuri, attualizzarli all'istante della stima e poi sommarli algebricamente. Tutto quello che è stato fatto in passato serve solo se è strumentale alla creazione prospettiva di valore.

A seconda di come vengono definiti i flussi, si distinguono i metodi finanziari dai metodi reddituali.

2.2.1. METODO FINANZIARIO

Il metodo finanziario, o (*discounted cash flow model*), ravvisa nella capacità dell'azienda di produrre flussi di cassa l'elemento fondamentale ai fini della valutazione del capitale economico. La metodologia finanziaria rispetta i principi della teoria finanziaria, poiché fondata sul calcolo dei flussi di cassa relativi alla gestione aziendale, valorizzati in relazione alla loro distribuzione nel tempo e attualizzandoli a un tasso che rifletta il grado di rischio dell'investimento stesso.

Il valore aziendale sarà la risultante tra la somma dei flussi di cassa futuri fino a un orizzonte temporale predefinito H , e del *valore finale* che consiste nell'attualizzazione dei flussi di cassa dopo questo valore. Scelgo H quando il tasso di crescita si stabilizza (e quindi $VAOC=0$; $VAOC$ che corrisponde al valore attuale delle opportunità di crescita e corrisponde alla parte di valore di un'azienda/azione imputabile alla crescita) oppure fino a quando l'impresa non diventa cash cow (distribuisce tutti gli utili), in genere 4-5 anni. Da quel momento in poi posso usare per attualizzare i redditi attesi: il metodo di Gordon o dei multipli.

Il metodo non si pone come unico fine la massimizzazione dei profitti, ma bensì quello di generare valore economico sottinteso come capacità di generare flussi di cassa positivi nel medio-lungo termine. È un metodo soggettivo, in quanto i parametri su cui si basa la valutazione vengono scelti personalmente dal valutatore secondo proprie stime.

Il metodo finanziario può essere applicato attraverso tre procedimenti fondamentali.

▪ PROCEDIMENTI SINTETICI

Come abbiamo visto in precedenza nell'approccio asset side i flussi finanziari sono quelli a disposizione di tutti i finanziatori dell'impresa (FCFO) e vengono attualizzati con il WACC che già incorporando il beneficio fiscale degli interessi comporta che i flussi sono calcolati al lordo degli oneri finanziari; mentre nell'approccio equity side i flussi sono quelli disponibili per gli azionisti (FCFE) e il tasso di attualizzazione corrisponde al costo del capitale proprio (k_E) calcolato attraverso il CAPM.

I procedimenti sintetici sono fondati sul ricorso a formule sintetiche poiché ipotizzano la costanza di alcuni parametri utilizzati nella valutazione. Si tratta di procedimenti condivisibili in tre circostanze.

- 1) Quando le aziende operano in condizioni di equilibrio (steady state). Affinchè un'azienda possa essere definita in steady state, è necessario che si realizzino le seguenti ipotesi:
 - i ricavi e i costi unitari sono costanti;
 - l'azienda non registra fenomeni di crescita (e le variazioni di capitale circolante netto commerciali sono pressochè nulle);
 - gli investimenti di rinnovo eguagliano gli ammortamenti;
 - il rapporto di indebitamento non muta nel tempo.

Da un punto di vista di matematica finanziaria, si tratta di situazioni riconducibili alle rendite perpetue. Ne consegue che le due varianti (asset side ed equity side) disponibili per stimare il valore del capitale economico sono:

ASSET SIDE	EQUITY SIDE
$W_{EQUITY} = \frac{FCFO}{WACC} - W_D$	$W_{EQUITY} = \frac{FCFE}{K_E}$

In condizioni di *steady state*, Il FCFO tende a coincidere con il risultato operativo al netto delle imposte, mentre il FCFE tende a coincidere con l'utile netto.

- 2) Quando il profilo di crescita dei flussi di cassa delle aziende è stabile e costante nel tempo (steady growth). Si tratta di situazioni riconducibili alle rendite perpetue a crescita costante. Se si definisce con g il tasso di crescita del flusso di cassa atteso su un orizzonte temporale indefinito e con FCFO e FCFE il flusso di cassa atteso per l'esercizio seguente, il valore del capitale economico può essere così ottenuto:

ASSET SIDE	EQUITY SIDE
$W_{EQUITY} = \frac{FCFO_1}{WACC - g} - W_D$	$W_{EQUITY} = \frac{FCFE_1}{K_E - g}$

Dove $WACC > g$.

- 3) Quando la crescita dei flussi è costante ma di durata limitata. Questo è il caso di situazioni riconducibili a una crescita temporanea ovvero a una rendita crescente per T anni a tasso. Al di fuori di settori circoscritti, è difficile accettare l'ipotesi che l'azienda continui a crescere illimitatamente allo stesso tasso, come previsto al punto 2. È invece spesso più realistico assumere che la crescita abbia durata limitata e che, al termine del periodo di crescita, l'azienda permanga in una situazione di equilibrio (steady state).
- 4) Esiste infine una quarta circostanza in cui è possibile applicare il procedimento sintetico: *la metodologia di valutazione a due stadi*. Si tratta di situazioni in cui l'azienda attraversa una crescita differenziata, ripartibile in due sottoperiodi: un periodo iniziale di crescita intensa, destinato ad esaurirsi nell'arco di pochi anni; un periodo successivo in cui l'azienda cresce a tassi costanti ma più moderati.

▪ PROCEDIMENTI ANALITICI

I procedimenti analitici sono applicabili quando le valutazioni hanno un orizzonte temporale definito e il flusso di cassa è prevedibile periodo per periodo. I procedimenti analitici possono essere utilizzati in concreto quando l'azienda ha vita limitata e il periodo finale di attività è noto al momento in cui si effettua la valutazione.

In base ai procedimenti analitici con *terminal value* il valore del capitale economico può essere ottenuto sommando il valore attuale dei flussi durante la previsione analitica e il valore attuale dei flussi dopo la previsione analitica. Le metriche analitiche con terminal value trovano utilizzo soprattutto nei casi delle aziende “non a regime” e che quindi si trovano in disequilibrio temporaneo. Poiché l'ampiezza del periodo di previsione analitica è comunque limitata, si rende necessaria stimare il valore aziendale alla fine dell'orizzonte temporale su cui si estende il piano. Mentre la stima della porzione del valore complessivo attribuibile al periodo di previsione analitica è effettuata con le formule dei procedimenti analitici, la stima del valore a regime può avvenire per il tramite di diverse metodologie.

Di seguito si riporta la formula che considera la sola metodologia di valutazione sintetica; nelle formule di seguito esposte, il valore a regime è stimato attraverso la formula di Gordon, dunque adottando l'ipotesi che una volta raggiunta la capacità di produzione di flussi di cassa a regime, l'azienda continua a crescere al tasso g .

ASSET SIDE	EQUITY SIDE
$W_E = \sum \frac{FCFO}{(1+WACC)^t} + \frac{\frac{FCFO_{T+1}}{(WACC-g)}}{(1+WACC)^T} - W_d$	$W_E = \sum \frac{FCFE_t}{(1+k_E)^t} + \frac{\frac{FCFE_{t+1}}{(k_E-g)}}{(1+k_E)^T}$

Il metodo analitico con terminal value rappresenta la metodologia preferibile quando l'azienda non si trova in situazioni di equilibrio o quando sono previsti significativi interventi sulla gestione che modificano il profilo dei flussi per un numero limitato di anni.

Secondo Massari e Zanetti (2004), il metodo analitico con terminal value è la metodologia finanziaria più diffusa tra gli operatori. In particolare, la costruzione avviene considerando:

- Le proiezioni analitiche dei flussi hanno una durata di 7-10 anni (che può arrivare fino a 10-15 anni in taluni settori) e riguardano il piano redatto dal management, più un'ulteriore estensione dello stesso in funzione delle caratteristiche del business che si ritiene utile rappresentare;
- Il *terminal value*, stimato sulla base del flusso dell'ultimo anno di proiezione, opportunamente normalizzato (spesso il flusso rilevante ai fini della stima del terminal value è ottenuto sulla base della media dei flussi degli ultimi 2-3 anni di piano analitico).

2.2.2. METODO REDDITUALE

Questo è il secondo metodo di valutazione di azienda sulla previsione dei guadagni futuri.

CARATTERISTICHE DI TALE METODO:

- Non considera il valore dei singoli elementi del patrimonio aziendale (valori VISIBILI).
- Considera solo i guadagni futuri; ciò implica che il calcolo è mediamente complesso e soggettivo.

Per quanti riguarda il calcolo si stimano i redditi che l'azienda produrrà in futuro, sulla base del tempo e del rischio. Tale stima può essere più complessa nel caso di aziende in forte crescita rispetto ad aziende già mature.

Inoltre, vanno decisi i numeri di anni considerati: “per quanti anni devo fare la previsione?” Più anni si considerano più aumenta il valore.

L'ultimo parametro che incide sul valore finale è il “tasso di attualizzazione”, cioè il parametro che riduce i redditi futuri sulla base del reddito e del rischio. Il tasso di attualizzazione è il parametro più complesso da stimare e talvolta viene manovrato per far saltar fuori il risultato desiderato. Il tasso utilizzato in questo metodo, al quale vengono scontati i futuri redditi, è il costo del capitale proprio (k_e),

che coincide con il rendimento richiesto dagli azionisti come remunerazione del capitale di rischio. Per ottenere una stima del costo del capitale proprio si utilizza il metodo del CAPM.

Quando si prendono in considerazione le grandezze reddituali, i flussi unlevered (lordi) non prendono in considerazione gli oneri finanziari, mentre, se ci si riferisce a grandezze finanziarie, i flussi unlevered non considerano neanche la variazione della posizione finanziaria netta. L'utilizzo del modello reddituale è in modo particolare consigliata in situazioni aziendali stabili.

Abbiamo evidenziato come il reddito prospettico, incorpora la capacità dell'azienda di creare valore in futuro. Per giungere ad un risultato stabile è necessario prendere come riferimento i dati storici dell'azienda. Tuttavia l'utile di bilancio è, talvolta, influenzato da elementi che non fanno parte della gestione caratteristica ma bensì sono eventi sporadici. In questi casi sorge la necessità di effettuare un'operazione di normalizzazione del reddito, al fine di eliminare componenti sporadiche, siano esse positive o negative. Per tale motivo spesso viene utilizzato l'EBITDA o l'EBIT. Il fine di tale processo è individuare il vero potenziale reddituale dell'azienda, scorporando elementi di casualità.

La *normalizzazione* mette in discussione la congruità dell'ammontare di componenti di reddito al fine di ottenere un risultato costante nel tempo.

Tale procedura prevede diverse operazioni correttive:

- Rettifica o eliminazione di ricavi e costi parzialmente o completamente non espressivi di reale funzionalità per l'azienda;
- Rilevazione di oneri figurativi per l'attualizzazione di risorse senza corrispettivo o con corrispettivo non congruo;
- Rettifica o eliminazione di oneri e proventi accessori;
- Eliminazione o eventuale redistribuzione temporale di proventi e oneri straordinari;
- Rettifica di valori determinati in funzione di politiche di bilancio o di convenzioni contabili non coerenti con le finalità della valutazione;
- Rideterminazione delle imposte dirette;

2.3. DIVIDEND DISCOUNTED MODEL

Il *Dividend Discounted Model* (DDM) è un metodo quantitativo di valutazione del valore economico di un'azienda, basato sull'assunzione che il prezzo corrente corretto è uguale alla somma di tutti i futuri dividendi dell'azienda scontati al loro valore attuale al costo del capitale proprio (k_e). Il DDM è stato

sviluppato partendo dal presupposto che il valore intrinseco di un'azione rifletta il valore attuale di tutti i flussi di cassa futuri generati da un titolo. Allo stesso tempo, i dividendi coincidono essenzialmente con i flussi di cassa positivi generati da una società e distribuiti agli azionisti. A seconda della variazione del modello di sconto sui dividendi, un'analista richiede la previsione dei pagamenti futuri dei dividendi, la crescita dei pagamenti dei dividendi e il costo del capitale proprio. Prevedere con precisione tutte le variabili è quasi impossibile. Pertanto, può verificarsi con regolarità che il prezzo equo teorico delle azioni è lontano dalla realtà.

Il *modello di Gordon* (GGM) è una delle varianti più comunemente utilizzate del modello di sconto sui dividendi. Tale modello assiste l'investitore nella valutazione del valore intrinseco di un'azione in base al tasso di crescita costante del potenziale dividendo. Il GGM si fonda sul presupposto che il flusso di dividendi futuri crescerà a un ritmo costante per un tempo indefinito. Generalmente si presuppone che l'azienda oggetto di valutazione possieda un modello di business costante e stabile e che la crescita dell'azienda avvenga ad un ritmo costante nel tempo.

Matematicamente, il modello è espresso nel modo seguente:

$$V_0 = \frac{D_1}{r-g}$$

DIV_1 = stima del valore dei dividendi nell'anno successivo alla data di valutazione

r_e = costo del capitale proprio

g = tasso di crescita dei dividendi

Un difetto del DDM è che il modello segue un'ipotesi di tasso di crescita del dividendo costante perpetuo. Questa ipotesi non è l'ideale per le aziende con tassi di crescita dei dividendi fluttuanti o pagamenti di dividendi irregolari, poiché aumenta le possibilità di imprecisione. Inoltre, il modello non è adatto per le società con tassi di rendimento inferiori al tasso di crescita dei dividendi. ($r_e > g$).

2.4. METODI PATRIMONIALI

La stima del valore del patrimonio rappresenta il metodo più tradizionale per determinare il valore di un'azienda, tuttavia è ormai considerato un metodo superato non tenendo conto dell'unitarietà e dinamicità

del sistema aziendale nonché dei flussi di risultato conseguentemente generati. La logica del metodo patrimoniale è sostenuta dall'idea che il valore dell'azienda dipenda dal valore effettivo del suo patrimonio, quindi dal corretto dimensionamento del valore del singolo bene che lo compone rendendo la valutazione dei singoli beni analitica e oggettiva. Ciò implica che possiamo assumere il valore contabile dei beni che compongono il patrimonio come base dalla quale partire per poi procedere ad una verifica e a una successiva eventuale integrazione o rettifica del valore contabile.

Possiamo quindi scomporre tale processo di definizione aziendale in due fasi: il primo in cui valuti separatamente ciascun bene aziendale, e poi, la ricostruzione a unità del patrimonio per effetto della logica contabile della determinazione del patrimonio netto.

In altri termini il metodo patrimoniale realizza una rivalutazione del patrimonio netto aziendale partendo, ma discostandosi, dai valori contabili come il costo storico, per avvicinarsi a quelli correnti dell'azienda in funzionamento nelle prospettive o della continuazione aziendale o della liquidazione. È ovvio che queste due prospettive, ovvero quella della continuità aziendale e quella dei valori di liquidazione hanno peso diverso e certamente alla fine genereranno risultati complessivi diversi tra loro.

Come osservato, con il metodo patrimoniale i valori dei singoli beni subiscono, ove necessario, un processo di rettifica attraverso il quale si abbandonano i valori stabiliti per la redazione del bilancio, dai quali si parte, e si considera il loro valore corrente. Questo processo viene assunto in relazione all'ipotesi di riacquisizione dei beni o di totale sostituzione. Per le poste passive, l'ipotesi è quella della rinegoziazione e quindi della effettiva definizione del debito al momento della valutazione.

Il metodo patrimoniale, a seconda se si considera o meno al suo interno il valore delle risorse immateriali, si distingue in metodo patrimoniale semplice e metodo patrimoniale complesso.

La considerazione sintetica del *modello patrimoniale semplice* può essere espressa nel seguente modo:

$$W = PN + (rt - I)$$

W = valore dell'azienda

PN = patrimonio netto contabile

Rt = rettifiche al patrimonio netto contabile

I = peso dell'effetto fiscale sulle rettifiche

Con il metodo patrimoniale semplice non vengono intercettati valori importanti come quelli immateriali, spesso per alcuni tipi di azienda decisamente prevalenti su quelli materiali.

“I beni immateriali sono beni non monetari, individualmente identificabili, privi di consistenza fisica e sono, di norma, rappresentati da diritti giuridicamente tutelati”.

Il *metodo patrimoniale complesso*, come accennato, comprende anche gli elementi immateriali. In sintesi esprimendo il patrimoniale complesso in modo più generale potremmo dire che:

$$W=PN + (rt-I) + (B-I)$$

In aggiunta alla formula del modello semplice: “B” è il valore dei beni intangibili.

Il metodo patrimoniale si radica sui dati contabili, per questo viene considerato costruito su margini di oggettività piuttosto elevati.

LE RETTIFICHE A VALORI CORRENTI

Il passaggio al valore patrimoniale corrente implica un processo analitico di stima dei singoli valori e quindi una rettifica delle poste attive e passive di bilancio generalmente frutto dell'applicazione dei criteri di valutazione. In generale la determinazione dei valori correnti può dare luogo a rettifiche incrementative o decrementative sia dell'attivo sia del passivo e che, hanno l'effetto di generare altrettante variazioni sul valore del capitale.

Le poste più comuni oggetto di rettifica a valori correnti sono quelle relative ad immobili, impianti e macchinari, alle partecipazioni e agli altri strumenti finanziari, alle scorte, ai crediti e alla cassa, per poi considerare infine la valutazione del surplus asset.

In riferimento agli elementi attivi, si è soliti utilizzare due metodologie per la loro determinazione a valori correnti:

- Il *criterio del valore del presunto realizzo*, per i beni destinabili direttamente allo scambio (materie prime, semilavorati, prodotti finiti...) e per gli elementi del patrimonio che rappresentano valori derivanti da scambi precedentemente effettuati (es. crediti). Questo criterio rappresenta il valore che si presuppone di realizzare da una attività dell'impresa.
- Il *criterio del valore di sostituzione*, che basa la valutazione di taluni elementi del capitale sui costi che si dovrebbero sostenere per porre a disposizione dell'azienda beni analoghi, cioè nella stessa condizione attuale in cui si trovano i beni oggetto di valutazione.

Determinati i valori correnti dei singoli elementi del capitale d'azienda, si confronteranno detti valori con i rispettivi valori contabili, al fine di pervenire alle rettifiche da attuare al patrimonio netto contabile di partenza.

Nella situazione patrimoniale di partenza, le immobilizzazioni tecniche (macchinari, impianti, attrezzature...) sono iscritte al costo di acquisizione o di produzione aumentato, in taluni casi, delle quote di rivalutazione monetarie calcolate ai sensi di legge e delle capitalizzazioni per ammodernamenti e migliorie che causano il prolungamento della vita utile dei beni. Tale valore è diminuito delle quote di ammortamento

cumulate, calcolate in funzione della residua possibilità di utilizzazione dei cespiti. Il valore è altresì eventualmente diminuito della svalutazione durevole.

PARTECIPAZIONI

Il termine “partecipazioni” qualifica gli investimenti in capitale di rischio posti in essere da un’impresa. Le partecipazioni debbono essere separatamente iscritte nelle classi di immobilizzazioni finanziarie e dell’attivo circolante in base al criterio della destinazione, ovvero del legame funzional-strutturale che le connette all’impresa. Per la precisione rientrano nella prima categoria (immobilizzazioni finanziarie) quelle partecipazioni destinate ad essere durevolmente impiegate dall’impresa; costituiscono invece parte dell’attivo circolante le partecipazioni destinate ad essere smobilizzate in periodi di tempo brevi (solitamente entro un anno).

La regola generale di valutazione delle partecipazioni che costituiscono immobilizzazioni è il metodo del costo di acquisto, ogni qualvolta il valore economico della partecipata risulti inferiore al valore iscritto in bilancio quest’ultimo deve essere svalutato di un importo pari alla differenza tra il valore economico dell’impresa ed il suo valore di libro. Il valore di costo originario va ripristinato quando vengono meno le cause di detta svalutazione.

La partecipazione di una società in un’altra può avere carattere di controllo quando si può esercitare un ruolo decisionale dominante nel governo dell’impresa o invece può non avere questo carattere e rappresentare un’opportunità d’altro genere o semplicemente un’occasione speculativa. Maggiore sarà il grado di controllo, maggiore sarà la disponibilità di informazioni per effettuare le valutazioni anche e soprattutto in riferimento ai rischi. Nel caso di partecipazioni di controllo la stima dei benefici può riguardare i flussi reddituali attesi e le eventuali prospettive di crescita, il volume e la qualità degli investimenti e del capitale operativo.

La determinazione del loro valore corrente si può ricostruire considerando la somma di due parti: il valore dell’azienda, in ragione della quota di controllo posseduta, e il valore delle sinergie invisibili.

Nel caso in cui le partecipazioni non siano di controllo, la mancanza di informazioni dettagliate sulla società oggetto di stima suggerisce spesso l’utilizzo dei seguenti criteri: a) valore corrente della partecipazione sulla base dei prezzi di mercato; B) valore corrente della partecipazione determinato con riferimento al patrimonio netto contabile.

SCORTE

Le scorte di magazzino possono assumere qualità diverse e peso relativo diverso, in base alla tipologia di azienda. In via generale, le scorte di magazzino sono costituite da: materie prime, prodotti semilavorati o in corso di completamento, prodotti finiti ma anche da merci destinate al commercio. Vengono considerate come rimanenze anche le commesse che si realizzano in più esercizi. Per ciascuna di queste specifiche tipologie, possiamo ipotizzare diversi criteri con i quali realizzare la valutazione a valori correnti.

Per quanto riguarda le materie prime possiamo utilizzare come criterio il costo di sostituzione anche per il valore corrente dei beni soggetti a valutazione che consideriamo di facile reperimento sul mercato nel momento di valutazione. Una possibile alternativa è rappresentata dal ricorso al costo calcolato con il FIFO (First In First Out), metodo con il quale si prende in considerazione il valore più prossimo al valore delle scorte più prossimo al valore della valutazione.

Per i prodotti in corso di lavorazione e per i prodotti finiti si ipotizza il prezzo di vendita del prodotto al momento nel quale sarà completo. Da questo valore possiamo sottrarre, per i semilavorati il costo di completamento e i costi commerciali di vendita, per i prodotti finiti solo i costi previsti per la vendita.

CREDITI E CASSA

La valutazione dei crediti segue il criterio del presunto valore di realizzo.

In altri termini, non è detto che i crediti, a seconda della loro specie, siano convertibili interamente in liquidità e che il rischio insito nella loro stessa esistenza non diventi un costo per l'azienda stessa.

Per questo motivo, per i crediti a medio-lungo termine i principi contabili prevedono la considerazione del loro valore al costo ammortizzato. Si considera una percentuale di riduzione del valore sotto forma di svalutazione che confluisce nel fondo svalutazione crediti. La valutazione dei crediti richiede una rilevante prima fase di analisi che oltre al classico accertamento della qualità dei dati del credito, tenda ad accertare il grado di solvibilità della clientela.

ONERI FISCALI POTENZIATI

La stima del valore economico d'azienda mediante il metodo patrimoniale, pur non generando i presupposti giuridici per l'imposizione fiscale, richiede la determinazione della fiscalità futura, ovvero degli "oneri fiscali potenziati", cioè non ancora attuali, poiché relativi ad accadimenti che si verificheranno in futuro. La stima degli oneri fiscali potenziali è legata alla presenza delle rettifiche ai valori componenti il patrimonio contabile netto. Se dal confronto tra valore corrente e contabile delle varie poste patrimoniali rettificate dovessero emergere delle plusvalenze potenziali queste devono essere depurate dell'onere fiscale potenziale. Analogo discorso va fatto nel caso in cui nelle rettifiche di valore le minusvalenze prevalgono sulle plusvalenze: si parla in questo caso di "vantaggio fiscale" in quanto può essere considerato come un elemento attivo del patrimonio.

In sintesi, dunque, in relazione a ciascun plusvalore/minusvalore rilevato, procedere al calcolo del relativo effetto fiscale latente, sottraendolo dal plus-minusvalore che lo ha generato.

BENI IMMATERIALI

La valutazione dei beni immateriali rappresenta uno degli ambiti più complessi delle stime di valore.

La componente immateriale associata al capitale intellettuale delle imprese, contrapposto al capitale fisico, diviene sempre più spesso la ragione prevalente delle operazioni di acquisizione, fusione, join venture e altre forme di aggregazione aziendale, e tende a rappresentare in tal caso la parte più consistente del valore economico. La realtà operativa testimonia come il valore dei beni immateriali abbia negli ultimi decenni assunto una crescita esponenziale come componente di valore del mercato delle imprese (market value). Questa tendenza generale è accentuata in quei settori ad alta intensità di conoscenza, come quello farmaceutico e delle biotecnologie, in quelli high-tech, della moda e della comunicazione.

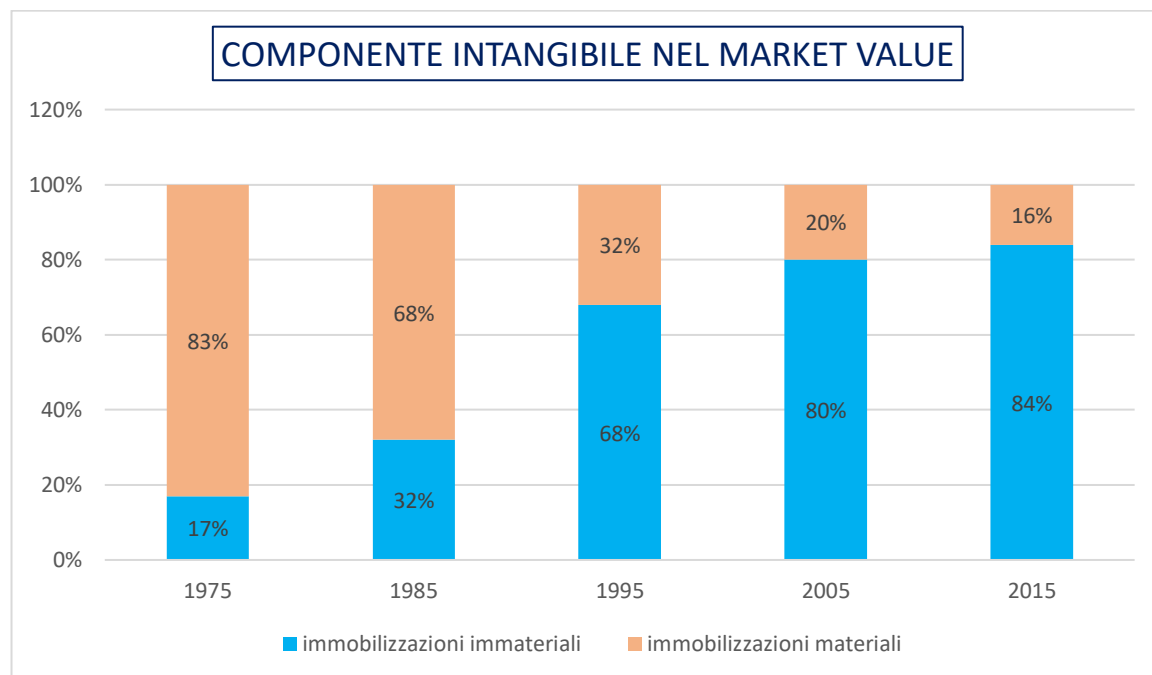


FIG 2.2. FONTE: ELSTEN C.M., HILL N., “Intangible Asset Market Value Study?”, *Journal of the Licensing Executives Society*, settembre 2017, p. 245.

I beni immateriali possiedono alcuni aspetti distintivi rispetto ai beni fisici. Tra questi ricordiamo la non-concorrenzialità, da cui discende la scalabilità, la specificità, la dimensione temporale e la volatilità. Parliamo di “non-concorrenzialità” dei beni immateriali non essendo questi soggetti al limite di scarsità ed escludibilità: ciò significa che il loro utilizzo non ne comporta una diminuzione di valore e che possono essere impiegati contemporaneamente in più campi, per mancanza di rivalità (concorrenza) rispetto ad altri beni.

Sono tipicamente *firm specific*, ossia la loro natura è legata alla specificità dell’azienda.

Essi richiedono tempi anche molto lunghi per essere generati e necessitano di costi di mantenimento e inoltre possono perdere valore molto velocemente. Ciò significa che presentano quindi una maggiore volatilità, rispetto ad altri investimenti.

I due principali criteri di valutazione per i beni immateriale sono rappresentati da:

- 1) METODO DEL COSTO: secondo il quale il valore di tali beni è rapportato ai costi sostenuti per l'ottenimento e mantenimento di tali beni (costo storico), o dipende dai costi necessari per rigenerare il bene con le medesime qualità.
- 2) METODO REDDITUALE: il valore del bene in questo caso dipende dall' apporto che fornisce alla redditività aziendale.

In linea generale, si potrà rintracciare tra le immobilizzazioni immateriali il valore dei beni immateriali solo quando la loro acquisizione si avvenuta in seguita ad una transazione di mercato o di autoproduzione aventi ad oggetto un bene identificabile e che assicuri benefici economici futuri dal suo utilizzo, stimabili in modo attendibile.

Secondo i principi contabili nazionali, un bene immateriale è singolarmente identificabile quando:

- b. È separabile, ossia può essere separato o scorporato dalla società e pertanto può essere venduto, trasferito, dato in licenza o in affitto, scambiato.
- c. Deriva da diritti contrattuali o da altri diritti legali.

I beni immateriali che sono iscrivibili in bilancio comprendono brevetti industriali, licenze, concessioni, marchi e diritti di utilizzazione delle opere dell'ingegno.

I principi contabili evitano l'iscrizione di tali investimenti tra le attività, preferendo una rappresentazione più prudente con l'imputazione a conto economico, delle spese sostenute per la formazione delle risorse immateriali, tra i costi d'esercizio.

Nelle stime patrimoniali complesse è richiesto all'esperto di seguire un'attività preliminare di classificazione dei vari beni immateriali, di stimare poi la vita utile residua e infine i benefici economici diretti e indiretti che essi potranno generare nel tempo.

Tutti i fattori immateriali che non sono invece autonomamente cedibili o fruibili concorrono a determinare quel valore in più dell'azienda rispetto ai suoi elementi patrimoniali specifici che prende il nome di *avviamento*. L'avviamento non costituisce un'attività separabile dell'azienda e non può essere iscritto in bilancio.

2.5. METODI MISTI

Il metodo misto mette in evidenza il valore creato o distrutto da un'azienda. Esso si basa su una valutazione svolta in ottica sia patrimoniale che reddituale, in quanto il valore finale della azienda scaturisce dalla somma tra una componente patrimoniale, rappresentata dal valore del capitale netto rettificato, determinato applicando i metodi patrimoniali semplici o complessi, e una componente rappresentata dalla capacità reddituale, quantificata con il valore dell'avviamento. La presenza di flussi di reddito residui prospettici positivi genera un avviamento positivo (goodwill) mentre se i flussi reddituali prospettici sono negativi genera un avviamento negativo (badwill).

La formula generale della valutazione mediante metodo misto è la seguente:

$$W = \text{PNR} + A$$

Dove PNR è la componente patrimoniale (patrimonio netto rettificato) e la A è la componente reddituale (l'avviamento), data dal valore attuale dei sovraredditi o sottoredditi attesi.

Le varianti tradizionali del metodo misto sono l'approccio del valore medio e della stima autonoma dell'avviamento.

Il *metodo del valore medio* giunge al valore finale applicando una media tra il valore del capitale netto rettificato (PNR) e il valore ottenuto della capitalizzazione del flusso di reddito medio presunto per il futuro.

Il *metodo misto con stima autonoma dell'avviamento* si realizza nella somma tra il valore del capitale netto rettificato e il valore dell'avviamento, dato dal valore attuale dei sovraredditi o sottoredditi, per un determinato orizzonte temporale. La variante EVA si basa sui medesimi presupposti logici del precedente metodo, assumendo una prospettiva asset side. Essa perviene al valore aziendale sommando al capitale investito, opportunamente rettificato, il parametro MVA. Tale parametro è dato dalla soma del valore attuale previsti per un periodo di vita futuro dell'azienda.

Il metodo misto prevede alcune applicazioni particolari per la valutazione delle aziende in disequilibrio economico. Si tratta dei procedimenti della verifica reddituale e della rivalutazione controllata dei cespiti ammortizzabili. Il primo si rende opportuno quando le stime del valore del capitale vengono svolte con metodi patrimoniali. In questi casi, si corre il rischio di attribuire all'entità valutativa (sia essa un'azienda o un suo ramo) un valore completamente svincolato dalle dinamiche reddituali prospettiche. La verifica reddituale si considera superata (e, quindi, la stima patrimoniale capace di fornire un risultato allineato alle dinamiche reddituali prospettiche dell'azienda) quando R_n/PNR assume un valore che cade in un intorno ritenuto accettabile dal tasso espressivo del capitale proprio. Il processo della rivalutazione controllata dei cespiti ammortizzabili a controllare ed eventualmente contenere la plusvalenza emergente dalla riespressione

a valori correnti dei cespiti soggetti ad ammortamento. Il procedimento si focalizza, dunque, sui beni soggetti ad ammortamento, determinandone dapprima il valore di sostituzione o di ricostruzione al netto del deperimento e dell'obsolescenza economica. Successivamente si procede ad una verifica dell'accettabilità totale o parziale di tale rivalutazione.

2.6. METODI DEI MULTIPLI DI MERCATO

Come visto in precedenza il metodo dei multipli è una delle tecniche più utilizzate dagli analisti per la valutazione dei titoli, essendo di facile comprensione e immediata applicazione.

L'ipotesi di base di tale criterio è che il valore di un'impresa sia proporzionalmente collegato a un determinato parametro di performance. Tuttavia il rischio che si corre di commettere errori di stima è significativo tant'è che si parla di veri e falsi comparabili.

Questi metodi si basano sull'applicazione a grandezze aziendali rilevanti (utile netto, Ebitda, Ebit...) di moltiplicatori (i multipli) stimati osservando, con riferimento ad aziende ritenute comparabili, il rapporto che sussiste tra il prezzo (noto) dell'azienda comparabile e la misura di quella data grandezza (utile netto, Ebitda, ebit...) dell'azienda comparabile. In poche parole, si presuppone che tra il prezzo dell'azione e un valore contabile vi sia un rapporto fisso.

Tali metodi hanno il fine di individuare un realistico valore di mercato dell'azienda oggetto di valutazione, muovendo dai prezzi registrati sul mercato borsistico per titoli di aziende quotate simili.

Essendo un criterio utilizzabile unicamente per le società quotate, è maggiormente utilizzabile dove i mercati borsistici sono sviluppati (USA). Inoltre la soggettività è molto bassa.

La facilità di stima del valore aziendale nasconde alcune criticità, che possono portare a ottenere risultati fuorvianti.

- La prima criticità è relativa alla razionalità dei prezzi rilevati. Prendendo in esame il prezzo delle aziende comparabili, talvolta tali prezzi sono influenzati dall'euforia/depressione borsistica del momento. Si tratta quindi, di metodi basati sui prezzi e non sui valori.
- La seconda criticità è inerente alla comparabilità delle aziende di riferimento; per garantire un'effettiva confrontabilità è necessario analizzare parametri significativi come: il settore, la dimensione, il posizionamento strategico, ambiti territoriali di attività, il livello di indebitamento...

- Il livello di indebitamento, ovvero la struttura finanziaria è un ulteriore fattore fondamentale nella scelta delle aziende comparabili, in quanto un analogo rapporto D/E sottolinea una politica finanziaria simile e, quindi, un sistema di rischi omogenea.

Fondamentale è anche che i moltiplicatori si riferiscano allo stesso periodo temporale per il quale è richiesta la valutazione della società target.

A riguardo si distinguono:

- Multipli correnti: ottenuti rapportando il prezzo di borsa della società comparabile con grandezze derivate dall'ultimo bilancio disponibile della stessa società.
- Multipli leading: ottenuti rapportando il prezzo di borsa della società comparabile con grandezze stimate per il prossimo esercizio della stessa società.
- Multipli trailing: ottenuti rapportando il prezzo di borsa della società comparabile con grandezze derivate dagli ultimi 12 mesi di attività della stessa società (per esempio, gli ultimi 12 mesi dell'anno n e i primi 6 mesi dell'anno n+1).

Il valore dell'impresa (W) sarà uguale al risultato del prodotto tra un multiplo relativo a un campione di società comparabili e il valore della medesima grandezza della società oggetto di valutazione.

Circa l'ottica valutativa anche qui distinguiamo due approcci alternativi:

- MULTIPLI EQUITY SIDE: mediante i quali si giunge alla stima diretta del patrimonio netto aziendale. Questo approccio, detto levered essendo al netto della struttura finanziaria, richiede al numeratore una misura espressiva del valore azionario (prezzo azionario). Tali moltiplicatori sono calcolati su grandezze economiche o finanziarie al netto degli oneri finanziarie che tengono già conto delle scelte di struttura finanziaria, quali il reddito netto, patrimonio netto o i dividendi.

Il valore del capitale economico lo otteniamo dall'equazione:

$$\frac{W_a}{Z_a} = \frac{P_c}{Z_s}$$

W_a = valore del capitale economico dell'azienda oggetto di valutazione

Z_a = una grandezza pertinente all'impresa da valutare

P_c = prezzo medio di mercato delle imprese comparabili

Z_s = valore medio che la grandezza di riferimento " Z_a " assume tra le imprese comparabili.

Data tale equazione possiamo ricavare il valore economico dell'impresa target:

$$W_a = \frac{P_c}{Z_s} * Z_a$$

I metodi maggiormente utilizzati dagli analisti sono:

-P/E= $\frac{\text{price}}{\text{earnings per share}}$ Fornisce un'indicazione di quante volte il valore dell'azienda supera gli utili generati. Per riuscire ad ottenere il prezzo dell'azienda target sarà sufficiente moltiplicare l'EPS della società per il multiplo medio del campione. $P = \text{EPS impresa} * (P/E) \text{ medio del settore}$.

Spesso insieme al P/E viene utilizzato il *PEG ratio* che tiene conto del tasso di crescita degli utili negli anni successivi.

-Price/Book Value (P/BV): consiste nel rapporto tra il prezzo dell'azione e il patrimonio netto contabile per azione. Il prezzo dell'azienda target è ottenuto dal prodotto tra:

$$P = \text{BV impresa} * \left(\frac{P}{BV}\right) \text{ medio dei comparabili.}$$

-Price/Free Cash Flow To Equity (P/FCFE): rapporto tra il Prezzo dell'azione e il flusso di cassa per azione.

-Price/sales: dato dal rapporto tra il prezzo dell'azienda e il fatturato. Rappresenta il multiplo più stabile essendo poco influenzabile da politiche contabili.

- **MULTIPLI ASSET SIDE:** basati su un approccio detto unlevered, al numeratore troviamo il valore di mercato dell'azienda (Enterprise Value= cap. di borsa+ indebitamento finanziario), e in seguito il valore economico del capitale è determinato sottraendo dall'Enterprise Value dell'azienda valutando l'ammontare della sua posizione finanziaria netta. Tutti multipli sono calcolati su grandezze al lordo degli oneri finanziari, come il fatturato, l'Ebit, l'Ebitda o il flusso di cassa operativo.

Questo metodo si sviluppa sull'equazione: $\left(\frac{W_t + D_t}{K_t}\right) = \left(\frac{P_s + D_s}{K_s}\right)$

In cui:

W_t = valore del capitale economico dell'impresa valutanda.

D_t = valore di mercato dei debiti finanziari dell'impresa target.

K_t = grandezza relativa all'impresa da valutare.

P_s = prezzo medio di mercato delle imprese comparabili.

K_s = valore medio della grandezza k relativa alle imprese del campione.

D_s = media dei valori di mercato dei debiti delle comparabili

Possiamo da ciò ottenere il valore dell'impresa obiettivo: $W_T = \left(\left(\frac{P_s + D_s}{K_s}\right) * K_t\right) - D_t$

I multipli maggiormente utilizzati per ottenere il valore dell'Enterprise Value sono:

-EV/EBIT: rapporto tra il valore di mercato dell'impresa e l'Ebit.

-EV/EBITDA: metodo ampiamente utilizzato, perché non influenzato dalle politiche contabili essendo rilevato al lordo dei costi non monetari (amm.ti, accantonamenti, svalutazione).

-EV/Free Cash Flow: misura l'Enterprise Value considerando la capacità di generare flussi di cassa positivi.

-EV/Sales: ottenuto dal rapporto tra l'Enterprise Value e il fatturato dell'impresa.

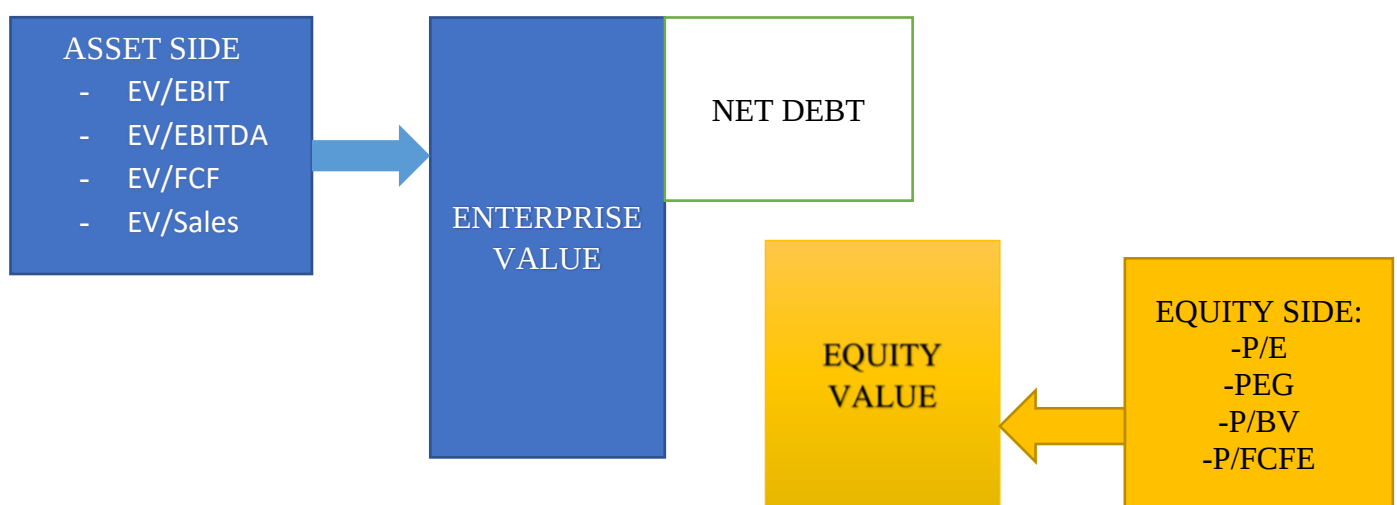


FIG 2.3. APPROCCIO EQUITY SIDE E ASSET SIDE NELLA VALUTAZIONE CON I MULTIPLI.

Capitolo 3

3.1. DESCRIZIONE DEL SETTORE ENERGY & UTILITIES

Il settore energetico è un settore in continua evoluzione e per tale motivo molto dinamico e destinato a durare nel tempo. L'industria dell'energia è quel campo dell'economia che si interessa di generare energia e di distribuirla per le varie attività industriali, gli spostamenti, le abitazioni e quindi è uno strumento essenziale per tutte le attività che ci premettono ogni giorno di vivere e di lavorare. Le aziende che operano nel campo dell'energia non si limitano a portare l'elettricità nelle abitazioni, ma hanno negli anni trasformato la loro mission per stare al passo con l'evoluzione tecnologica e delle nuove rivoluzioni industriali.

Il dinamismo del settore energetico si è evidenziato in modo particolare negli ultimi anni in seguito alle problematiche correlate al riscaldamento globale, spostando il suo focus sempre più verso fonti alternative di energia. <A tal proposito, l'Unione europea (UE) ha da poco ampliato le proprie ambizioni in materia di clima per il 2030, portando l'obiettivo di riduzione delle emissioni di gas serra al 55% rispetto ai livelli del 1990, al fine di raggiungere la neutralità carbonica entro il 2050. Per raggiungere questi obiettivi, l'UE ha presentato il suo pacchetto "Fit for 55", una strategia politica che mira a trasformare profondamente l'economia europea attraverso la revisione, entro metà luglio 2021, delle principali normative europee sull'energia e sul clima¹¹.

Il fenomeno del surriscaldamento globale è dovuto all'aumento delle temperature dovute sia a cause naturali come l'irraggiamento solare che per le attività umane come l'utilizzo dei combustibili fossili, il disboscamento, l'allevamento e l'agricoltura intensiva. Più la temperatura aumenta e più si avranno fenomeni come lo scioglimento dei ghiacci e l'emissione di elevati quantità di CO₂. Per questo motivo, le società più importanti stanno concentrando tutte i loro sforzi nella produzione di fonti rinnovabili.

Nel settore energetico sussistono varie tipologie di business principali:

1. GENERAZIONE (power): generazione di energia elettrica che può avvenire da fonti fossili o fonti rinnovabili.
2. PRODUZIONE DI IMPIANTI: tutta l'energia prodotta è generata da impianti (es. pannelli solari, pale eoliche...).

¹¹Elettrificare l'Europa per un futuro a zero emissioni, 09 luglio 2021, reperibile al seguente link:
<https://www.enel.com/it/azienda/storie/articles/2021/07/elettrificare-europa-per-un-futuro-senza-carbonio>

3. RETI DISTRIBUTIVE: servono a trasferire l'energia elettrica dalle centrali elettriche ai consumatori finali.

1. GENERAZIONE DI ENERGIA

Sebbene l'energia derivante da fonti rinnovabili venga considerata l'energia del futuro, è indubbio che al momento le principali fonti restano quelle non rinnovabili, soprattutto i combustibili fossili: petrolio, carbone e gas naturale.

<Le tre principali **fonti non rinnovabili** utilizzate sono:

- Petrolio

Tra le fonti non rinnovabili, la principale è il petrolio: ne vengono prodotti 3,5 miliardi di tonnellate l'anno. Si stima però un esaurimento dei giacimenti petroliferi verso il 2050.

- Carbone

Il carbone è il secondo combustibile fossile più diffuso: la sua produzione annua supera i 4 milioni di tonnellate. Ciò è dovuto ai bassi costi d'acquisto ed alla possibilità di essere trasformato in combustibili ad alto rendimento energetico. Il problema è che la sua combustione produce un grave impatto ambientale, a causa delle emissioni di anidride carbonica e ossidi di zolfo.

- Gas naturali

I gas naturali registrano una produzione annuale di oltre i 2.300 miliardi di metri cubi. Questa fonte energetica ha alti costi di trasporto, dal momento che il gas può essere distribuito a pressione attraverso gasdotti oppure trasferito in forma liquida con l'ausilio di navi metaniere.

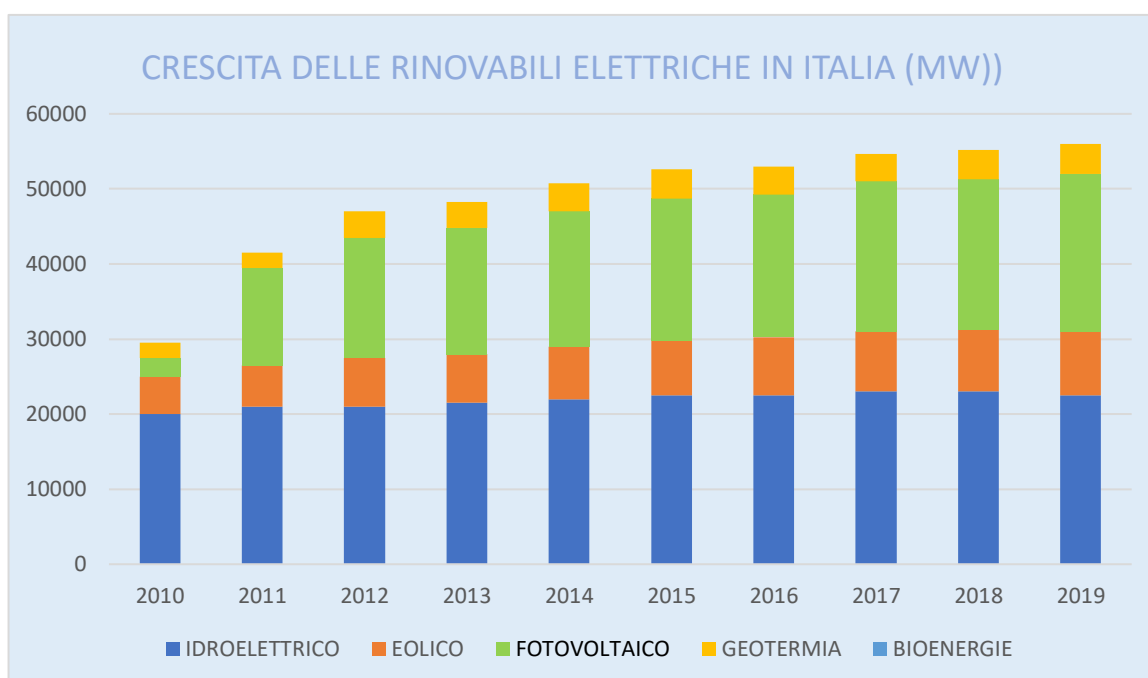
Emissioni nocive, forte impatto sull'ambiente e sull'ecosistema circostanti e costi elevati hanno fatto nascere l'esigenza di sviluppare tecnologie che permettano di utilizzare energie rinnovabili, pulite, non caratterizzate da scarsità, ma soprattutto meno dannose per l'ambiente e per le persone.

Le principali **risorse rinnovabili**, e quindi non soggette ad esaurimento, sono:¹²

¹² “Risorse rinnovabili e fonti fossili: la sfida delle fonti energetiche”, 7 Aprile 2020, reperibile al seguente link: <https://blog.senec.it/risorse-rinnovabili-e-fonti-fossili-la-sfida-delle-fonti-energetiche>

- energia solare (ricavabile con pannelli solari fotovoltaici)
- energia eolica (che sfrutta l'energia del vento con apposite pale)
- energia geotermica (quella che viene dal calore della terra)
- le biomasse (l'energia viene dalla decomposizione di materiale organico)
- Energia idroelettrica (sfrutta il movimento di enormi masse d'acqua che producono energia cinetica, che a sua volta viene trasformata in energia elettrica)

Entrando più nello specifico, possiamo analizzare quanto ogni fonte contribuisce alla generazione di energia elettrica.



<TAB 3.1. CRESCITA DELLE FONTI RINNOVABILI IN ITALIA (2010-2019).>¹³

Come si evince dal grafico, al 2019, la fonte idroelettrica è quella che fornisce il maggior apporto.

A seguire troviamo il fotovoltaico, che è stata la fonte di energia che ha subito il maggior grado di sviluppo, superando l'eolico che ha avuto negli anni una crescita molto più lenta e graduale.

Le fonti geotermiche e bioenergetiche rappresenta ancora una quota minima rispetto al totale.

¹³ Fonte grafico 3.1.: Elaborazione Legambiente su dati GSE e Irena.

<<Secondo *Terna*, al 2020 le energie rinnovabili hanno permesso di soddisfare circa il 35,9% della domanda elettrica nazionale (in Italia), con forti crescite per:

- Fotovoltaico, al 21,2%
- Eolico, al 17,5%
- Geotermica, al 14,9%

In calo invece la produzione da idroelettrico a -3,1%, attestandosi al 41%, stenta ancora quella a idrogeno e le importazioni, sono a -9,5%.

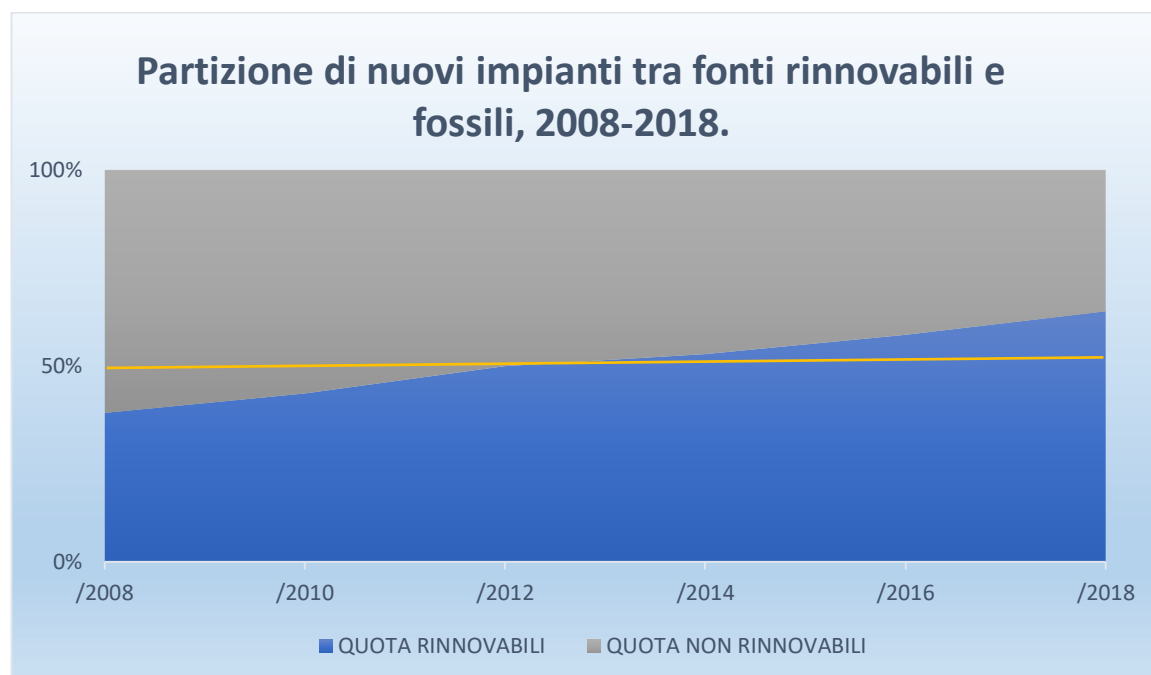
Stando ai dati del *Ministero dello Sviluppo Economico* e del nuovo *Ministero della Transizione Ecologica*, ammonta a circa 18,22 miliardi di euro la spesa annuale per finanziare fonti d'energia pulita, specialmente la filiera dell'idrogeno pulito, e 10 dedicati solo a energia elettrica, principalmente solare ed eolica. Tuttavia, dei 222 miliardi di euro del *Recovery Fund* destinato all'Italia solo 69,8 sono dedicati a misure ecosostenibili.

In ogni caso, l'obiettivo di triplicare la potenza da energia solare e raddoppiare quella da eolica entro il 2030 prevede nuovi investimenti superiori ai 60 miliardi di euro>>¹⁴.

2. PRODUZIONE DI IMPIANTI

Nonostante l'attenzione sia sempre più orientata verso le fonti rinnovabili, che lo rendono un settore in forte espansione, come abbiamo visto le tradizionali fonti fossili rappresentano ancora una quota significativa della produzione totale.

¹⁴ “Investire in Aziende di Energia Rinnovabile in Italia nel 2021”, 1 Giugno 2021, reperibile al seguente link: <https://finanza.economia-italia.com/investire-in-aziende-di-energia-rinnovabile-in-italia>.



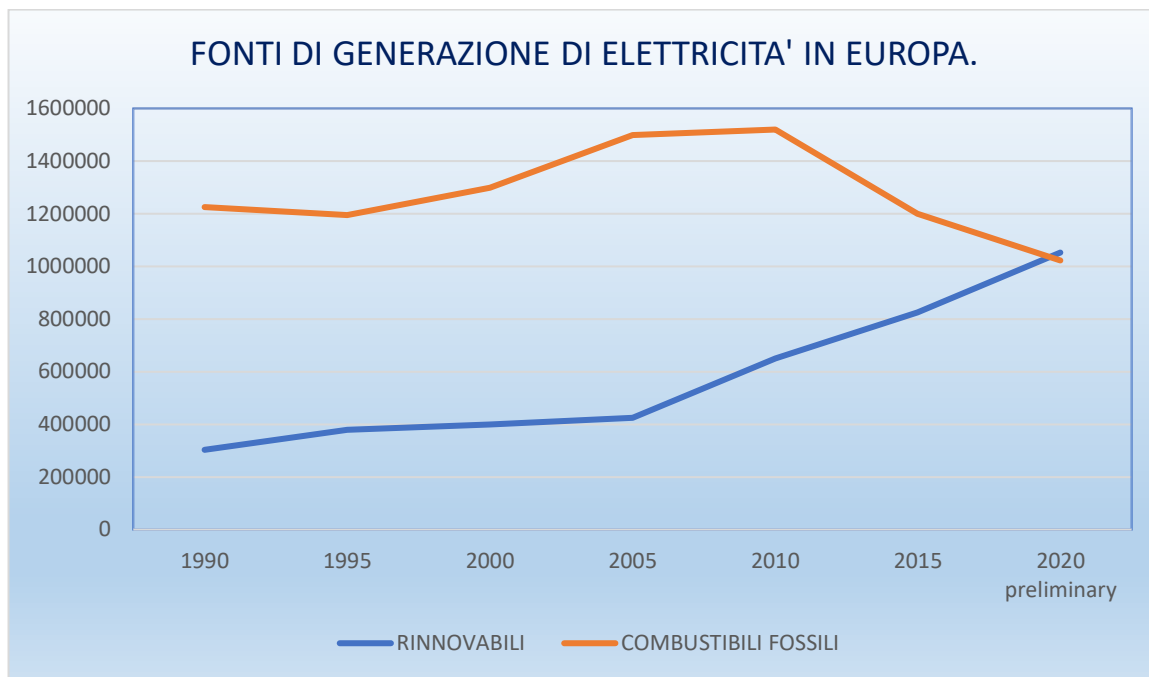
TAB. 3.2. PARTIZIONE DELLE QUOTE DI NUOVI IMPIANTI TRA FONTI RINNOVABILI E FOSSILI.

Il grafico mostra come i nuovi impianti, fortemente correlati ai futuri trend di produzione aggiuntiva dell'energia, sono ripartiti tra rinnovabili e non rinnovabili. Il grafico evidenzia una progressiva tendenza a favore di nuovi impianti per la produzione di energia rinnovabile dal 2008 al 2018. Nel 2018 i nuovi impianti di rinnovabili rappresentano ben il 64% delle fonti totali contro il 38% del 2008.

Ad evidenza di questo trend verso le rinnovabili sempre più marcato, l'*Eurostat* ha pubblicato i dati del 2020 dove si evince per la prima volta che la produzione di energia elettrica da rinnovabili ha superato quella da combustibili fossili.

<Infatti, secondo i dati preliminari per il 2020 raccolti dall'ufficio statistico dell'Unione Europea, la quota di produzione di energia elettrica da fonti rinnovabili è aumentata nel tempo, passando da 303.279 GWh nel 1990 a 979.866 GWh nel 2019. I dati provvisori del 2020 mostrano un ulteriore aumento a 1.052.582 GWh, pari a 29.994 GWh in più rispetto alla produzione da combustibili fossili. Nel 2020 la produzione di energia elettrica da combustibili fossili ha continuato a diminuire, registrando il punto più basso: da 1.226.156 Gigawattora (GWh) nel 1990, a un picco di 1.584.005 GWh nel 2007, a 1.133.402 GWh nel 2019 e 1.022.589 GWh nel 2020>¹⁵.

¹⁵ “Energia, in Ue produzione da rinnovabili supera combustibili fossili”, 29 Giugno 2021, reperibile al seguente link: <https://www.lapresse.it/ultima-ora/2021/06/29/energia-in-ue-produzione-da-rinnovabili-supera-combustibili-fossili/>.



TAB 3.3. FONTI DI PRODUZIONE ENERGIA ELETTRICA (1990-2020).

3. RETI DISTRIBUTIVE

<L'energia elettrica viaggia dalle fonti di energia ai clienti residenziali, commerciali e industriali. Durante questo viaggio, l'elettricità passa attraverso le linee di distribuzione e di trasmissione>¹⁶..

<Le linee di trasmissione sono per le grandi distanze, la loro tensione è più elevata e non potendo essere utilizzata direttamente l'elettricità passa dalla centrale alla sottostazione (dove viene portata a tensione più bassa), da cui viene ulteriormente distribuita. Tali linee di trasmissione sono bidirezionali: l'elettricità può andare in entrambe le direzioni.

Le linee di distribuzione sono invece per le brevi distanze, la loro tensione è inferiore e trasportano l'elettricità localmente dalle sottostazioni agli utenti finali. Le linee di distribuzione sono tradizionalmente realizzate per viaggiare in un'unica direzione>¹⁷.

A causa dell'incremento delle grandi unità di produzione rinnovabile, dove la produzione dell'energia dipende dal clima e che quindi è difficile da prevedere, le reti ad alta tensione richiedono una maggiore capacità di trasporto elettrico attraverso i confini nazionali per compensare periodi di momentanea scarsità di energia rinnovabile.

¹⁶ "Trasmissione e distribuzione elettrica: differenze", reperibile al seguente link: <https://www.energia-lowcost.com/trasmissione-e-distribuzione-elettrica-le-differenze-nelle-linee-della-rete-elettriche-in-italia/>

¹⁷ "Ibidem"

Le reti distributive non sono asset duplicabili (nessuno realizza due reti vicine), quindi le società che hanno la proprietà delle reti distributive si assicurano un vantaggio competitivo. Tutte le società possono produrre energia, ma se nessuno garantisce le reti con cui distribuirla non la si può vendere.

CONCLUSIONE

Il panorama che si è sviluppato negli ultimi anni è quello di un settore che sta andando verso una sempre maggiore concentrazione, con la nascita di forti gruppi che mirano, come principale obiettivo, ad espandere il bacino d'utenza, e con volumi che crescono a tassi sostenuti anche per effetto dell'aumento costante delle tariffe. Inoltre è un settore caratterizzato da notevoli investimenti, sia produttivi che finanziari, e da una forte attenzione all'innovazione dei servizi, delle modalità di erogazione e delle tecnologie utilizzate. Se quindi, i maggiori investimenti delle imprese che operano nel settore sono implementati al fine della crescita dimensionale e all'ampliamento del bacino d'utenza, una crescente attenzione viene rivolta anche all'interno dell'impresa, con l'obiettivo di minimizzare i costi e massimizzare la creazione del valore.

Al 30.06.2021 il settore energetico e delle utilities presentano nel loro insieme una capitalizzazione di 189,621 Billions di Euro.¹⁸

3.2. PRESENTAZIONE PLAYER DEL SETTORE

Le due principali compagnie elettriche che andremo a valutare nei prossimi paragrafi sono:

▪ ENEL ENERGIA ¹⁹

È uno dei principali operatori globali nei settori dell'elettricità, del gas e dei servizi integrati, leader nel mercato libero dell'energia. Specializzata nella produzione, vendita e distribuzione di gas naturale ed energia elettrica, sia per clienti privati sia per il B2B. Enel si è orientata verso l'*elettrificazione*, alimentata da energie rinnovabili, che secondo il gruppo rappresenta la soluzione più efficiente ed economica essendo pulita, sostenibile e offre alte prestazioni, oltre a rappresentare l'unica soluzione per un sistema energetico veramente pulito. Inoltre, grazie alla drastica diminuzione dei costi che rende l'eolico e il solare più economici nella produzione di energia rispetto ai combustibili fossili in diverse regioni, l'elettricità

¹⁸ <https://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/statistiche/statistiche-storiche/capitalizzazioni/capitalizzazioni.htm>

¹⁹ Elettrificare l'Europa per un futuro a zero emissioni, 09 luglio 2021, reperibile al seguente link:

<https://www.enel.com/it/azienda/storie/articles/2021/07/elettrificare-europa-per-un-futuro-senza-carbonio>

rinnovabile a basso costo può sostituire l'uso diretto di combustibili fossili in quei settori considerati come la causa principale delle emissioni di gas serra.

▪ ENI GAS E LUCE ²⁰

Eni gas e luce opera nel mercato retail e business di gas, luce e soluzioni energetiche e in Italia conta oltre 8 milioni di clienti. Presente in 4 Paesi in Europa è controllata al 100% da Eni SpA il quinto gruppo petrolifero a livello mondiale e storica multinazionale fondata dallo Stato italiano nel 1953.

La mission di Eni, consapevole dell'emergenza climatica in atto, è giungere alla neutralità carbonica nel 2050. L'Eni del futuro sarà ancora più sostenibile, sempre più digitalizzata nelle operazioni e nei servizi che fornirà ai clienti e vedrà rinforzato il suo ruolo di attore globale nel mondo dell'energia e sarà arricchita dal progressivo sviluppo del business delle rinnovabili. Verranno sviluppati nuovi business improntati alla circolarità, l'uso di biogas e il riciclo di scarti e prodotti finali. Eni è partner di diverse iniziative che prevedono l'implementazione di azioni volontarie per la *riduzione delle emissioni di metano* lungo l'intero processo produttivo Oil & Gas.

3.3. VALUTAZIONE DI ENEL S.P.A. MEDIANTE IL METODO DCF

Nel presente paragrafo andremo a ricavare il valore di ENEL S.p.a. mediante il metodo del *Discounted Cash Flow*. Il DCF ci aiuta a determinare il valore di una società sulla base dei futuri flussi di cassa scontati al valore attuale. Attualizzeremo i flussi di cassa *unlevered* (flussi di cassa spettanti agli azionisti e i finanziatori), quindi secondo l'approccio asset-side.

La valutazione è basata sull'analisi del bilancio consolidato redatto dall'azienda, che rappresenta il principale strumento informativo.

FINE PERIODO:	2020	2019	2018	2017
RICAVI	62.364.000	77.366.000	73.134.000	73.071.000
COSTO DEL VENDUTO	22.664.000	31.400.000	35.000.000	34.192.000

²⁰ “La strategia di Eni contro il cambiamento climatico”, 12 Maggio 2021, reperibile al seguente link: <https://www.eni.com/it-IT/low-carbon/strategia-cambiamenti-climatici.html>

TOTALE SPESE OPERATIVE	54.255.000	70.488.000	63.137.000	62.872.000
RISULTATO OPERATIVO (EBIT)	8.638	6.878	9.900	9.792
REDDITI/SPESE NON OPERATIVE	-2.429	-2.403	-1.879	-2.213
UTILE AL LORDO DELLE IMPOSTE	5.463	4.312	8.201	7.211
ACCANTONAMENTI PER IMPOSTE SUL REDDITO	1.841	836	1.851	1.882
UTILE AL NETTO DELLE IMPOSTE	3.622	3.476	6.350	5.329
INTERESSI DI PERTINENZA DI TERZI	-1.012	-1.302	-1561	-1.550
REDDITO NETTO	2.610	2.174	4.789	3.779

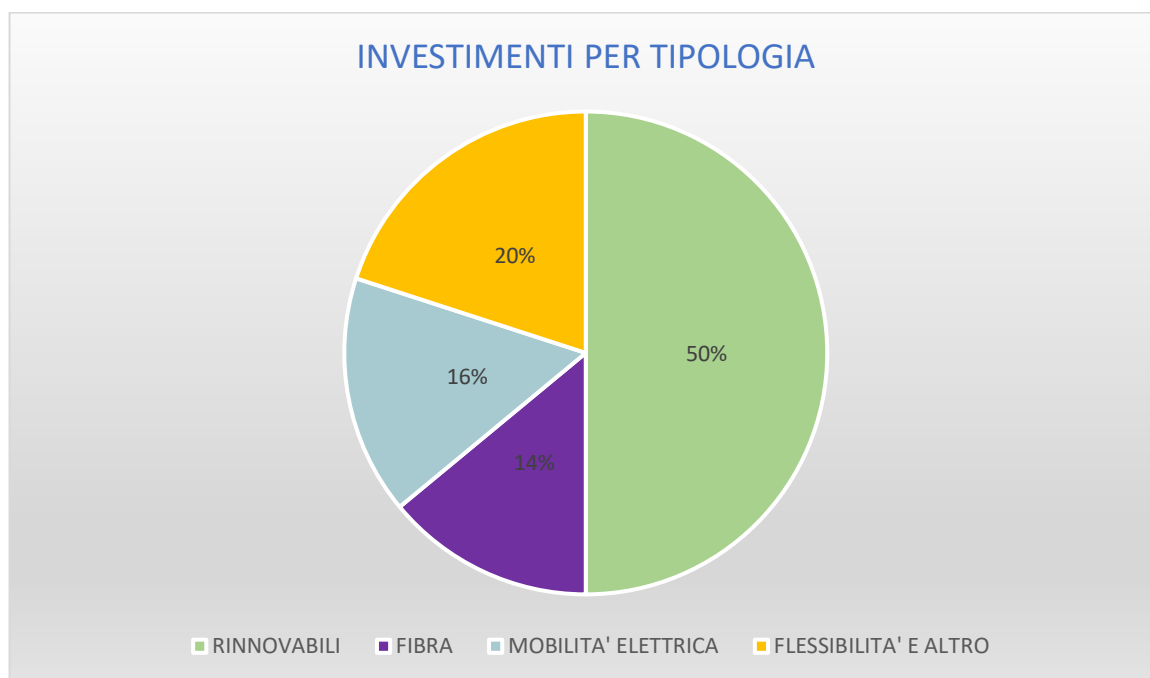
TAB. 3.4. Conto Economico di Enel S.p.a.

Osservando il CE, possiamo notare come Enel abbia raggiunto una certa stabilità nei ricavi (non considerando il dato del 2020, fuorviante ai fini della valutazione a causa della situazione pandemica), che ci permette di considerarla un'azienda in steady growth.

Tuttavia le stime degli analisti prevedono, in uno scenario neutrale, una crescita dei ricavi del 5-6% annuo in media per i prossimi, confermando anche quelli che sono gli obbiettivi strategici posti dalla società nel *piano strategico 2021-2030*.

Attualizzeremo i flussi di cassa *unlevered* (flussi di cassa spettanti agli azionisti e i finanziatori).

ENEL prevede nella prossima decade circa 150 miliardi di euro di investimenti, quasi la metà sarà dedicata alla Global Power Generation, con un totale di circa 65 miliardi di euro destinati alle energie rinnovabili, che, si prevede, consentiranno al Gruppo di aggiungere circa 75 GW di capacità rinnovabile, ben bilanciata tra solare ed eolica, agli attuali 45 GW consolidati, per un totale di circa 120 GW di capacità totale al 2030 (2,7 volte maggiori rispetto ai livelli correnti).



TAB. 3.5. GRAFICO RAFFIGURANTE LA SUDDIVISIONE DEGLI INVESTIMENTI PER TIPOLOGIA DI BUSINESS.

<In particolare, nel settore Clienti, i due modelli di business promuoveranno il valore del cliente in tutti i segmenti mediante pacchetti di offerte combinate:

-Nel segmento B2C il Gruppo promuoverà l'elettificazione della base clienti mediante un'offerta integrata di energia e di servizi offerti da Enel X. Si prevede che i volumi di elettricità venduti nel mercato libero in Europa aumentino di 2,5 volte rispetto al 2020, raggiungendo circa 100 TWh nel 2030 rispetto ai 39 TWh nel 2020;

-Si prevede che il margine lordo del Gruppo nelle attività B2B in Europa raggiunga 1,9 miliardi di euro nel 2030, rispetto a circa 1,1 miliardi di euro nel 2020.

-Inoltre, si prevede che i punti di ricarica per i veicoli elettrici aumentino a oltre 4 milioni e che si registri una crescita delle soluzioni di demand response di oltre 3 volte, a circa 20 GW rispetto ai 6 GW circa nel 2020.^{>21}

²¹ "Piano strategico Enel" reperibile al seguente link: <https://integratedreporting2020.enel.com/it/relazione-sulla-gestione/strategia-del-gruppo/la-strategia-del-gruppo/piano-strategico>

Si prevede che tali investimenti possano accrescere l'EBITDA ordinario del Gruppo in termini di CAGR (compound annual growth rate²²) del 5%-6%, a fronte di una crescita dell'utile netto ordinario del 6%-7% in termini di CAGR tra il 2020 e il 2030.

1. DETERMINAZIONE DEI FLUSSI DI CASSA FUTURI, PREVISTI PER L'ORIZZONTE TEMPORALE DI 5 ANNI (2021-2025).

	2021	2022	2023	2024	2025
Tasso di crescita dei ricavi	4.5%	5.0%	6.0%	6.5%	7.0%
Ricavi	80.847	84.890	89.983	95.832	102.540
EBIT	10.009	10.510	11.140	11.864	12.694
Imposte (26%)	2.602	2.732	2.896	3.084	3.300
NOPAT	7.406	7.777	8.244	8.779	9.393
+Ammortamenti e svalutazione	5.670	5.800	6.000	6.200	6.280
- variaz. del CCN.	(2.000)	(2.200)	(1.800)	(2.000)	(2.200)
+ disinvestimenti/ - investimenti	(13.000)	(13.000)	(12.000)	(10.000)	(10.000)
FCF	-1.924	-1.623	444	2.979	3.473

**dati in milione di Euro.*

Abbiamo considerato un aumento dei ricavi rispetto all'anno 2019, a causa degli effetti pandemici che hanno impattato sui dati del 2020. Il tasso di crescita dei ricavi crescente negli anni è dovuto al fatto che gli investimenti programmati genereranno effetti migliori col passare del tempo. L'EBIT lo abbiamo rilevato prendendo in considerazione il margine operativo medio degli ultimi 5 anni di Enel, pari al 12,38%. Come percentuale di imposta consideriamo una media del 25% annuo, sulla base dei rapporti tra imposte ed EBIT degli anni precedenti.

²² Il Cagr anche scritto C.A.G.R., è l'acronimo di Compound annual growth rate, ovvero il Tasso annuo di crescita composto. il Cagr non ci dà un valore reale della crescita effettiva anno su anno ma ci dà un tasso di crescita medio.

Ammortamenti e svalutazioni sono stati valutati considerando i piani finanziari di Enel S.p.a.

Gli investimenti prevedono circa 38 miliardi nel triennio (2021-2023), per poi attestarsi sui 10 miliardi all'anno.

2. CALCOLO DEL COSTO MEDIO PONDERATO DEL CAPITALE

Tale metodo prevede che i flussi di cassa vengano scontati al costo medio ponderato del capitale (WACC), la cui formula è:

$$WACC = (1-t_c) * r_d * \frac{D}{(D+E)} + r_e * \frac{E}{(D+E)}$$

Il valore del capitale proprio r_e lo ricaviamo mediante il modello del CAPM (Capital Asset Pricing Model):²³

$$r_e = r_f + \beta * (r_m - r_f)$$

- Il **tasso risk free** (r_f) lo deriviamo dal tasso di rendimento dei btp decennali al Gennaio 2020= 1.28%.²⁴
- Il **Beta** di Enel = 0,82²⁵
- Il **premio per il rischio del mercato** è il rendimento offerto dal singolo titolo o dal mercato complessivo oltre il tasso di rendimento privo di rischio. La dimensione del premio dipende dal livello di rischio assunto sul portafoglio specifico. Considerando una variazione di circa il 6,5% annuo dell'indice azionario italiano negli ultimi 10 anni, compreso i dividendi distribuiti e sottraiamo il tasso risk free otteniamo:

$$(r_m - r_f) = 6.5\% - 1.28\% = 5,22\%$$

L'equazione del CAPM diventa:

$$r_e = 1.28\% + 0,82 * (5,22\%) = 5,56\%$$

Il costo dell'indebitamento r_d di Enel è del 3,7% alla fine del 2020, e si prevede che il costo dell'indebitamento lordo di Gruppo raggiunga il 3,3% alla fine dell'arco di Piano (2023).²⁶ Utilizzeremo quindi un valore medio di costo dell'indebitamento del 3,5%. Come aliquota fiscale abbiamo considerato un'imposta del 26%.

²³ Paragrafo 1.6.1. per approfondimento circa il modello del CAPM.

²⁴ Dato reperito su: http://www.dt.mef.gov.it/it/debito_pubblico/dati_statistici/principali_tassi_di_interesse/

²⁵ Dato reperito su: <https://it.finance.yahoo.com/quote>

²⁶ <https://www.liberoquotidiano.it/news/adnkronos/25332709/enel-a-fine-2023-si-punta-a-indebitamento-netto-tra-57-58-mld.html>

Passiamo poi alla determinazione dei pesi dell'Equity (E) e del Debito (D).

L'equity coincide con il patrimonio netto pari a 42.357 milioni di euro. L'indebitamento netto ammonta a 45.415 milioni di euro.²⁷

Rapportando il Debito con l'Equity otteniamo:

$$\frac{D}{E} =$$

1,07

$$D = 1,07 \cdot E$$

$$\frac{D}{(D+E)} = \frac{45.415}{(42.357+45.415)} = \frac{45.415}{87.772} = 0,52$$

$$\frac{E}{(D+E)} = \frac{42.357}{87.772} = 0,48$$

Ricapitolando i dati:

Aliquota fiscale	26%
r_d	3,5%
r_e	5,56%
Debito (D)	45.415
Equity (E)	42.357

$$\text{WACC} = (1-t_c) * r_d * \frac{D}{(D+E)} + r_e * \frac{E}{(D+E)} = (1-0,26) * (3,5\%) * (0,52) + (5,56\%) * (0,48) = 0,04038$$
$$= 4,038\%$$

3. CALCOLO DEL VALORE FINALE ATTUALIZZATO DELL'AZIENDA

L'ultimo passo consiste nella determinazione del valore finale attualizzato (VA_H), e a tal fine è necessario stimare il tasso di crescita dei flussi di cassa (g), oltre il periodo da noi considerato.

²⁷ <https://integratedreporting2020.enel.com/it/financial-e-non-financial-statements>, Patrimonio netto totale.

Il valore di g è dato dal prodotto tra il Plowback Ratio e il ROE. Il primo misura quanti utili vengono trattenuti dopo che i dividendi sono distribuiti. Enel presenta un plowback ratio pari al 21,9%. Il ROE è invece un indice che esprime la redditività del capitale proprio, e per Enel assume un valore del 8,16%. Per cui possiamo ricavare $g = \text{Plowback ratio} \cdot ROE = 21,9\% \cdot 8,90\% = 1,95\%$

A questo punto non resta che definire il valore finale, mediante la formula della rendita perpetua:

$$VF_5 = \frac{FCFO_5 \cdot (1+g)}{WACC-g} = \frac{3.473 \cdot (1+0,0195)}{0,0404-0,0195} = \frac{3.540,72}{0,0209} = 169.412,44$$

Il valore finale (o terminal value) va poi attualizzato al tempo iniziale:

$$VF_0 = \frac{VF_5}{(1+WACC)^5} = \frac{169.412,44}{(1,0404)^5} = 138.976,57$$

Sommando i flussi di cassa attualizzati con il valore finale otteniamo l'Enterprise Value.

	2021	2022	2023	2024	2025
FLUSSI DI CASSA FUTURI	-1.924	-1.623	444	2.979	3.473
WACC	4,038%	4,038%	4,038%	4,038%	4,038%
FLUSSI DI CASSA ATTUALIZZATI	-1.849,28	-1.499,44	394,31	2.543,98	2.851,39

$$\sum FCF = -1.849,28 + (-1.499,44) + 394,31 + 2.543,98 + 2.851,39 = 2.440,96$$

Sommando ai flussi di cassa attualizzati il valore finale otteniamo:

$$\text{ENTERPRISE VALUE} = 2.440,96 + VF = 2.440,96 + 138.976,57 = 141.417,53 = 141,41B$$

L' EV corrisponde al valore totale delle attività alla quale dobbiamo sottrarre la posizione finanziaria netta per ottenere il valore dell'equity.

ENTERPRISE VALUE	141.410
POSIZIONE FINANZIARIA NETTA ENEL 2020	(45.415)
VALORE AZIENDA (EQUITY VALUE)	95.995

Il valore dell'azienda finale è stimato pari a 95.995 milioni di euro.

3.4. VALUTAZIONE DI ENEL S.P.A MEDIANTE IL METODO DEI MULTIPLI

Il metodo dei multipli prevede di andare ad individuare l'insieme delle società comparabili con Enel S.p.a., appartenenti quindi allo stesso settore (Energy&Utilities), da cui si deducono i multipli per valutare l'impresa obbiettivo.

Andremo ad utilizzare il multiplo dell'EV/EBITDA dato dalla media delle società del settore, che poi andremo a moltiplicare per l'EBITDA delle società obbiettivo (valutazione asset side).

Analizziamo i multipli delle principali società del settore:

SOCIETA'	EV/EBITDA
ENEL	6.49
ENI	4.56
A2A	6.13
EDISON	13.72
SNAM	10.59
TERNA	12.29
ACEA	4.33
ERG	7.23
IREN	7.06

TAB. 3.5. VALORE MEDIO DEGLI ULTIMI 5 ANNI DEL RAPPORTO EV/EBITDA. (dati Morningstar)

Il valore medio del rapporto tra EV/EBITDA del settore è 8,04.

EV/EBITDA MEDIO DEL SETTORE	8,04
EBITDA ENEL 2020	17.900
ENTERPRISE VALUE ENEL	143.200 = 143,2 B
POSIZIONE FINANZIARIA NETTA ENEL 2020	(45.415)
VALORE DELL'AZIENDA	97.785 = 97,785 B

Il complesso operativo di Enel (Enterprise value) vale 143.200 Milioni, per ottenere il valore dell'azienda dobbiamo sottrarre al complesso operativo i debiti (pos. finanziaria netta).

3.5. VALUTAZIONE DI ENI S.P.A MEDIANTE METODO DEI MULTIPLI

Stesso procedimento andremo ad applicare ad ENI S.p.a., utilizzando anche qui come multiplo l'EV/EBITDA.

Abbiamo già calcolato in precedenza l'EV/EBITDA medio del settore (Energy&Utilities), che andremo a moltiplicare per l'EBITDA di Eni per ottenere l'Enterprise Value, per poi sottrarre la posizione finanziaria netta.

EV/EBITDA MEDIO DEL SETTORE	8,04
EBITDA ENI 2020	8.307 ²⁸
ENTERPRISE VALUE ENI	66.788
POSIZIONE FINANZIARIA NETTA 2020	(16.586)
VALORE DELL'AZIENDA	50.202 ²⁹

Il valore dell'equity di Eni S.p.a. si attesta quindi secondo le mie stime intorno ad un valore di 50.202 milioni di euro.

²⁸ <https://mercati.ilsole24ore.com/azioni/borsa-italiana/dettaglio-completo/ENI.MI/analisi-fondamentale?refresh>

CONCLUSIONE

Nel seguente elaborato ho deciso di analizzare le varie metodologie di valutazione aziendale. Tali processi di valutazione negli ultimi anni hanno assunto ruoli sempre più rilevanti in seguito anche ad una forte crescita delle operazioni di M&A a livello globale. Tale trend ha inoltre subito un'accelerata importante ai tempi del covid-19. Le imprese di piccole e medie dimensioni non detengono capitali sufficienti per implementare i loro business ma possono sperare che grandi gruppi le acquisiscono, e a tal fine vi è la necessità di una valutazione.

Lo scopo di tale lavoro era quello di compiere una valutazione aziendale dei due principali player del settore energetico (Enel ed Eni). Dopo, aver svolto una analisi sui differenti approcci e principi valutativi, si è proceduto con l'applicazione al caso reale.

Enel è stata valutata prima con il metodo del Discounted Cash Flow, basandomi sui bilanci consuntivi 2017-2020 e sulle previsioni di crescita elaborate dal gruppo nel proprio piano strategico 2021-2023. Si è osservato come i flussi di cassa dei prossimi anni dovrebbero produrre risultati negativi in seguito agli elevati investimenti effettuati dalla società in fonti rinnovabili, per poi diventare positivi dal 2023.

L'attualizzazione dei flussi di cassa futuri al costo medio ponderato del capitale (WACC) ha prodotto un'Enterprise Value di 141,4 B di Euro.

Successivamente abbiamo valutato il gruppo Enel applicando il metodo dei multipli di borsa, nello specifico l'EV/EBITDA, che ha ci ha portato ad ottenere un'Enterprise Value di 143,2 B di Euro.

Possiamo osservare come i due valori pur non coincidendo siano molto vicini.

Infine, abbiamo applicato lo stesso multiplo (EBITDA) per valutare Eni ed abbiamo ottenuto un'Enterprise Value di 66,7 B di Euro.

Essendo le società quotate, tutte le analisi dei dati derivano da una ricerca approfondita, analizzando l'andamento passato e cercando di dare un contributo personale.

Bibliografia

- S. Corbella, G. Liberatore, R. Tiscini, *Manuale di valutazione d'azienda*, Mcgrow Hill, 2020.
- S. Corbella, G. Liberatore, R. Tiscini, *Manuale di valutazione d'azienda (approfondimenti su profili applicativi w ambiti professionali)*, Mcgrow Hill, 2020.
- G. Zanda, M. Lacchini, T. Onesti, *La valutazione delle aziende*, VI edizione, Giappichelli editore 2013.
- R. Brealey, S. Myears, F. Allen, S. Sandri, *Principi di finanza aziendale*, VII edizione, Mcgrow Hill 2015.
- G. Pellati, *Valutazione d'azienda*, Il Sole 24 Ore 2021.
- Bodie, Kane and Marcus, *Essentials of Investments*, McGraw-Hill Companies, 9th Global Edition.
- F. Cerbioni, L. Cinquini, U. Sostero, *Contabilità e bilancio*, Mcgrow Hill, 6 edizione, 2019.

Sitografia

www.lumsa.it , *I metodi di valutazione d'impresa*.

www.borsaitaliana.it , *Guida alla valutazione*, 2004.

www.mercati.ilsole24ore.com , *Eni: analisi fondamentale*.

www.integratedreporting2020.enel.com , *Piano strategico ENEL*.

http://www.dt.mef.gov.it/it/debito_pubblico/dati_statistici/principali_tassi_di_interesse/

<https://it.finance.yahoo.com>

: <https://www.eni.com/it> , *“La strategia di Eni contro il cambiamento climatico”*, 12 Maggio 2021.

<https://www.enel.com> , *“Elettrificare l’Europa per un futuro a zero Emissioni”*, 09 Luglio 2021.

<https://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/statistiche/statistiche-storiche/capitalizzazioni/capitalizzazioni.htm>

www.investopedia.it

www.energia-lowcost.com , *“Trasmissione e distribuzione elettrica: differenze”*.

www.lapresse.it , *“Energia, in Ue produzione da rinnovabili supera combustibili fossili”*, 29 Giugno 2021.

www.finanza.economia-italia.com/investire-in-aziende-di-energia-rinnovabile-in-italia ,
“Investire in Aziende di Energia Rinnovabile in Italia nel 2021”, 1 Giugno 2021.

<https://blog.senec.it/risorse-rinnovabili-e-fonti-fossili-la-sfida-delle-fonti-energetiche>

“Risorse rinnovabili e fonti fossili: la sfida delle fonti energetiche”, 7 Aprile 2020.

<https://www.morningstar.com/stocks/pinx/esocf/quote> , *Bilancio consolidato Enel Spa*.

<https://www.morningstar.com/stocks/pinx/esocf/quote> , *Bilancio consolidato Eni Spa*.