



Dipartimento di Impresa e Management  
Corso di laurea magistrale in Gestione d'impresa  
Cattedra di Finanza Aziendale Avanzato

**La valutazione d'azienda nel settore del gelato  
industriale: il caso Sammontana S.p.A.**

Prof. Luigi Gubitosi

---

RELATORE

Prof. Adalberto Pellegrino

---

CORRELATORE

Lorenzo Turci

---

CANDIDATO

Anno Accademico 2020/2021

## SOMMARIO

INTRODUZIONE .....	5
1 LA VALUTAZIONE D'AZIENDA.....	9
1.1 METODO DISCOUNT CASH FLOW .....	9
1.1.1 I FLUSSI DI CASSA.....	12
1.1.2 IL TERMINAL VALUE .....	13
1.1.3 VINCOLI ALLA CRESCITA STABILE .....	14
1.2 METODO DEI MULTIPLI DEL VALORE.....	14
1.2.1 DETERMINANTI DEI MULTIPLI DEL VALORE.....	15
1.2.2 RELAZIONE TRA I MULTIPLI E LE PROPRIE VARIABILI.....	16
1.2.3 EV/EBITDA .....	17
1.2.4 EV/RICAVI.....	17
1.2.5 EV/EBIT .....	18
1.2.6 IL PROCESSO DI VALUTAZIONE.....	18
1.3 METODO PATRIMONIALE DI ASWATH DAMODARAN .....	19
1.3.1 METODO PATRIMONIALE SEMPLICE.....	20
1.3.2 METODO PATRIMONIALE COMPLESSO.....	21
1.3.3 LE FASI DELLA STIMA .....	23
1.4 L'ECONOMIC VALUE ADDED.....	23
1.5 IL RUOLO DELLA VALUTAZIONE .....	26
1.5.1 LA VALUTAZIONE NELLA GESTIONE DEL PORTAFOGLIO .....	26
1.5.2 LA VALUTAZIONE NELLE ANALISI DI ACQUISIZIONE .....	27
1.5.3 LA VALUTAZIONE NELLA FINANZA AZIENDALE .....	27
1.6 LE PROBLEMATICHE DELLA VALUTAZIONE DI ASWATH DAMODARAN.....	27
1.6.1 DISPONIBILITÀ LIQUIDE E PARTECIPAZIONI IN ALTRE SOCIETÀ .....	28
1.6.2 ATTIVITÀ IMMATERIALI.....	29
1.6.3 LE SINERGIE .....	30
2. IL SETTORE DEL GELATO INDUSTRIALE.....	31
2.1 IL SETTORE DEL GELATO INDUSTRIALE IN ITALIA .....	32
2.1.1 ANALISI DELLA DOMANDA .....	35
2.1.2 ANALISI DELL'OFFERTA .....	37
2.2 L'AZIENDA SAMMONTANA S.P.A .....	40

2.2.1 LA STORIA DI SAMMONTANA .....	41
2.2.3 GLI INVESTIMENTI .....	45
2.2.4 CLIENTI E FORNITORI .....	46
2.3 I PRINCIPALI COMPETITORS .....	47
2.3.1 FRONERI LTD .....	47
2.3.2 UNILEVER - ALGIDA.....	49
2.4 CRITICITÀ DEL SETTORE .....	51
3 LA VALUTAZIONE DI SAMMONTANA .....	52
3.1 LA RICLASSIFICAZIONE DEI BILANCI .....	53
3.1.1 LA RICLASSIFICAZIONE FINANZIARIA DELLO STATO PATRIMONIALE .....	54
3.1.2 LA RICLASSIFICAZIONE FUNZIONALE DELLO STATO PATRIMONIALE.....	57
3.1.3 LA RICLASSIFICAZIONE “A VALORE AGGIUNTO” DEL CONTO ECONOMICO.....	60
3.2 IL BUSINESS PLAN .....	64
3.2.1 LA STIMA DELLO STATO PATRIMONIALE.....	64
3.2.2 LA STIMA DEL CONTO ECONOMICO.....	67
3.3 VALUTAZIONE CON IL METODO DCF – FCFE .....	68
3.3.1 STIMA DEI FREE CASH FLOW TO THE FIRM.....	68
3.3.2 DEFINIZIONE DEL VALORE DI SAMMONTANA.....	70
3.4 VALUTAZIONE CON IL METODO DCF – FCFE .....	74
3.4.1 STIMA DEI FREE CASH FLOW TO EQUITY .....	74
3.4.2 DEFINIZIONE DEL VALORE DI SAMMONTANA.....	75
3.5 VALUTAZIONE CON IL METODO PATRIMONIALE.....	76
3.6 VALUTAZIONE CON IL METODO DELL’EVA.....	78
3.6.1 DEFINIZIONE DEL VALORE DI SAMMONTANA .....	79
3.7 VALUTAZIONE CON I MULTIPLI DEL VALORE .....	81
3.7.1 DEFINIZIONE DEL VALORE DI SAMMONTANA.....	82
3.8 CONFRONTO DEI RISULTATI E CONCLUSIONI.....	87
BIBLIOGRAFIA .....	92
RIASSUNTO.....	96



## Introduzione

La presente disamina nasce dalla sempre più crescente consapevolezza della centralità della valutazione d'azienda; essa, infatti, negli ultimi anni è stata utilizzata non solo e non più con l'obiettivo di individuare un valore equo nelle transazioni di mercato, ma si sta trasformando sempre più in uno strumento di utilizzo quotidiano anche in task interni all'azienda.

In questo elaborato, il concetto di valutazione trova applicazione concreta al settore del gelato industriale in generale e, nello specifico, ad un'azienda del territorio Toscano, la Sammontana S.p.A.

L'obiettivo, chiarito sin qui dal principio, è quello di indagare i diversi processi di valutazione esistenti per poi analizzare in profondità il caso Sammontana.

Per fare questo, però, data la moltitudine di metodi e di approcci possibili, si rende necessaria una iniziale esposizione del significato di Valutazione.

La valutazione è un giudizio espresso solitamente in forma monetaria, derivante dall'analisi di elementi oggettivi o soggettivi e dalla elaborazione di stime fondate su logiche e metodologie generalmente condivise. Occorre chiarire che nei processi di valutazione non esiste una "one best way", ma, al contrario, sono il contesto e la tipologia di azienda ad influire sulla scelta del modello valutativo.

Nel nostro caso, la struttura del settore del gelato industriale e l'eterogeneità dei player che competono al suo interno influiscono sulla comparazione delle aziende e sulla loro analisi. Inoltre, come approfondito in seguito, l'utilizzo di più metodologie consente di individuare un intervallo di valore entro il quale la stima può essere considerata verosimile. Ciò permetterà di comprendere quali driver influenzino le varie metodologie di valutazione.

Con riferimento ai modelli valutativi, distinguiamo i modelli di valutazione assoluti e i modelli di valutazione relativi. I primi si focalizzano sulla singola impresa attraverso una analisi dettagliata e necessitano di una grande quantità e varietà di dati, anche prospettici, relativi all'impresa e al settore in cui essa opera. I modelli relativi si fondano, invece, su tre pilastri: le formule, i prezzi probabili e un'ampia base informativa.<sup>1</sup>

---

<sup>1</sup> Luigi Guatri e Mauro Bini, I moltiplicatori nella valutazione delle aziende, 2002

Finora si è parlato del valore come risultato del processo di valutazione. È necessario, tuttavia, delineare la differenza tra valore e prezzo. Tale difformità diviene fondamentale quando il processo di valutazione ha specifiche finalità di operazioni di finanza straordinaria, quali, quotazioni in borsa, fusioni, acquisizioni. Il valore, dunque, è la quantità di moneta che può ritenersi equivalente al bene «azienda» oggetto della operazione.

Il concetto di prezzo, invece, prende forma dall'incontro della domanda e dell'offerta. Esso è stabilito da una negoziazione tra due entità che si incontrano. E' importante sottolineare che raramente le due grandezze in questione tenderanno a coincidere, dati i molteplici fattori che entrano in campo nella fase di passaggio dal valore al prezzo.

Infine, è necessario identificare quei soggetti preposti all'effettuazione del processo valutativo, considerando l'ambito della valutazione.

Le operazioni di finanza straordinaria, precedentemente riportate, prevedono una particolare tipologia di valutazione, solitamente commissionata a terzi soggetti, in particolare, a Merchant Bank.

Il processo di valutazione può riguardare anche i giudizi sulla congruità del valore aziendale, in precedenza determinato dagli amministratori della società; in queste ipotesi viene affidato o alle società di revisione, per le società quotate, o ai revisori contabile per le società non quotate.

Un ulteriore ambito valutativo è quello inerente alla valutazione delle performance aziendali. Questa tipologia di valutazione è effettuata dal management della società; essa consente di attribuire un valore al complesso aziendale, riuscendo così a superare i limiti del bilancio d'esercizio e prendendo in considerazione ulteriori elementi quali know-how, le competenze o la reputazione.

Infine, un quarto ambito è costituito dalle valutazioni di titoli azionari sui mercati regolamentati, che hanno lo scopo di esprimere la convenienza su operazioni di borsa. Queste valutazioni sono affidate ad analisti finanziari operanti in banche d'affari.

Nel primo capitolo verranno affrontati i principali metodi di valutazione delle aziende (tabella 1), il ruolo e le criticità di tali valutazioni. Occorre ricordare, come già riportato, che non esiste un metodo migliore in assoluto, ma che sono le peculiarità del settore e delle aziende a indirizzare la scelta del metodo più attendibile. E' per tale ragione che in questo capitolo iniziale la disamina condotta avrà carattere puramente teorico.

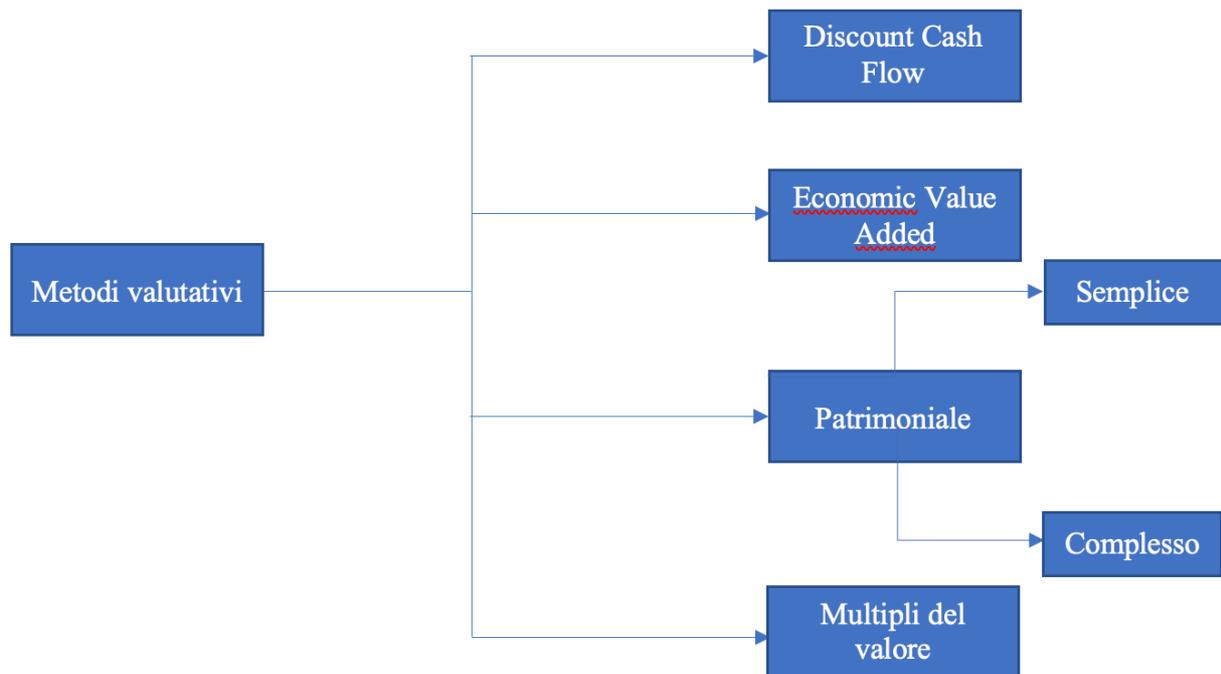


tabella 1

Il secondo capitolo della disamina è dedicato al caso studio della presente trattazione, Sammontana S.p.a., una delle principali aziende del settore del gelato industriale italiano.

L'azienda viene indagata in maniera approfondita sotto quattro aspetti chiave:

- La Storia
- La produzione
- Gli investimenti
- I rapporti con clienti e fornitori

Inoltre, nel secondo capitolo viene analizzato ampiamente il settore del gelato industriale, sia in Italia sia nel resto del mondo. In particolare, ci si sofferma sulle principali caratteristiche della domanda e della offerta del settore.

La domanda è trattata approfondendo la stagionalità del prodotto, le preferenze dei consumatori e la frequenza di consumo. L'offerta, invece, viene approfondita osservando la presenza e la penetrazione dei principali marchi nella GDO, osservando le quote di mercato rispetto ai volumi e al fatturato, e infine osservando l'indice dei prezzi.

Il terzo e ultimo capitolo rappresenta la sezione analitica della disamina. Esso riporta il processo di valutazione di Sammontana svolto per arrivare a definire un valore attendibile e congruo dell'azienda.

Il capitolo si articola in tre parti. La prima descrive la riclassificazione del bilancio di Sammontana per gli esercizi 2017,2018 e 2019; successivamente vengono riportate le stime del Business Plan per il periodo 2022-2024. Tale scelta temporale ha come scopo quello di non considerare l'impatto del Covid-19, come meglio spiegato in seguito.

Nella seconda parte del capitolo sono riportati gli approcci, le valutazioni e i calcoli empirici, che portano alla definizione di un valore dell'azienda diverso al variare del metodo utilizzato. Nel dettaglio, vengono utilizzati empiricamente i seguenti approcci:

- DCF con FCFE e FCFF
- Metodo Patrimoniale
- Metodo dell'EVA
- Metodo dei multipli del valore

La terza e ultima sezione del capitolo si concentra sull'analisi e sul confronto dei risultati ottenuti: vengono quindi analizzati tutti i diversi valori, derivanti da più metodi, e viene definito un valore medio attendibile. In conclusione, sono riportate alcune considerazioni sull'attendibilità dei metodi utilizzati.

## 1 La valutazione d'azienda

Gli approcci valutativi maggiormente utilizzati nella valutazione d'azienda verranno descritti nel presente capitolo della disamina. In particolare, verranno analizzati:

- Il metodo Discount Cash Flow, utilizzato sia con i Flussi di cassa “to the firm” sia con i Flussi di cassa “to the equity”. Tale approccio consente di considerare una prospettiva futura nella valutazione. In tale approccio risulta quindi determinante stimare correttamente i prospetti economico-finanziari futuri nel periodo considerato. Il DCF, per la sua natura prospettica, è il metodo più utilizzato per valutare asset o aziende.
- Il metodo Patrimoniale, il quale si suddivide in semplice e complesso, si concentra sulla definizione di un valore prettamente basato sullo stato patrimoniale, e consente di ottenere un valore che rispecchia l'andamento dell'azienda nell'anno stabilito.
- Il metodo dell'Economic Value Added (EVA), approccio che si concentra sul rendimento e sul costo del capitale investito operativo.
- Metodo dei multipli del valore, nel quale vengono analizzati tre distinti multipli: EV/EBITDA, EV/EBIT e EV/RICAVI. Tali metodi verranno poi successivamente utilizzati empiricamente nel terzo capitolo.

### 1.1 Metodo Discount Cash Flow

Parker R.H., nel 1968, attribuisce una connessione tra la nascita dei criteri di calcolo basati sulla attualizzazione dei flussi di cassa e l'introduzione degli investimenti ferroviari, i quali richiedevano ingenti risorse. Tuttavia, Wellington e Pennell introdussero (rispettivamente nel 1887 e nel 1914) i concetti di valore attuale dei costi e di scelta alternativa di investimento. Una prima applicazione del DCF si ebbe solo la fine degli anni '50, mentre un utilizzo in larga misura si avrà nella metà degli anni '60, anche grazie alle teorie di Gordon, Shapiro, Modigliani e Miller.<sup>2</sup>

Tale modello si fonda sul valore attuale dei flussi di cassa attesi, attualizzati a un tasso che ne rispecchia la rischiosità. In sostanza, flussi di cassa elevati e prevedibili porteranno un maggior valore rispetto a flussi di cassa bassi e volatili. Generalmente vengono sommati i flussi di cassa prodotti per un periodo di tempo pari al Business Plan (3/5 anni), dopodiché viene calcolato il Terminal Value (approfondito nel dettaglio nelle pagine successive) a partire dal quinto anno, con

---

<sup>2</sup> Teorie E Tecniche Della Valutazione D'azienda: Una Ricostruzione In Chiave Evolutiva, Daniele Monteforte, 2004.

il quale si stima il valore complessivo aziendale fino alla fine dell'orizzonte temporale in questione.

Esistono due diversi approcci per la valutazione mediante i flussi di cassa. Il primo consiste nella valutazione dell'Enterprise Value<sup>3</sup> (EV), attraverso l'attualizzazione del Free Cash Flow to the Firm (FCFF), utilizzando come tasso di sconto il WACC<sup>4</sup>. Ciò implica che per la stima dell'Equity Value - ovvero il reale valore dell'azienda - occorrerà dedurre dall'EV la Posizione Finanziaria Netta (PFN) calcolata con la seguente formula:

$$PFN = \text{Disponibilità liquide} + \text{Crediti finanziari} - \text{Debiti finanziari}$$

Questo approccio gode dei benefici apportati dall'indebitamento, in quanto fiscalmente deducibile. Allo stesso tempo, il debito causa inevitabilmente una maggiore rischiosità dell'azienda e quindi un incremento del costo del capitale proprio. Si ipotizza inoltre, che l'impresa riesca a raggiungere un tasso di crescita stabile dopo un periodo di tempo pari al Business Plan; il tasso di crescita è indicato con  $g_n$ .<sup>5</sup>

Il valore dell'Enterprise Value può scritto come:

$$EV = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCFF_t}{(1 + WACC)^t} + \frac{[FCFF_{n+1}/(WACC - g_n)]}{(1 + WACC)^n}$$

La seconda parte della formula rappresenta il Terminal Value (approfondito in seguito).

Un metodo alternativo consiste nello stimare direttamente il capitale netto dell'impresa (Equity Value). I flussi di cassa adottati saranno quelli disponibili per gli azionisti (Free Cash Flows to equity), attualizzati al costo del solo capitale proprio (Ke).<sup>6</sup> Anche in questo approccio assumiamo un tasso di crescita costante ( $g_n$ ), sempre inferiore al tasso di crescita dell'economia, il quale consente di stimare il Terminal Value. Il calcolo del valore dell'Equity Value sarà dunque:

$$Equity Value = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCFE_t}{(1 + Ke)^t} + \frac{[FCFE_{n+1}/(Ke - g_n)]}{(1 + Ke)^n}$$

---

3 L'Enterprise Value corrisponde al valore complessivo dell'azienda comprensivo dell'indebitamento.

4 Il Wacc rappresenta il costo medio ponderato del capitale, ovvero il costo che un'azienda deve sostenere per raccogliere risorse finanziarie presso soci e terzi.

5 Aswath Damodaran, Valutazione delle aziende, 2014.

6 Aswath Damodaran, Valutazione delle aziende, 2014.

Il valore dell'Equity può quindi essere analizzato con entrambi gli approcci descritti, i quali risultano tra loro alternativi. Diviene quindi necessario chiedersi: perché valutare l'EV invece dell'Equity? I valori risultanti dai due diversi approcci saranno coerenti tra loro? Il vantaggio di utilizzare l'approccio basato sull'Enterprise Value consiste nel non considerare esplicitamente i flussi di cassa relativi al debito, mentre per la stima dei flussi FCFE essi devono essere presi in considerazione. Ciò è molto vantaggioso in quei casi in cui si stima un cambiamento significativo della leva finanziaria; tuttavia, questo approccio richiede maggiori informazioni sul rapporto di indebitamento e sui tassi d'interesse per la stima del costo medio ponderato del capitale.<sup>7</sup>

Gli elementi che necessitano un maggior dettaglio e analisi, essendo punti chiave del modello, sono:

- i flussi di cassa operativi attesi;
- il costo medio ponderato del capitale (WACC), utilizzato come tasso di attualizzazione;
- il Terminal Value

---

<sup>7</sup> Aswath Damodaran, Valutazione delle aziende, 2014.

### 1.1.1 I Flussi di cassa

I flussi di cassa rappresentano la variabile chiave nel modello DCF. Diviene fondamentale chiarirne il calcolo e il metodo per stimarli. Per la stima dei flussi si parte generalmente dalla stima degli utili dell'impresa. Per il calcolo del FCFF, il punto di partenza è l'EBITDA. Per il calcolo del FCFE, invece, il punto di partenza è il FCFF oppure il reddito netto.

La Tabella 1 mostra il procedimento analitico per il calcolo del Free Cash Flow to Firm (FCFF).

<b>EBITDA (Margine operativo lordo)</b>
-Ammortamenti (e accantonamenti)
<b>EBIT</b>
-Imposte
+Ammortamenti
-Investimenti operativi
+Disinvestimenti operativi
+/-Variazione capitale circolante operativo
+/-Altre Variazioni non finanziarie SP
<b>Free Cash Flow to the Firm - FCFF</b>

Tabella 1 – *elaborazione personale*

La Tabella 2 mostra il procedimento analitico per il calcolo del Free Cash Flow to Firm (FCFE).

<b>Free Cash Flow to the Firm - FCFF</b>
-Interessi
+Tax Shield su interessi
+/- Variazione debito finanziario
<b>Free Cash Flow to Equity - FCFE</b>

Tabella 2 – *elaborazione personale*

Per quanto concerne la previsione dei flussi di cassa, è possibile utilizzare varie metodologie. Possiamo innanzitutto concentrarsi sul tasso di crescita storico, oppure all'analisi congiunta della crescita dell'impresa e della sua politica d'investimento. In questa disamina analizzeremo il tasso di crescita storico mediante il calcolo della media geometrica degli utili per un dato periodo stabilito, considerando non solo l'utile dell'azienda, ma anche la capitalizzazione di essa, rendendo così il calcolo molto accurato.

$$\text{Media geometrica} = \left[ \frac{\text{Utile}_0}{\text{Utile}_{-n}} \right]^{\left(\frac{1}{n}\right)} - 1 \quad \text{dove: } \text{Utile}_{-n} = \text{utile } n \text{ anni fa}$$

### 1.1.2 Il terminal Value

Dato che è impossibile stimare i flussi di cassa all'infinito, per "chiudere" una valutazione viene utilizzata una durata entro la quale i flussi stimati risultano attendibili, generalmente coincidente con il periodo di Business Plan (3/5 anni), diviene necessario stimare il valore terminale (o terminal value) alla data di fine periodo considerato. Il Terminal Value può essere calcolato in vari modi: Il primo consiste nel considerare la liquidazione delle attività alla data di fine del periodo considerato al miglior offerente; Il secondo consiste nella applicazione di un multiplo per utili, ricavi o valore contabile del capitale; Infine, è possibile determinare un tasso di crescita costante (solitamente indicato con "g"), il quale consente di stimare il valore terminale come una rendita perpetua a rendimenti crescenti.<sup>8</sup>

Il Terminal Value, calcolato con il valore della liquidazione, può essere determinato in due modi. Il primo approccio consiste nel rettificare il valore contabile di bilancio delle attività per l'inflazione, senza però omettere di considerare il reddito che tali attività possono generare.

Il secondo sistema considera anche la capacità che le attività hanno di generare reddito; pertanto, sarà necessario stimare i flussi di cassa attesi dalle attività e attualizzarli. Il Valore Terminale può essere anche calcolato attraverso i multipli. Con questo approccio diviene fondamentale la scelta del multiplo e il relativo metodo di calcolo. L'applicazione, infine, può essere adottata sugli utili o sui ricavi.

L'ultimo approccio per la determinazione del Terminal Value consiste nella stima di flussi di cassa futuri sulla base di un tasso di crescita stabile (g). Con tale metodo si ipotizza una crescita dei flussi a partire da una determinata data stabilita fino all'infinito. Il valore terminale viene quindi calcolato come:

$$TV = \frac{[FCFF_{n+1}/(WACC - g_n)]}{(1 + WACC)^n}$$

---

<sup>8</sup> Aswath Damodaran, Valutazione delle aziende, 2014.

### 1.1.3 Vincoli alla crescita stabile

L'input che influisce maggiormente nella valutazione DCF è il tasso di crescita stabile. La ragione di ciò risiede nelle possibili modifiche che può subire il tasso di crescita e l'influenza diretta che esse hanno sul terminal value. L'assunto che il tasso di crescita sia stabile fino all'infinito genera alcuni vincoli alla sua grandezza; in altri termini, il tasso di crescita stabile non potrà mai essere superiore al tasso di crescita del mercato, alla luce del fatto che un'impresa non può crescere più di quanto cresca l'economia. E' necessario stabilire alcune variabili nell'ipotizzare la stabilità della crescita:

- 1- L'impresa può operare sul mercato domestico o sul mercato internazionale. Nel caso in cui sia presente soltanto sul mercato domestico, il tasso di crescita dell'economia nazionale sarà il valore massimo che potrà rappresentare il tasso di crescita stabile dell'impresa. Nell'ipotesi in cui l'impresa operi in mercati internazionali, il tasso di crescita massimo utilizzabile sarà il tasso di crescita dell'economia mondiale o il tasso di crescita dei paesi in cui è presente l'impresa.
- 2- La valutazione può essere effettuata in termini reali o nominali. Nell'ipotesi in cui la valutazione venga effettuata in valori nominali, il tasso di crescita stabile dovrà includere anche una componente che consideri l'inflazione attesa. Se nella valutazione, invece, vengono utilizzati termini reali, il tasso di crescita dovrà risultare più basso.<sup>9</sup>

### 1.2 Metodo dei multipli del valore

La valutazione tramite i multipli del valore è una valutazione detta "relativa", in quanto consente di confrontare una pluralità di aziende. Questo tipo di valutazione, ovviamente, perde di affidabilità laddove il campione selezionato non sia omogeneo.

In questa disamina affronteremo il metodo dei multipli del valore complessivo dell'impresa, approfondendo alcuni multipli e i propri determinanti. Aswath Damodaran (2014) afferma che "Sebbene l'approccio dei flussi di cassa attualizzati sia quello maggiormente considerato sia a livello accademico che didattico, a livello operativo, la maggior parte delle attività viene valutata attraverso i metodi di valutazione relativa, con la quale il valore di un'attività viene stimato sulla base dei prezzi correnti assegnati dal mercato ad attività simili". I multipli del valore risultano di facile applicazione rispetto agli altri metodi valutativi, pertanto sono piuttosto diffusi in contesti aziendali di piccole e medie dimensioni.<sup>10</sup>

---

<sup>9</sup> Aswath Damodaran, Valutazione delle aziende, 2014.

<sup>10</sup> Aswath Damodaran, Valutazione delle aziende, 2014.

I multipli richiedono due input per formare il quoziente oggetto della valutazione: al numeratore, una stima del valore dell'impresa o delle sue attività operative; al denominatore, invece, una misura degli utili, dei ricavi o di altre misure della performance delle attività.

Per la stima del valore dell'impresa o delle attività operative viene generalmente utilizzato l'Enterprise Value, già oggetto di analisi nel paragrafo precedente. Al denominatore possono essere possibili varie alternative:

-L'utile: configurabile come *EBITDA*, quindi come utile prima degli interessi, imposte, svalutazioni e ammortamenti; configurabile come *Reddito operativo*, quindi come utile al netto degli interessi e delle imposte; oppure configurabile come *Reddito operativo al netto delle imposte (EBIT)*, ovvero l'utile al netto degli interessi ma al lordo delle imposte.

-I ricavi: generalmente vengono utilizzati i ricavi totali al netto delle rettifiche in caso di partecipazioni di maggioranza o minoranza in altre società.

-Altre misure dell'attività: riguardanti la determinazione della performance operativa dell'impresa possono riguardare, la quantità di unità prodotte, il numero di clienti, il numero di visitatori web, il numero di utenti iscritti a un abbonamento ecc. .<sup>11</sup>

### 1.2.1 Determinanti dei multipli del valore

In questa analisi, i modelli di valutazione relativa ipotizzano un contesto di crescita stabile nel tempo; ciò permette di derivare i determinanti dei multipli del valore in maniera più semplice.

$$Enterprise Value = \frac{FCFF_{prossimo\ anno}}{(costo\ del\ capitale - tasso\ di\ crescita\ atteso)}$$

Il FCFF dell'impresa può essere sostituito in termini di reddito operativo rettificato delle imposte e del tasso di reinvestimento del capitale, quindi:

$$Enterprise Value = \frac{EBIT_{prossimo\ anno} * (1 - tasso\ di\ imposta) * (1 - tasso\ di\ reinvestimento)}{(costo\ del\ capitale - tasso\ di\ crescita\ atteso)}$$

---

<sup>11</sup> Aswath Damodaran, Valutazione delle aziende, 2014.

Utilizzando  $g$  come indicatore del tasso di crescita e  $t$  come aliquota d'imposta, è possibile derivare l'equazione per l'Enterprise Value come multiplo dell'EBIT e dell'EBIT al netto delle imposte:

$$\frac{\text{Enterprise Value}}{\text{EBIT}_{\text{prossimo anno}}} = \frac{(1 - t) * (1 - \text{tasso di reinvestimento})}{(\text{costo del capitale} - g)}$$

$$\frac{\text{Enterprise Value}}{\text{EBIT}_{\text{prossimo anno}} * (1 - t)} = \frac{(1 - \text{tasso di reinvestimento})}{(\text{costo del capitale} - g)}$$

E' possibile dedurre che, a parità di altre condizioni, sia il multiplo EV/EBIT sia EV/EBIT\*(1-t) crescono all'aumentare del tasso di crescita ( $g$ ) e al diminuire del costo del capitale (in questo caso il WACC) inoltre, i multipli aumentano al diminuire del tasso di reinvestimento, ovverosia, aumentano all'aumentare del ROIC<sup>12</sup>.

### 1.2.2 Relazione tra i multipli e le proprie variabili

Di seguito esploriamo la relazione tra ciascun multiplo dell'EV e le variabili che lo determinano. Nello specifico analizzeremo l'effetto della crescita, del rischio, della qualità degli investimenti e l'aliquota d'imposta.

L'effetto della crescita, mantenendo costanti tutte le variabili, se positivo, produrrà un incremento dell'Enterprise Value dell'impresa. Inoltre, è necessario anche considerare il periodo temporale relativo alla crescita. I multipli dell'EV tenderanno ad aumentare all'aumentare del periodo di crescita. Anche i vantaggi competitivi influenzano i multipli rendendoli superiori per le imprese che godono di vantaggi competitivi forti e sostenibili nel tempo.

Il rischio incide sui multipli dell'EV influenzando sul costo del capitale investito e sul rapporto tra indebitamento e costo del debito. Imprese poco rischiose e mature riusciranno a ottenere prestiti consistenti a un tasso basso senza far troppa pressione sul proprio costo del capitale. Le imprese rischiose, invece, avranno costi elevati, non solo del capitale ma anche del debito. I multipli dell'EV, all'aumentare del costo del capitale diminuiranno. Nella valutazione relativa tra imprese operanti in mercati diversi, ciò comporta una asimmetria, in quanto le imprese presenti in mercati sviluppati godranno di multipli più elevati rispetto alle imprese presenti in mercati emergenti.

---

<sup>12</sup> Il ROIC, ossia, il rendimento del capitale investito esprime la bontà con la quale una società sta utilizzando il proprio denaro. Un modo per calcolare il ROIC consiste nella formula seguente: (Margine operativo al netto delle imposte \* Ricavi) / Capitale investito.

Anche la qualità degli investimenti e della crescita, incidono sui multipli del valore. La qualità della crescita viene espressa tramite il ROIC. Maggiore risulterà il ROIC, minore sarà il tasso di reinvestimento, e maggiori saranno i flussi di cassa per gli investitori.

Infine, anche l'aliquota d'imposta è una variabile fondamentale dei multipli del valore. L'effetto dell'aliquota d'imposta condiziona maggiormente i multipli che hanno al denominatore grandezze pre-imposta come l'EBITDA e i ricavi. All'aumentare dell'aliquota, i multipli dell'EV diminuiscono. Diviene interessante evidenziare la differenza tra i multipli prima delle imposte (EV/EBITDA) e i multipli dopo le imposte, (EV/EBIT(1-t)), tale differenza tenderà a crescere all'aumentare dell'aliquota d'imposta. L'analisi sull'aliquota d'imposta e l'impatto che ha sull'impresa diviene fondamentale quando le imprese sono collocate in aree geografiche diverse con diversa tassazione. Ad esempio, una impresa tedesca, alla quale viene applicata una aliquota intorno al 40%, registrerà un multiplo dell'EBITDA più basso rispetto ad una impresa irlandese (con tassazione intorno al 15%), a parità di altre condizioni. Anche all'interno dello stesso settore imprese con aliquote effettive più basse dovute a perdite operative nette, registreranno multipli più alti.

### **1.2.3 EV/EBITDA**

Il multiplo EV/EBITDA è largamente utilizzato per l'analisi di imprese presenti nel settore manifatturiero o delle infrastrutture. Esso risulta molto diffuso, grazie all'esclusione di variabili non monetarie come ammortamenti e svalutazioni nel calcolo del denominatore (EBITDA). Dal momento che il multiplo non considera i vari investimenti effettuati, è necessario considerare anche il ROIC e il rapporto Capex/EBITDA, al fine di ottenere una valutazione completa e attendibile. A parità di EBITDA, le società risulteranno avere lo stesso Enterprise Value se moltiplichiamo il multiplo con l'EBITDA medio del settore. L'EBITDA, come già specificato, non considera gli ammortamenti, quindi possono determinarsi due diversi scenari: da un lato la società con maggiori ammortamenti potrebbe essere sopravvalutata in quanto non in grado di sfruttare al meglio i propri investimenti, avendo un risultato pari alla società con minori investimenti; dall'altro, la società con minori ammortamenti potrebbe risultare sopravvalutata e incorrere in un gap operativo a causa dei ridotti investimenti. In entrambe le circostanze diviene necessario analizzare anche il ROIC per valutare la qualità degli investimenti effettuati.

### **1.2.4 EV/Ricavi**

I multipli dei ricavi sono diffusi nella valutazione delle imprese al dettaglio, tuttavia sono molto versatili e spesso vengono utilizzati per una analisi più approfondita a supporto di altri multipli. Generalmente essi vengono utilizzati nelle start-up, le quali presentano margini economici e cash flows negativi nel breve

periodo. Per tali società i ricavi rappresentano spesso l'unica misura di performance utilizzabile. L'EV/Ricavi ha il vantaggio, da un lato, di non essere influenzato dalla differente politica fiscale riscontrabile in paesi diversi; dall'altro, di non subire l'effetto dei diversi principi contabili riscontrabili in vari paesi. Inoltre, esso può essere applicato anche ad aziende con margini negativi. Allo stesso tempo esso presenta lo svantaggio di trascurare del tutto la redditività, variabile critica del valore aziendale. Per tale ragione, in certi casi può dar luogo a una errata valutazione.

### **1.2.5 EV/EBIT**

Questo multiplo è dotato di logica e coerenza: infatti, l'utile operativo (EBIT) rappresenta il flusso di reddito che remunera l'intero capitale investito, ovvero sia i finanziatori che la proprietà.

Il multiplo presenta punti di forza e di debolezza. Un punto di forza consiste nel fatto che l'EV/EBIT, come anche EV/EBITDA, essendo un risultato operativo al lordo delle imposte, non è influenzato dai diversi sistemi di tassazione. Inoltre, come tutti i multipli del valore fondati su una logica asset side, permette il confronto anche tra società con una differente struttura finanziaria.

Tra i principali limiti dell'EBIT è opportuno sottolineare come esso sia un risultato formato da componenti derivanti dalle valutazioni di fine esercizio, come, ad esempio, ammortamenti, svalutazioni, accantonamenti. È chiaro che un elemento di debolezza del multiplo considerato è riscontrabile nella condizionalità e manovrabilità della sua misura dalle politiche di bilancio adottate.

### **1.2.6 Il processo di valutazione**

La valutazione condotta per mezzo di multipli risulta una attività piuttosto complessa e soggettiva; questo rende necessario seguire un processo razionale e dimostrabile. Non si può non considerare, infatti, che le scelte fatte nel condurre la valutazione possono condizionare i risultati ottenuti. La valutazione si sviluppa in un processo logico, che può essere suddiviso nelle seguenti fasi:

1. Ricerca e individuazione delle aziende comparabili;
2. Selezione delle aziende più affini a quella da valutare;
3. Scelta dei moltiplicatori da utilizzare;
4. Calcolo dei multipli delle società comparabili scelte all'interno del campione e calcolo dei derivanti multipli medi del campione;
5. Applicazione dei multipli scelti per effettuare la stima.

La prima fase ha come obiettivo l'individuazione di società simili a quella da valutare: esse corrispondono alle comparabile, ovverosia quelle società operanti nel medesimo settore o influenzate dalle stesse variabili economiche. Il punto chiave della valutazione con i multipli risiede proprio nella selezione delle aziende comparabili e, prima ancora, nell'adozione di criteri appropriati proprio per effettuare tale scelta. In questa fase iniziale si cerca di ottenere un primo raggruppamento; dopodiché si selezionano, all'interno del campione precedentemente individuato, le unità con i parametri qualitativi e quantitativi più in linea con quelli dell'azienda oggetto di stima, quali il modello di business o la redditività. In questa fase si procede quindi a effettuare una scrematura del campione.

Una volta individuate le comparabile, occorrerà scegliere il multiplo (o i multipli) più indicati, prendendo sempre in considerazione le caratteristiche del settore di appartenenza dell'azienda target. A questo punto sarà possibile stimare dei multipli in base alle grandezze che caratterizzano le società comparabili selezionate. Per ogni società verranno calcolati i rapporti prescelti. Una volta che questi ultimi saranno disponibili, si calcolerà la loro media (o la mediana). Ottenuti i dati sui multipli medi del campione, sarà possibile, infine, valutare l'azienda target applicando i multipli stessi alle corrispondenti grandezze economiche, finanziarie o patrimoniali della target.

### **1.3 Metodo Patrimoniale di Aswath Damodaran**

I metodi fondati su grandezze flusso analizzano l'azienda concentrandosi sulla sua operatività, cioè sulla capacità di generare flussi reddituali o di cassa. Al contrario, con i metodi basati su grandezze stock come i metodi patrimoniali, la valutazione ha l'obiettivo di determinare l'impiego di capitale che un investitore dovrebbe apportare per creare una nuova impresa con la medesima struttura patrimoniale di quella in questione. Si tratta di una valutazione di tipo analitico, in quanto l'analisi si fonda sui singoli elementi patrimoniali dell'azienda, i cui valori di bilancio vengono confrontati coi valori correnti di sostituzione.

Questa caratteristica delle stime patrimoniali esige la distinzione tra elementi attivi e passivi del capitale. Per gli elementi attivi, infatti, si ricercano i valori (rectius i costi) da sostenere oggi per riprodurre le attività disponibili. Per gli elementi passivi, invece, occorre individuare, ad oggi, i valori a cui i debiti potrebbero essere rinegoziati.

In base agli elementi considerati si individuano due diverse metodologie di valutazione. La prima, che prende il nome di "metodo patrimoniale semplice", si limita a considerare solo gli elementi presenti nello stato patrimoniale. La seconda, detta il "metodo patrimoniale complesso", considera anche valori che non sono iscritti in stato patrimoniale, come i beni invisibili. I valori dello stato patrimoniale, variabile chiave della valutazione, determinati applicando i principi di redazione del bilancio di esercizio, verranno poi

rielaborati in termini quantitativi e qualitativi, con l'obiettivo di ottenere una situazione patrimoniale espressa a valori correnti. È necessario tralasciare la logica valutativa propria del bilancio d'esercizio poiché, Così facendo, a partire dal capitale netto di bilancio si otterrà il capitale netto rettificato.<sup>13</sup>

### 1.3.1 Metodo Patrimoniale semplice

Il metodo patrimoniale semplice considera, ai fini della valutazione, i soli elementi patrimoniali iscritti nell'attivo e nel passivo dello stato patrimoniale alla fine dell'esercizio o del periodo di riferimento. Come già anticipato, la rivalutazione delle poste contabili differisce in relazione alla collocazione all'interno dello Stato Patrimoniale. Le attività devono essere rivalutate al valore corrente di riacquisto sul mercato o al valore di riproduzione. Le passività, invece, devono essere valutate al valore corrente di rinegoziazione.

Il capitale netto rettificato (cioè il risultato della stima analizzata) deriva dalla somma algebrica dei singoli elementi attivi e passivi espressi al loro valore corrente di sostituzione. In simboli:

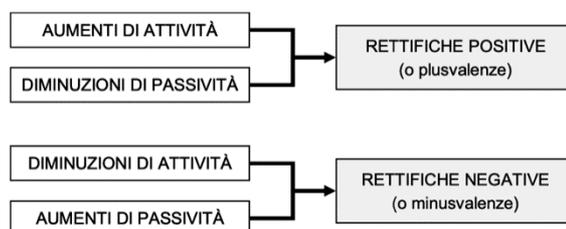
$$W = K$$

Dove:

W è il valore dell'azienda;

K è il valore del capitale netto rettificato;

Le rettifiche derivano dal confronto tra il valore corrente di sostituzione e il suo corrispondente valore di bilancio. Lo schema di seguito consente di analizzare le rettifiche e i driver che le influenzano:



Con riferimento agli elementi attivi del capitale, quando il valore iscritto in bilancio è inferiore al valore corrente di sostituzione, sarà necessario effettuare rettifiche positive o plusvalenze, invece, nel caso contrario, rettifiche negative o minusvalenze.

---

13 Aswath Damodaran, Valutazione delle aziende, 2014.

Facendo riferimento agli elementi passivi del capitale, quando il valore corrente di sostituzione è inferiore al valore iscritto nel bilancio, si avranno diminuzioni di passività, quindi sarà necessario effettuare rettifiche positive o plusvalenze. Diversamente, quando il valore corrente risulta maggiore del valore da bilancio, sarà necessario effettuare rettifiche negative o minusvalenze.

Chi effettuerà la stima mirerà a ridurre i rischi che gravano solitamente quando si effettua una stima di natura patrimoniale. Essi corrispondono, per le attività, alla presenza di sovrastime derivanti dalla analisi che dimostri l'esistenza e la proprietà degli elementi iscritti e i criteri di valutazione adottati per essi; per le passività, alla presenza di sottostime risultanti dalla analisi dei valori passivi esposti e dei criteri di valutazione adottati.

### **1.3.2 Metodo Patrimoniale complesso**

La differenza tra il metodo patrimoniale complesso e metodo patrimoniale semplice riguarda gli elementi patrimoniali considerati nella stima. Il primo, infatti, valuta, oltre agli elementi iscritti nello stato patrimoniale, anche altri elementi non rilevati in contabilità generale, come i beni immateriali (Know-how, organizzazione umana, portafoglio lavori, licenze e autorizzazioni). Tali risorse, sono fonte di utilità per l'azienda e, perciò, devono essere considerate e valutate. Il metodo patrimoniale semplice è il punto di partenza per il metodo complesso, che, a partire dal primo, assume una configurazione più completa. La formula analitica ci aiuta a comprendere questa migrazione dal metodo semplice a quello complesso:

$$W = K + V_{bi} = K$$

Dove:

W è il valore dell'azienda;

K è il capitale netto rettificato derivante dal metodo patrimoniale semplice;

V<sub>bi</sub> valore dei beni immateriali;

K è capitale netto rettificato ottenuto con il metodo patrimoniale complesso.

Per effettuare una valutazione dei beni immateriali si possono utilizzare sia metodi analitici che metodi empirici. I metodi analitici consentono la valutazione attraverso varie modalità: è possibile determinare il valore residuo dei costi sostenuti (per ottenere i beni) partendo dal costo storico; oppure è possibile attualizzare i costi di riproduzione dei beni intangibili considerando i costi da sostenere oggi per ricreare

quel dato bene; infine, è anche possibile attualizzare i redditi differenziali derivanti dall'utilizzazione dei beni in questione.<sup>14</sup>

Di seguito due esempi di metodologie empiriche. La prima consente di valutare le licenze nelle aziende commerciali. La formula che stima il valore della licenza viene così espressa:

$$L = q \cdot V$$

dove:

L è il valore della licenza;

q è il moltiplicatore del fatturato che riflette le condizioni medie di redditività del settore;

V è il fatturato annuo;

Il valore della licenza deriva dal prodotto tra il valore del fatturato e il moltiplicatore che riflette le condizioni medie del settore.

Un altro metodo empirico corrisponde alla valutazione della raccolta delle aziende bancarie. La formula di tale metodologia è la seguente:

$$\text{Valore della raccolta} = D \cdot C$$

Dove:

D è il valore della raccolta ordinaria (c/c e depositi);

C è il coefficiente moltiplicativo.

L'attività di intermediazione finanziaria delle banche consiste nell'acquisire e nel prestare denaro, per questo motivo possono essere valutate in base ai debiti che riflettono l'operatività delle stesse.

---

<sup>14</sup> Aswath Damodaran, Valutazione delle aziende, 2014.

### 1.3.3 Le fasi della stima

Il processo valutativo nei metodi patrimoniali è un percorso decisionale che si compone di diverse fasi:

- 1- Individuazione degli elementi attivi e passivi del capitale da valutare. Tali elementi possono essere iscritti alternativamente nello stato patrimoniale o nel libro degli inventari, il quale consente di rilevare anche gli elementi completamente ammortizzati e quindi non presenti in bilancio. Nella fattispecie del metodo patrimoniale complesso, è necessario anche individuare eventuali beni immateriali non contabilizzati da inserire nel capitale aziendale;
- 2- un'ulteriore fase consiste nella rivalutazione degli elementi individuati nel libro degli inventari secondo il criterio del valore corrente di sostituzione;
- 3- Successivamente è necessario apportare le rettifiche al capitale netto contabile (CNC), al fine di determinare il capitale netto rettificato (K), ovverosia la differenza tra valori correnti di sostituzione e valori contabili;
- 4- È consigliato effettuare una verifica reddituale allo scopo di accertare la corretta stima condotta con la metodologia patrimoniale. Pertanto, per prima cosa, è necessario calcolare il tasso di redditività atteso per il capitale di proprietà, raffrontando il reddito medio-normale prospettico attribuibile all'azienda con il suo capitale netto rettificato (R/K). La verifica è superata quando i due tassi risultano in linea; in caso contrario la stima deve necessariamente essere rivista.<sup>15</sup>

### 1.4 L'Economic Value Added

L'Economic Value Added (EVA) si caratterizza per essere un reddito residuale, derivante dalla differenza tra il NOPAT (ossia il reddito operativo al netto delle imposte) e il costo del capitale operativo investito in azienda. L'EVA rappresenta la misura di performance che si avvicina maggiormente alla espressione del profitto.

Le prime applicazioni risalgono agli anni '90, a seguito della teorizzazione operata da una società di consulenza statunitense, la Stern & Steward. Tuttavia, soltanto nel corso degli ultimi anni il modello si è sviluppato e affermato grazie alla capacità di superare alcuni limiti caratterizzanti gli indicatori contabili. Nel dettaglio, il successo dell'EVA deriva dal fatto che permette di considerare non solo la remunerazione del capitale di debito, ma anche la remunerazione del capitale di rischio e la capacità di produrre ricchezza.

---

<sup>15</sup> Aswath Damodaran, Valutazione delle aziende, 2014.

In formule si ha:

$$EVA = NOPAT - (WACC * CION)$$

Dove:

NOPAT = Net Operating Profit After Taxes;

WACC = costo medio ponderato del capitale;

CION = Capitale Investito Operativo Netto.

L'EVA, dunque, è configurabile come reddito operativo al netto della remunerazione corrisposta ai portatori del capitale investito. Essendo un risultato economico residuale, può essere positivo o negativo. Se ha carattere positivo, esso indica il valore creato dall'azienda in un dato periodo stabilito; se ha carattere negativo, rappresenta il valore distrutto dalla stessa. L'Economic Value Added, in effetti, misura la creazione o distruzione di valore derivante dalla gestione.

L'EVA risulta uno strumento manageriale particolarmente utile anche per analizzare l'operato dell'unità produttiva e per formulare giudizi sul valore generato o disperso sia a consuntivo -facendo riferimento ad un determinato esercizio -, sia in fase di stima futura. Per la determinazione del modello sono necessarie alcune rettifiche individuate dalla società Stern Stewart & Co. Tali rettifiche dovrebbero essere effettuate solo quando:

- 1- influenzano significativamente la misura dell'EVA;
- 2- sono manovrabili dai manager;
- 3- sono di facile comprensione;
- 4- sono facilmente ricavabili.

Il modello dell'EVA è utilizzato anche ai fini della valutazione d'azienda. Esso, infatti, permette di associare il valore di un'azienda alla sua capacità di assicurare in futuro la generazione di EVA. Nel dettaglio, il valore di un'azienda è espresso sommando il valore iniziale del capitale investito rettificato con il valore attuale degli EVA attesi in un determinato orizzonte temporale; quest'ultimo viene definito MVA (Market Value Added), al netto della posizione finanziaria netta.

La formula, in forma sintetica, è la seguente:

$$W = CIR + MVA - PFN$$

dove:

CIR = capitale investito rettificato;

MVA= Market Value Added;

PFN = Posizione finanziaria netta (Net Debt).

Il Market Value Added corrisponde al valore attuale di tutti gli EVA stimati che l'azienda produrrà nel futuro. In presenza di redditi differenziali temporalmente limitati, la suddetta formula assume la seguente veste analitica:

$$W = CIR + \sum_{t=1}^n \frac{EVA_t}{(1 + WACC)^t} - PFN$$

dove:

CIR è il Capitale Investito Rettificato;

n è il Competitive Advantage Period (CAP);

$EVA_t$  è l'Economic Value Added atteso;

WACC è il Costo Medio Ponderato del Capitale Investito;

PFN è la Posizione Finanziaria Netta.

La formula appena esposta prevede la definizione dell'orizzonte temporale su cui incentrare le previsioni. Per determinare tale dimensione temporale si utilizza la teoria del Competitive Advantage Period, che corrisponde al tempo nel quale ci si aspetta che l'azienda generi ritorni sui nuovi investimenti superiori al costo del capitale investito. Quest'ultima formula prevede un arco temporale di riferimento limitato agli anni in cui è presumibile che l'azienda produca redditi differenziali. Nel caso di EVA attesi positivi, generalmente la creazione di profitti determina l'attrazione di nuovi competitors nel settore, che porteranno a una flessione della redditività fino all'annullamento dei redditi differenziali. Oltre il limite temporale del

CAP, l'azienda non sarà più in grado di generare valore. Nel caso in cui l'azienda generi EVA negativi, e nel caso in cui non riesca a migliorare le proprie performance, sarà inevitabilmente estromessa dal mercato.

## **1.5 Il ruolo della valutazione**

La valutazione è un processo utile e necessario in una ampia moltitudine di casi il cui ruolo varia in base all'area di applicazione. In questa disamina sarà affrontata la rilevanza della valutazione nelle analisi di acquisizione, di gestione del portafoglio e nella finanza aziendale.

### **1.5.1 La valutazione nella gestione del portafoglio**

La valutazione nella gestione del portafoglio è influenzata dalla tipologia di investitore. Per un investitore passivo ricoprirà un ruolo marginale, mentre, al contrario, per un investitore attivo sarà fondamentale e varierà al variare del tipo di investimento. Assume centrale rilevanza analizzare due diverse filosofie d'investimento e il ruolo che la valutazione ricopre in ognuna di queste.

La prima filosofia riguarda l'analisi delle caratteristiche finanziarie collegate al valore reale d'azienda. Le caratteristiche finanziarie come la prospettiva di crescita, il profilo di rischio e i flussi di cassa sono variabili utili a segnalare sopravvalutazioni o sottovalutazioni dell'azione sottostante. Si tratta di una filosofia di lungo termine basata sulla possibilità di misurare la relazione tra il valore e i fattori finanziari e sulla circostanza che tale relazione sia stabile nel corso del tempo. In questa filosofia vengono inclusi sia investitori attratti da titoli di società mature, sia da titoli di aziende in crescita. La valutazione è il processo core di questa filosofia, nella quale vengono utilizzati modelli di attualizzazione dei flussi di cassa oppure multipli del capitale di rischio come prezzo/utile o prezzo/valore contabile.

Gli investitori attivi, invece, concentrano l'attività di investimento in società mal gestite e utilizzano la loro partecipazione per influenzarne la gestione. L'attenzione, in questo caso, si sposta sul maggior valore che l'impresa potrebbe avere se fosse ben amministrata. Il processo di valutazione d'azienda è fondamentale in questa filosofia, ed è utilizzato per due diverse necessità: la prima corrisponde a determinare se un cambiamento nella gestione possa effettivamente causare un incremento di valore; la seconda corrisponde alla necessità di capire quantitativamente in che misura un cambiamento possa impattare sul valore dell'azienda. A tale scopo occorre stimare gli effetti della modifica delle politiche di investimento, di finanziamento e dei dividendi.

### **1.5.2 La valutazione nelle analisi di acquisizione**

La valutazione d'azienda riveste un ruolo fondamentale nelle operazioni di acquisizione, sia per chi intende formulare l'offerta d'acquisizione per stabilire un valore adeguato della azienda target, sia per il management della azienda target che dovrà determinare un valore ragionevole per decidere se accettare o rifiutare l'eventuale offerta.

Nell'analisi della valutazione d'azienda nelle operazioni d'acquisizione vanno tenuti in considerazione alcuni elementi: innanzitutto le sinergie che, in questo caso, risultano essere determinanti, dato che l'acquirente dovrà considerare il valore congiunto delle due aziende. Inoltre, il controllo misura l'effetto sul valore determinato dalla ristrutturazione e del cambiamento del management dell'impresa target. Infine, un ruolo fondamentale è rivestito dalla distorsione delle informazioni che incidono sulle variabili determinanti nella valutazione. Può accadere, infatti, che aziende target possono risultare eccessivamente ottimiste nello stimare il valore, convincendo così i propri azionisti che il prezzo offerto sia troppo basso; oppure può verificarsi che, se una azienda ha deciso di effettuare una acquisizione, faccia pressione sugli analisti per ricevere analisi a sostegno della decisione stabilita.

### **1.5.3 La valutazione nella finanza aziendale**

Il processo di valutazione interno a una azienda ha un ruolo importante in ogni fase del suo ciclo di vita. Nelle fasi iniziali, per le piccole imprese è particolarmente importante se esse vogliono rivolgersi a società di venture capital o private equity: in effetti la valutazione dell'impresa sarà determinante per stabilire la quota che la società di venture capital dovrà sopportare in cambio della provvista di nuovo capitale. Nella fase successiva di crescita, la valutazione d'azienda diviene utile in fase di quotazione in borsa per stabilire il prezzo di collocamento nell'offerta pubblica iniziale. Dal momento che la maggior parte della teoria finanziaria associa la finanza aziendale alla massimizzazione del valore dell'impresa, è necessario che le decisioni finanziarie siano allineate con le strategie d'impresa in ogni momento del ciclo di vita.

### **1.6 Le problematiche della valutazione di Aswath Damodaran**

Le problematiche relative alla valutazione verranno affrontate considerando l'approccio DCF e l'approccio dei multipli di mercato. L'obiettivo è quello di determinare come gestire al meglio le problematiche analizzate. In questa disamina verranno approfondite quelle più rilevanti e scomode, come la valutazione delle disponibilità liquide e delle partecipazioni, la valutazione delle attività immateriali e la valutazione delle sinergie.

### 1.6.1 Disponibilità liquide e Partecipazioni in altre società

La valutazione delle disponibilità liquide di una azienda può sembrare un procedimento scontato, ma in realtà non è così. Nell'ambito del metodo DCF è possibile utilizzare due procedimenti: la valutazione consolidata, che consiste nell'aggiungere l'intera somma all'interno delle attività operative e valutare l'impresa nel suo complesso; ovvero la valutazione separata, che consiste nel considerare separatamente le attività operative e le attività liquide.

La valutazione consolidata, quindi, permette di valutare la liquidità come parte degli asset totali dell'impresa. Questo approccio risulta particolarmente semplice e può essere utilizzato quando le attività finanziarie rappresentano solo una piccola percentuale di quelle totali.

La valutazione separata consente di separare le attività liquide da quelle operative e valutarle individualmente. Questo approccio è impiegato generalmente quando si cerca di valutare l'Enterprise Value, dal momento che, utilizzando il reddito operativo per stimare il FCFF, esso non considera le attività finanziarie.

La registrazione contabile delle partecipazioni in altre società può essere svolta secondo tre diverse modalità. Il miglior metodo per trattarle però consiste nel valutare l'equity di ogni partecipazione separatamente e stimare il valore della quota detenuta, per poi aggiungerla al valore dell'equity della società controllante.<sup>16</sup> Nel caso in cui i conti economici siano consolidati, è necessario scorporare il reddito, gli asset e il debito per poi procedere come già indicato.

La valutazione consolidata, tuttavia, è necessaria quando le informazioni disponibili sono scarse, anche se risulterà meno accurata quando le società avranno caratteristiche molto diverse tra loro (costo del capitale, tasso di crescita).<sup>17</sup>

---

<sup>16</sup> Aswath Damodaran, Valutazione delle aziende, 2014.

<sup>17</sup> Aswath Damodaran, Valutazione delle aziende, 2014.

## 1.6.2 Attività immateriali

Le attività immateriali di valore che attirano attenzione risultano difficili da isolare e valutare. Esse non generano flussi di cassa autonomi, ma consentono alle imprese di stabilire prezzi più alti e quindi indirettamente di accrescere i flussi di cassa. La valutazione è possibile attraverso tre distinte modalità:

- Capitale investito: la stima avviene valutando quanto l'impresa ha investito nell'arco di un determinato periodo. Ad esempio, è possibile osservare le spese sostenute per la pubblicità in un determinato orizzonte temporale, successivamente capitalizzarle e, infine, controllare la quota ammortizzata consultando il bilancio.
- Valutazione tramite flussi di cassa attualizzati: è possibile attualizzare i flussi di cassa stimati generati dalle attività immobiliari, andando però a scindere la parte dei flussi attribuibili al marchio e scontarli.
- Valutazione relativa: un ulteriore metodo è quello di isolare gli effetti dell'attività immateriale e confrontare le valutazioni che il mercato effettua riferendosi all'impresa da un lato, e ad altre imprese simili dall'altro.

Nella valutazione relativa, l'obiettivo sarà quello di ricavare il reale valore della attività immateriale (nel nostro caso il marchio) andando a isolare la nostra variabile. E' possibile stimare il marchio direttamente o in modo approssimativo. La stima diretta comporta l'ingresso di una variabile all'interno della regressione. Ad esempio, utilizzando il rapporto EV/Ricavi, è possibile sviluppare la seguente regressione:

$$EV = a + b (\text{misura di rischio}) + c (\text{crescita attesa}) + d (\text{marchio fittizio})$$

Il marchio assume valore pari a 1 per le imprese che godono di un marchio forte, mentre 0 per le imprese che dispongono di un marchio debole. Il coefficiente  $d$  rappresenta il valore dell'effetto di possedere il marchio.

Nella valutazione approssimativa, invece, l'attenzione si sposta sul margine operativo, il quale, generalmente, è più alto per le imprese che possiedono un marchio di valore. Viceversa, esso è più basso per le imprese che non possiedono un marchio di valore.

Utilizzando nella regressione il margine operativo medio generico di una data impresa, si ottiene una stima del EV/Ricavi per una impresa generica. Sarà poi necessario confrontare il rapporto EV/Ricavi dell'impresa con marchio con il valore previsto per ottenere il valore del marchio:

$$\text{Valore del marchio} := \left[ \left( \frac{EV}{Ricavi} \right)_{\text{marchio}} - (\text{valore previsto})_{\text{margine generico}} \right] * \text{Vendite}_{\text{marchio}}$$

E' tuttavia indispensabile considerare alcune problematiche inerenti alla valutazione del marchio che derivano da alcune sostanziali differenze tra le imprese. Alcune imprese possiedono un unico marchio per tutti i loro prodotti o business unit, mentre altre invece utilizzano un marchio specifico per ogni linea di prodotto. Ciò ovviamente causa una difficoltà nella valutazione. Inoltre, è molto più complessa la valutazione di imprese che hanno un marchio per molte linee di prodotto a causa delle differenti entrate che ogni linea genera.<sup>18</sup>

### 1.6.3 Le sinergie

Le sinergie corrispondono al valore generato dalla combinazione di due imprese, creando opportunità che non sarebbero raggiungibili se le due imprese operassero indipendentemente.<sup>19</sup> Le sinergie possono essere di due tipologie: le sinergie operative, che includono le economie di scala, l'aumento di pricing power o un maggior potenziale di crescita; le sinergie finanziarie, che invece includono i benefici fiscali, la diversificazione o la maggiore capacità di indebitamento.

I passi da seguire per la stima delle sinergie operative sono i seguenti:

- Per prima cosa occorre valutare le imprese coinvolte in un processo di fusione, indipendentemente dall'analisi dei flussi di cassa attesi.
- Successivamente, si procede stimando il valore combinato delle due imprese in assenza di sinergie, andando a sommare i valori ottenuti per ogni impresa.
- Infine, è necessario incorporare gli effetti delle sinergie attese con i flussi di cassa e effettuare la valutazione includendo le sinergie. La differenza tra l'impresa senza sinergie e l'impresa valutate includendo le sinergie corrisponde al valore stesso delle sinergie.

Nella valutazione DCF è necessario considerare gli input che influiscono sulle sinergie, considerando sempre valida la distinzione tra sinergie finanziarie e sinergie operative. Le sinergie di costo, ad esempio, incluse nelle sinergie finanziarie sono la tipologia più facile da modellizzare. I risparmi derivanti da tali sinergie (di cui l'impresa può godere una tantum) vanno a incrementare il valore dell'azienda per un ammontare pari al valore attuale dei risparmi stessi; al contrario i risparmi ricorrenti vanno a impattare anche sui margini operativi nel lungo periodo e, pertanto, il valore dell'azienda aumenterà per un importo pari al valore attuale del risultante incremento di reddito.<sup>20</sup>

---

18 Aswath Damodaran, Valutazione delle aziende, 2014.

19 Aswath Damodaran, Valutazione delle aziende, 2014.

20 Aswath Damodaran, Valutazione delle aziende, 2014.

## 2. Il settore del gelato industriale

La Direttiva CEE 10/09/1970 recita così in termini di gelato: “Il gelato è una preparazione alimentare portata allo stato solido e pastoso mediante congelamento e contemporanea agitazione; il tutto posteriormente all’impiego delle materie prime utilizzate per la sua fabbricazione e destinate alla vendita e al consumo in tale stato.”

Il mercato mondiale del gelato sarebbe dovuto crescere tra il 2019 e il 2025, senza considerare l’impatto del COVID, ad un CAGR (tasso di crescita annuale composto) di 4.9%.<sup>21</sup> I principali operatori del mercato includono Unilever, Mars, Nestlé, General Mills, Lotte e Dunkin' Brands, tale settore risulta altamente frammentato.<sup>22</sup>



Fonte: [www.dpointernational.com](http://www.dpointernational.com)

L’andamento del settore si spiega con lo sviluppo e l'aumento del tenore di vita nei paesi emergenti, in particolare in Asia. Infatti, il mercato dei gelati e dei sorbetti in Asia-Pacifico sarebbe dovuto crescere a un CAGR del 5,6% tra il 2019 e il 2025. Inoltre, la crescita del mercato è anche guidata da un aumento della gamma di prodotti a causa delle crescenti esigenze dei consumatori in materia di salute.

Nel dettaglio, sono tre i segmenti che spiccano. Il gelato per il consumo immediato sta crescendo grazie alla crescita della domanda di snack. Anche il gelato da asporto è molto richiesto e, infine, il gelato artigianale è molto popolare tra i consumatori che apprezzano ingredienti come noci e frutta, sapori naturali e prodotti biologici.<sup>23</sup>

---

21 [www.dpointernational.com](http://www.dpointernational.com)

22 [www.mordorintelligence.com](http://www.mordorintelligence.com)

23 [www.mordorintelligence.com](http://www.mordorintelligence.com)

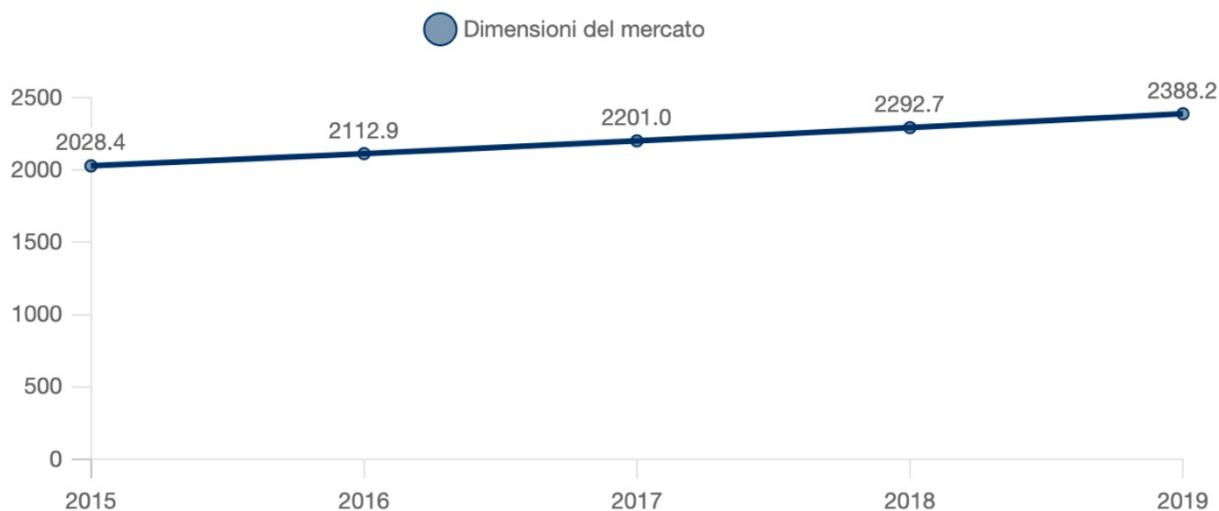
## 2.1 Il settore del gelato industriale in Italia

Tra i più grandi produttori di gelato d'Europa troviamo l'Italia, grazie a una rete di distribuzione molto importante sul territorio.

Nel 2019, il mercato italiano del gelato ha registrato un fatturato totale di 2.388,2 milioni di dollari, con un tasso di crescita annuale composto (CAGR) del 4% tra il 2015 e il 2019. <sup>24</sup>

### Evoluzione del mercato del gelato in Italia

Italia, 2015-2019, in miliardi di €



Fonte: [www.marketresearch.com](http://www.marketresearch.com)

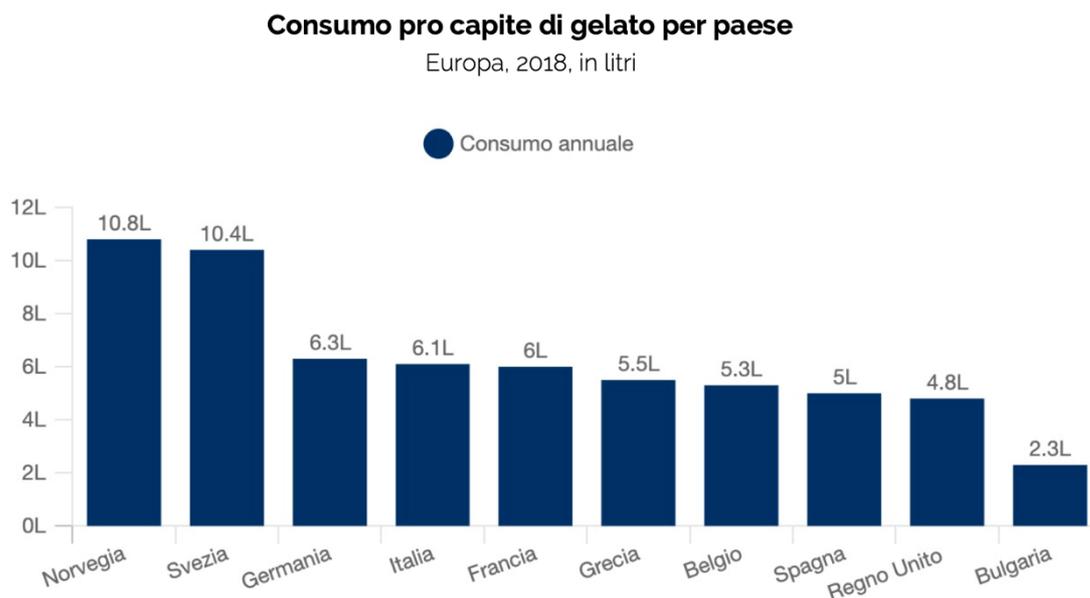
Il mercato del gelato in Italia è in forte crescita generale e beneficia del fenomeno del turismo, da sempre elemento chiave del nostro paese. Tuttavia, il Covid-19 ha avuto un forte impatto su questo mercato, che è stato trasformato dalla crisi e dal calo del potere d'acquisto degli italiani.

Il mercato dei gelati è dinamico, quindi soggetto a molte innovazioni, inoltre offre una vasta gamma di scelte per adattarsi alle preferenze e ai cambiamenti alimentari dei consumatori. Ogni anno le aziende presenti nel settore innovano per convertire più persone al consumo, cercando di rispondere ai gusti e alle esigenze dei consumatori, evolvendo i gusti, reinventando le consistenze, modernizzando gli ingredienti. Come ogni mercato di consumo, il gelato non esente all'emergere del consumo biologico sostenibile e responsabile.

<sup>24</sup> [www.marketresearch.com](http://www.marketresearch.com)

Il settore è un grande generatore di posti di lavoro, impiega quasi 150.000 persone. Inoltre, con più di 220 milioni di litri di latte utilizzati, 64 milioni di chili di zucchero e 21 milioni di chili di frutta fresca utilizzati ogni anno, l'intera filiera produttiva risulta essere molto importante per il paese.

Il grafico di seguito mostra il consumo medio di gelato per persona all'anno. L'Italia è quarta in Europa con un consumo di 6,1 litri di gelato all'anno, molto indietro rispetto a Norvegia e Svezia con 10,8 e 10,4 litri rispettivamente.

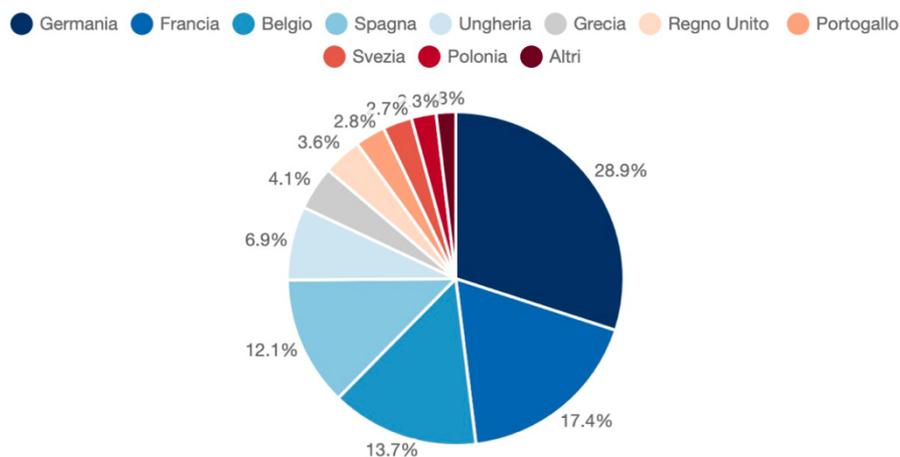


Fonte: *Rivista Food Insider*

In tema di esportazioni l'Italia è attiva principalmente in Europa. In particolare, la Germania è il maggior consumatore di gelati e sorbetti italiani (16,2%), seguita da Francia (14,6%) e Regno Unito (12,5%).<sup>25</sup>

### Principali paesi esportatori di gelato

Italia, 2019, in %

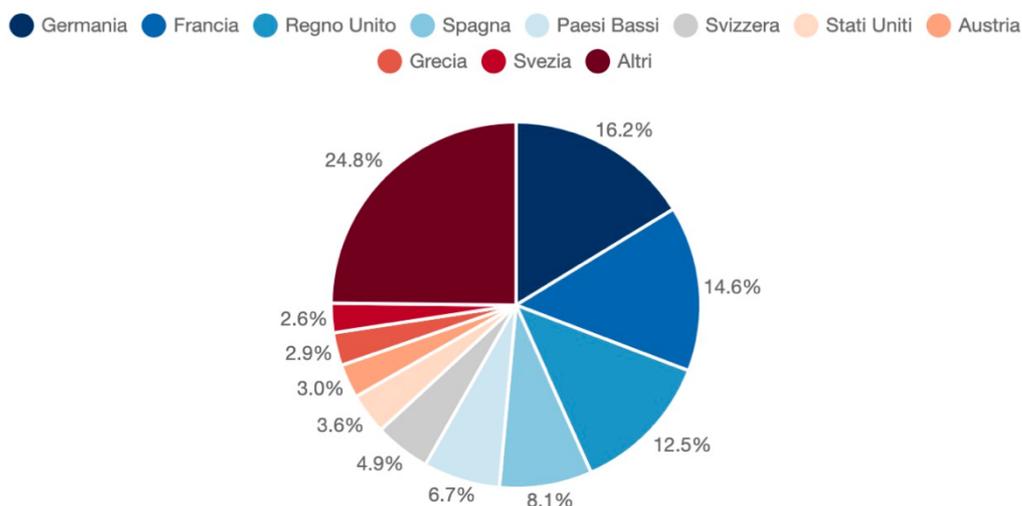


Fonte: *comtrade.un.org*

Come per le esportazioni, anche le importazioni classificano la Germania come partner preferito dell'Italia nel mercato del gelato, con il 28,9% delle importazioni italiane provenienti dalla Germania. Anche la Francia esporta il 17,4% delle importazioni italiane, seguita dal Belgio (13,7%).

### Destinazioni principali di gelato

Italia, 2019, en %

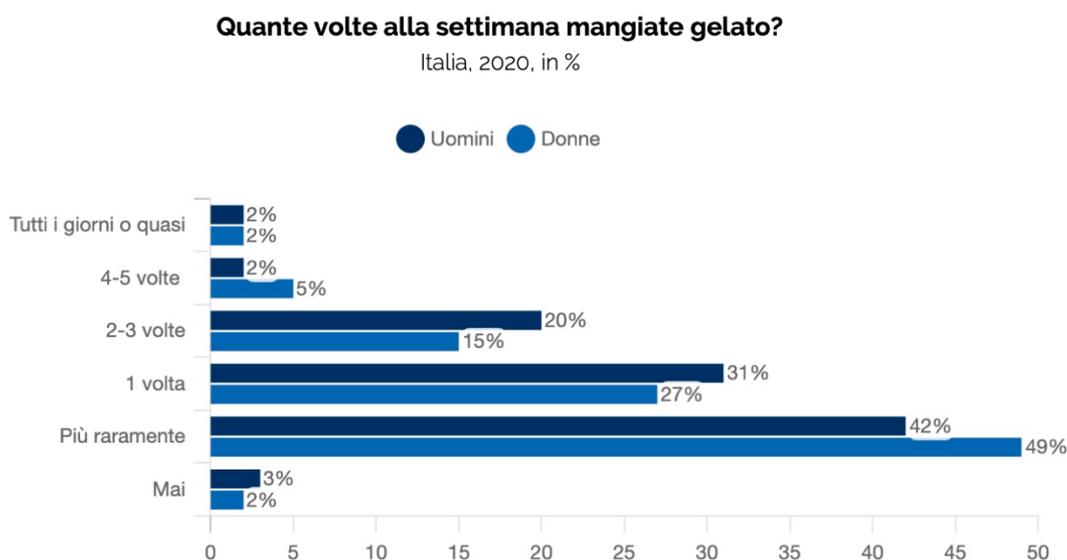


Fonte: *comtrade.un.org*

<sup>25</sup> Fonte: *comtrade.un.org*

## 2.1.1 Analisi della domanda

Secondo un sondaggio di Bva Doxa, il 94% degli intervistati ha affermato di acquistare gelato soprattutto nel periodo estivo. Mediamente, quasi un terzo degli italiani consuma il gelato almeno una volta alla settimana. Quasi la metà della popolazione dice di mangiarlo meno spesso. Il consumo di gelato è spesso percepito come un momento da condividere con gli amici o la famiglia.

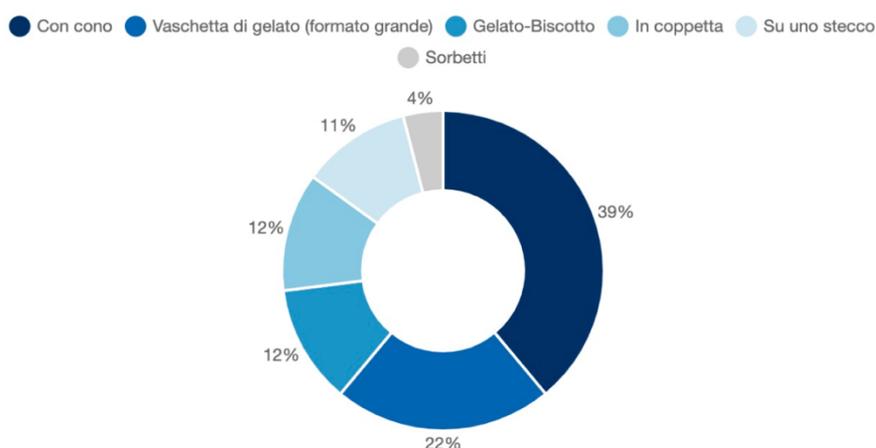


Fonte: *Rivista Food Insider*

Sopra, nel grafico, è possibile notare che il consumo di gelato per genere è equilibrato. Dalla ricerca effettuata, mediamente le donne consumano il gelato con meno frequenza rispetto agli uomini, con l'eccezione dei consumatori regolari (tra 4-5 volte a settimana). In merito al consumo di gelato, sempre grazie ad un sondaggio di Bva Doxa del 2018, è emerso che gli italiani preferiscono in gran parte il formato cono (39%), seguito dalle vaschette di gelato formato "famiglia" (22%).

### Tipi di gelati preferiti dagli Italiani

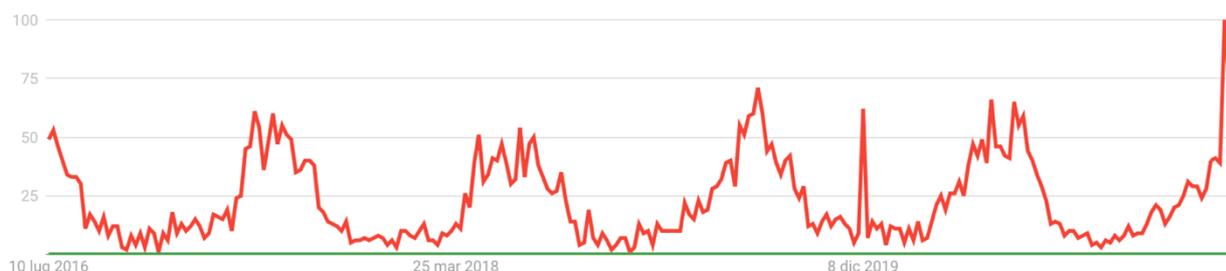
Italia, 2018, in %



Fonte: *Rivista Food Insider*

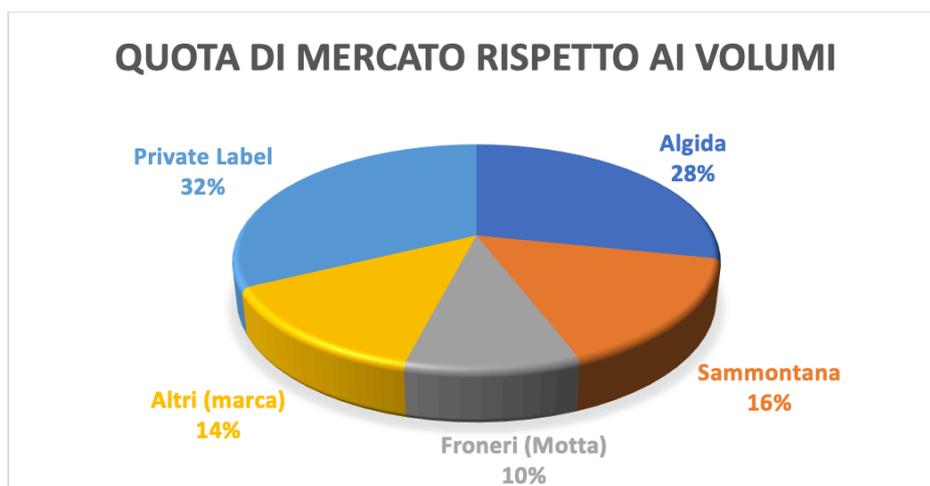
Inoltre, alla domanda "Perché preferisci consumare il gelato industriale?", del sondaggio Bva Doxa emerge che il consumo del gelato industriale in Italia, ha come principali driver: la fiducia che gli italiani ripongono nei prodotti controllati dal punto di vista igienico, ma anche la presenza di informazioni sulla confezione. Il gelato industriale rappresenta un vero mercato in concorrenza con il gelato artigianale nel paese di gelato.

La stagionalità è un'altra caratteristica tipica di questo specifico settore, essa risulta essere una delle principali criticità. Il grafico in basso mostra, appunto, la stagionalità dell'interesse per il gelato. Questo grafico è stato ottenuto tramite il tool "Google Trends" e rappresenta le ricerche su Google per il termine "gelato" in Italia tra il 2016 e il 2020, le quali risultano particolarmente alte durante i mesi caldi rispetto al resto dell'anno. Il grafico mostra come i picchi delle ricerche si concentrino, salvo pochissime eccezioni, nei mesi estivi e che il trend sia costante per anni. Il grafico rappresenta la proporzione di ricerche per una determinata parola chiave in una specifica regione e per un periodo di tempo stabilito. Inoltre, è opportuno specificare che un valore di 50 significa che la parola chiave è stata usata la metà nella regione interessata, e un valore di 0 significa che non ci sono dati sufficienti per quella parola chiave.



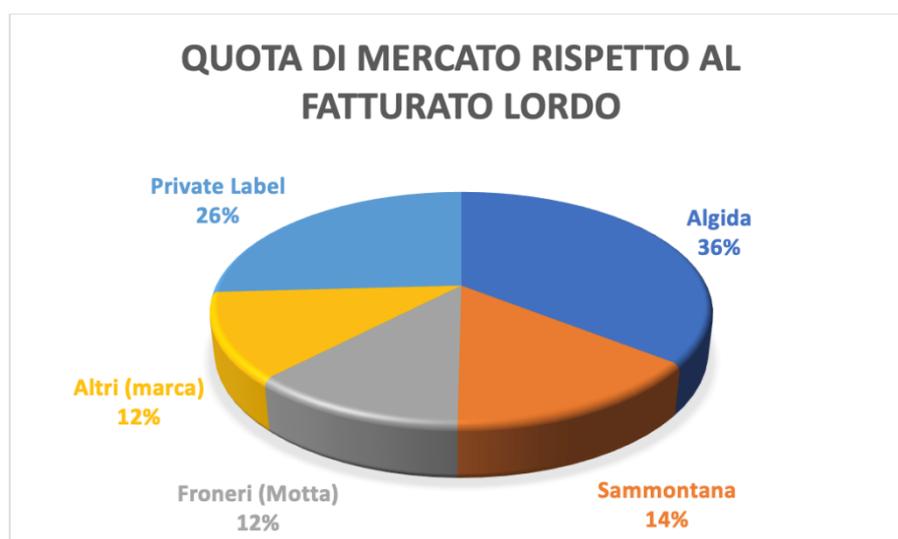
## 2.1.2 Analisi dell'offerta

Il settore risulta essere molto concentrato e dominato sostanzialmente da tre imprese nella grande distribuzione, sia in tema di volumi sia in tema di valore prodotto. La quota di mercato maggiore in tema di volumi la detengono i Private Label con il 32,3%, tuttavia, più del 50% del mercato è occupato da tre aziende, Algida (28%), Sammontana (16%) e Froneri (10%).



Fonte: IRI

Se l'oggetto della analisi si sposta sul fatturato lordo, allora la quota di mercato maggiore la detiene Algida con il 35,7% seguita dai Private Label (25,9%). Sammontana e Froneri mantengono quasi la medesima quota rispetto alla analisi sui volumi, con rispettivamente il 14,5% e l' 11,9% .

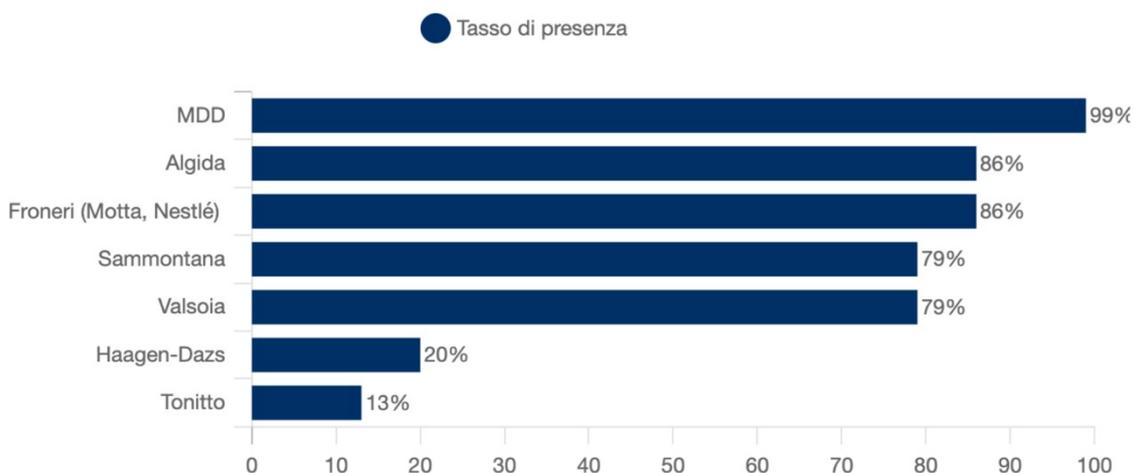


Fonte: IRI

In un settore come quello del gelato industriale, nel quale la potenza d'urto dei big brand a livello comunicazionale e del marketing risulta essere rilevante, la decisione di come e in che misura dare visibilità espositiva al brand del distributore risulta essere critica. I fattori in gioco sono la varietà e i differenti livelli di attrattività dei marchi industriali. Come riportato dall'indagine effettuata da Food Insider, le scelte espositive perseguite adottano logiche diverse tra loro. Nel dettaglio le private Label sono i marchi più presenti nei supermercati italiani, con un tasso di penetrazione del 99%. In seconda posizione, il marchio Algida, del gruppo Unilever, è presente in più dell'86% dei supermercati, così come Froneri, a seguire Sammontana con il 79% di presenza nei principali supermercati.

### Tasso di presenza delle principali marche di gelati nei supermercati

Italia, 2020, in %



Fonte: *Food Insider*

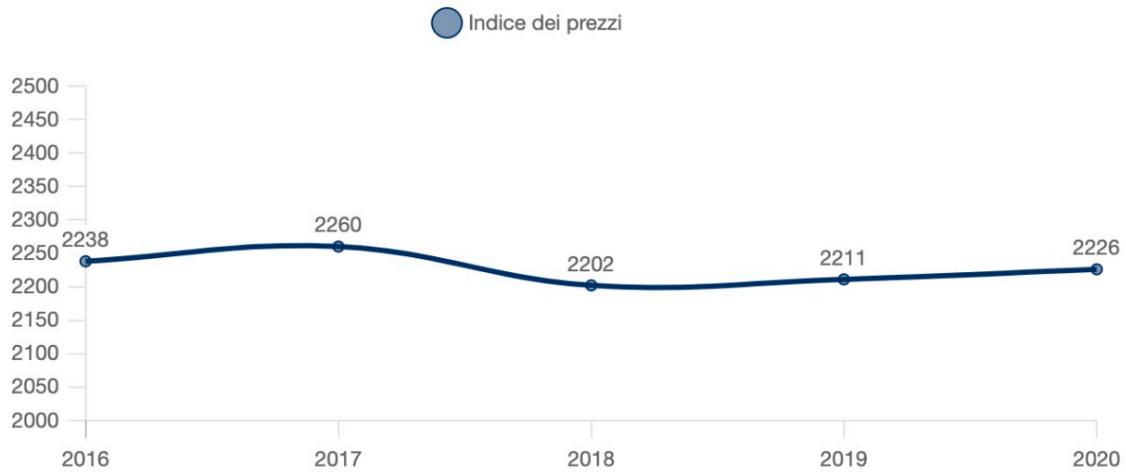
L'offerta risulta essere varia, ma non tutti i tipi di gelato sono rappresentati in tutti i supermercati. E' presente una prevalenza di confezioni di coni e gelati su stecco, presenti al 100% nei supermercati e ipermercati italiani. Al contrario, i gelati più rari sono le granite (presenti nel 16% dei supermercati).<sup>26</sup>

<sup>26</sup> Fonte: [www.foodweb.it](http://www.foodweb.it)

In merito ai prezzi di consumo, l'indice relativo a quest'ultimi è stabile dal 2016. Per stimarlo e riassumerlo è stato necessario consultare la banca dati Istat utilizzando il codice "01185" della classificazione Ecoicup relativo al settore dei gelati. Tale indice permette di stimare, in un determinato arco temporale, la variazione media dei prezzi dei prodotti consumati, basandosi sull'osservazione di un paniere fisso di beni e servizi.

### Indice dei prezzi alla consumazione di gelati e sorbetti

Italia, 2016-2020

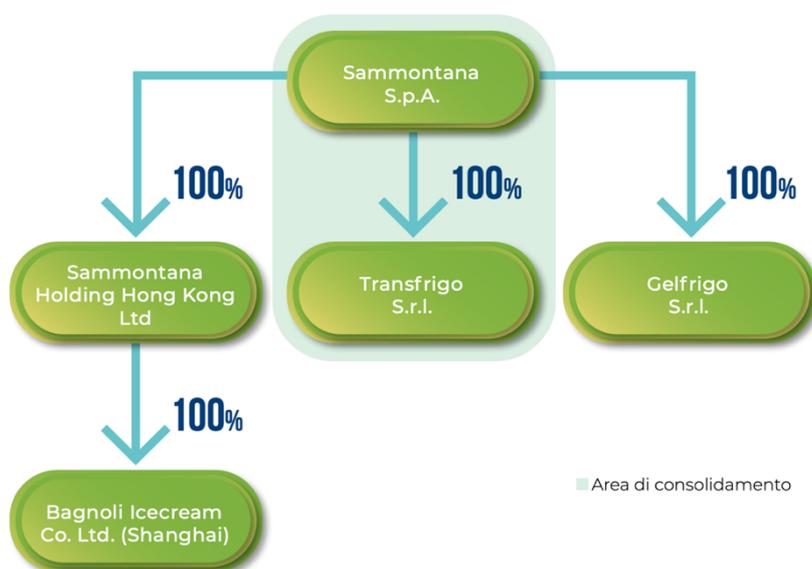


Fonte: *Istat*

## 2.2 L'azienda Sammontana S.p.A

Il Gruppo Sammontana è il secondo operatore nazionale nel settore della produzione e distribuzione di gelati, nel quale è presente con marchi propri (quali i principali Sammontana, Tre Marie, Il Pasticcere e Bonchef) e con marchi in licenza (Ringo, Pan di Stelle ecc.), oltre a rappresentare una delle realtà più importanti nella produzione di prodotti con marchio delle catene di Grande Distribuzione (private label). Detiene inoltre la leadership nazionale nella produzione e commercializzazione di pasticceria surgelata con i marchi Tre Marie, Il Pasticcere, Mongelo e Linea Professional. Completa la gamma dei prodotti surgelati la realizzazione di prodotti “salati” (pane, focacce, piatti pronti) con il marchio Bonchef.<sup>27</sup>

Relativamente all'esercizio 2019 viene predisposto il bilancio consolidato del Gruppo Sammontana la cui area di consolidamento risulta essere la seguente:



Fonte: *Bilancio Sammontana S.p.A 2019*

Rispetto al 2018, non si rilevano variazioni all'interno dell'area di consolidamento. Le società Gelfrigo S.r.l. e Sammontana Holding Hong Kong Ltd, non hanno ancora iniziato la propria attività e, secondo quanto previsto dall'art. 28 del D.Lgs. 127/1991, sono state escluse dal perimetro di consolidamento in quanto il loro inserimento sarebbe stato irrilevante ai fini della chiarezza e della rappresentazione veritiera e corretta della situazione economica, patrimoniale e finanziaria del Gruppo.<sup>28</sup>

<sup>27</sup> Bilancio Sammontana S.p.a

<sup>28</sup> Bilancio Sammontana S.p.a

### 2.2.1 La storia di Sammontana

La storia di Sammontana ha inizio negli anni '40, quando Romeo Bagnoli, padre di sei figli, per provvedere alla numerosa famiglia acquista la latteria Sammontana, in Via del Giglio a Empoli. La latteria avvia una piccola produzione di gelato, nel 1948 il figlio maggiore di Romeo, Renzo Bagnoli insieme ai fratelli Sergio e Lorianò inizia a produrre gelato anche per la vendita fuori dal territorio di Empoli. La prima meccanizzazione della produzione avviene quando i fratelli Bagnoli rintracciano attrezzature utili per sviluppare la propria attività tra i pezzi di macchinari per la produzione dell'ice-cream lasciati dall'esercito americano in un deposito di ferraglie a Genova. Si avvia così la produzione meccanizzata di gelato, mantenendo comunque una dimensione artigianale. I fratelli Bagnoli si occupano della progettazione e dell'adeguamento delle macchine, degli impianti frigoriferi e degli impianti di conservazione.

Nel 1955 si trasforma in un vero e proprio laboratorio artigianale. Le vendite del gelato aumentano. Renzo e il fratello Sergio cominciano a commercializzarlo fuori da Empoli e ideano un barattolo in latta da 6 litri per trasportarlo, viene così avviata la produzione dei gelati monodose. Nel 1959 Sammontana lancia sul mercato il mitico Barattolino, ancora oggi prodotto icona di Sammontana: un gelato mantecato di carattere tradizionale preconfezionato, nella quantità ideale per un consumo familiare. Nel 1980 Milton Glaser, autore di immagini di culto conosciute in tutto il mondo - come I LOVE NY - , crea il nuovo logo di Sammontana: il cono che fa “slurp”, ancora oggi l’emblema riconoscibile dell’azienda.



Nel 1988 con l'inizio della diversificazione dell'offerta, l'azienda effettua la prima rilevante acquisizione ed entra nel mercato dei prodotti da forno rilevando un laboratorio specializzato nella città di Vinci, comune limitrofo a Empoli, lanciando la distribuzione di croissanterie congelata con il marchio Il Pasticcere. Nel 2008 Sammontana rileva da Barilla la GranMilano e i suoi marchi Sanson, Tre Marie e Mongelo. Questa operazione proietta Sammontana tra le prime cento aziende agroalimentari italiane e la posiziona ai vertici del mercato italiano dei gelati industriali, accanto alle grandi multinazionali del freddo. Il marchio Tre Marie permette a Sammontana di affermarsi come leader nel settore della pasticceria congelata con il primo e il secondo marchio in termini di quota: Tre Marie e Il Pasticcere. Nel 2016 Sammontana consolida il proprio percorso verso la sostenibilità ambientale, firmando un Accordo Volontario con il Ministero dell'Ambiente

per conoscere, misurare e compensare, prima in Italia nel settore del gelato, l'impronta di carbonio di Barattolino.<sup>29</sup>

La Vision di Sammontana si focalizza sull'Italianità, l'artigianalità e sulla conduzione familiare che da sempre è alla base dell'azienda: *“Portiamo il sorriso nella vita di tutte le persone del mondo offrendo loro prodotti appaganti e buoni perché creati con la cura e la passione autenticamente italiane e nel rispetto delle nostre origini.”*

Inoltre, nel bilancio 2019 la Vision viene integrata come di seguito: *“Siamo intimamente Italiani e degni rappresentanti della cultura, dello stile e del prodotto del nostro territorio. Siamo partiti come artigiani, per poi diventare industriali senza mai rinnegare le nostre radici e le nostre origini. Siamo una grande famiglia e una grande impresa: il nostro modo di fare impresa è centrato sul rispetto reciproco e sulla correttezza dei comportamenti verso i collaboratori, i portatori d'interesse e i concorrenti. La direzione che ci siamo proposti è quella di Diventare un punto di riferimento a livello internazionale dell'alimentare italiano nel comparto del piacere e dell'autogrificazione, sempre tutelando le nostre origini.”*

Sammontana intende raggiungere la propria Vision attraverso una Mission condivisa: *“Creare prodotti alimentari di alta qualità, ricette pensate per offrire a ciascuno un'esperienza di piacere, interpretando i nuovi stili alimentari. Fare impresa rispettando le nostre radici italiane”*. Anche in questo caso, l'azienda intende sottolineare l'artigianalità e la cura dei processi produttivi, senza mai abbandonare l'Italianità che la contraddistingue.

## 2.2.2 La produzione

Sammontana e le altre aziende del settore del gelato industriale svolgono al loro interno tutte le fasi di lavorazione, salvo affidare ad altri la produzione di articoli specifici.

Le motivazioni alla base di questo assetto produttivo posso essere:

- Specializzazione del co-packer (esistono produttori specializzati in dessert, ghiaccioli o altro e per l'azienda potrebbe non essere conveniente avere una specifica linea di produzione)
- Tematiche legate alla salute (produzione per celiaci o per intolleranti in cui, anche in questo caso, generalmente è più adeguato affidarsi a "specialisti" anziché spendere molto per sanificazioni, lavaggi, segregazioni).
- Tematiche legate alla "tecnica" quando non si ha il macchinario specifico e non conviene effettuare un investimento poiché manca "massa critica" (Grom produce i barattolini per Algida grazie a specifici macchinari per la "chiusura a vite").

Sammontana opera direttamente attraverso 4 stabilimenti produttivi (situati in Empoli, Vinci, Colognola ai Colli e Pomezia) oltre a 13 filiali dislocate sul territorio italiano.

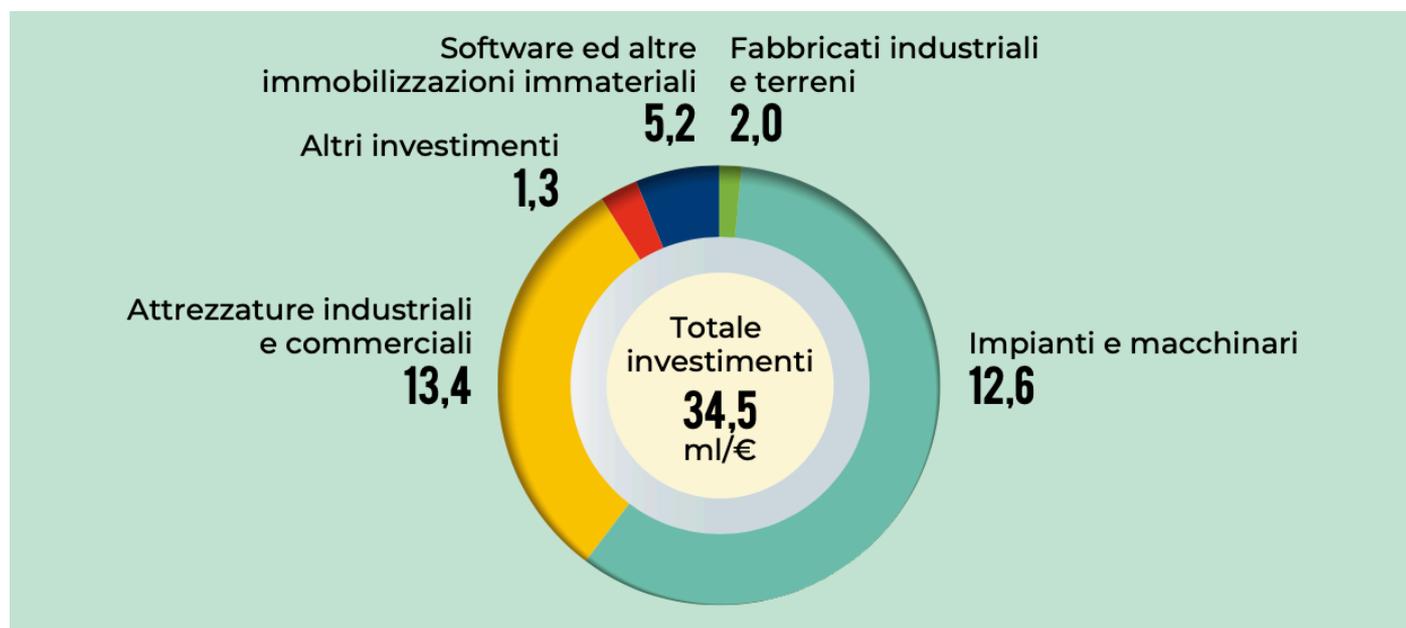
Il Gruppo Sammontana, da sempre, al fine di migliorare i propri processi di produzione e di aumentare la propria competitività sui mercati, effettua notevoli sforzi in merito ad investimenti tecnici e tecnologici. Inoltre, cerca di anno in anno di trovare soluzioni innovative per utilizzare al meglio le proprie risorse umane ed industriali, cercando di perseguire allo stesso tempo anche obiettivi di sostenibilità ambientale. A livello di risorse in particolare, l'attenzione si è concentrata soprattutto su Energia, Acqua e performance di linee produttive, come riporta il bilancio consolidato 2019 della azienda:

- La Capogruppo Sammontana, sia nella divisione gelato che nella divisione pasticceria surgelata, presta una particolare attenzione ai processi energetici in particolar modo all'impiantistica di refrigerazione, che assorbe circa il 50% sul totale dell'energia impiegata. Ai processi di refrigerazione sono stati dedicati importanti investimenti tecnologici negli ultimi esercizi, nel dettaglio gli stabilimenti di Vinci e di Colognola ai Colli, sono stati dotati di motori ad alta efficienza che permettono di ottenere la condizione di massima resa frigorifera. Inoltre, per diminuire l'acquisto di energia elettrica, nel 2016 Sammontana, ha realizzato nello stabilimento di Empoli un impianto di Cogenerazione in grado di autoprodurre oltre il 50% del fabbisogno annuale di energia dello stesso stabilimento. L'impianto di Cogenerazione ha prodotto ottimi risultati e alla luce di ciò, è stata decisa l'installazione di un ulteriore Impianto di Tri-generazione, nello stabilimento di Colognola ai Colli, consentendo di evitare nel solo 2019 l'emissione di 6.396 tonnellate di CO2.

- L'acqua e il suo utilizzo è un tema sul quale Sammontana concentra molta della sua attenzione, in quanto, una parte consistente è destinata alla produzione alimentare. In ragione di ciò sono stati effettuati alcuni investimenti dedicati all'efficientamento dei processi riguardanti questa risorsa. Infatti, dal 2019, l'acqua calda in esubero dalle fasi di pastorizzazione viene raccolta, per poi essere riutilizzata nei risciacqui delle linee di produzione, evitando così l'utilizzo di nuova acqua. Inoltre, si rileva che nel 2018 è stato installato un impianto ad Osmosi Inversa nello stabilimento di Vinci che ha consentito una notevole riduzione della quantità di acqua prelevata dai pozzi.
- Sammontana, da sempre, ha l'obiettivo di gestire una produzione di alta qualità con costi competitivi nei confronti del mercato. Tale obiettivo, viene perseguito soprattutto con l'acquisto di nuove linee di produzione. L'approvvigionamento del prodotto finito segue sempre di più la logica del "just in time", ciò richiede importanti investimenti in processi innovativi e in tecnologie industriali. Negli ultimi anni, a tal fine, sono state acquistate in via primaria: una nuova linea di produzione di pasticceria surgelata nello stabilimento di Colognola ai Colli ed una nuova linea di produzione di gelato "Barattolino" nello stabilimento di Empoli,

### 2.2.3 Gli investimenti

Nell'esercizio 2019 sono stati effettuati investimenti per circa 34,5 milioni di euro, come dettagliato nel seguente prospetto:



Fonte: *Bilancio Sammontana S.p.A 2019*

Si rilevano investimenti in aumento di oltre 9 milioni di euro rispetto all'esercizio precedente. La principale ragione è senza dubbio da ricercare nella continua filosofia aziendale di investire in impianti e macchinari tecnici all'avanguardia sia per rimanere al passo con i tempi sia per cogliere dei vantaggi fiscali legati agli investimenti in "Industria 4.0"<sup>30</sup>, con l'obiettivo di realizzare un miglioramento tecnico alla macchina o alla intera linea produttiva.

La componente immateriale degli investimenti è composta prevalentemente, dal continuo aggiornamento dei software necessari allo sviluppo aziendale, come Microsoft Dynamics AX, che è entrato in funzione dal 1° gennaio 2019.

I disinvestimenti di immobilizzazioni si attestano a 3,9 milioni di euro valorizzati al criterio del costo storico. Tale importo deriva dalla dismissione di attrezzature frigorifere obsolete per la maggior parte completamente ammortizzate.

---

<sup>30</sup> L'ex Piano Nazionale Industria 4.0 (oggi Transizione 4.0), offre alle aziende italiane incentivi e strumenti per cogliere le opportunità dell'innovazione e del digitale legate alla quarta rivoluzione industriale.

## 2.2.4 Clienti e Fornitori

Il Gruppo Sammontana ha una clientela molto differenziata:

- GDO (iper, supermercati, superette e discount): circa 500 insegne;
- Grandi Clienti Horeca (Parchi acquatici, ENI, MyChef, ecc...) circa 50 aziende;
- Concessionari e Distributori del settore Horeca<sup>31</sup> : circa 150 imprenditori;
- Punti Vendita, (Bar, Ristoranti, Stabilimenti Balneari ecc...)

Direttamente (con le filiali) o indirettamente (tramite concessionari e distributori), Sammontana è presente in Italia in circa 60.000 punti vendita.

L'anno 2019 ha registrato una crescita delle quantità prodotti venduti rispetto all'anno precedente (+5,6%) comprendente sia il business del gelato sia il business dei prodotti surgelati. In Italia, la stagione estiva 2019 notevolmente calda ha permesso alle vendite di gelato di far registrare un complessivo +8,0%, grazie anche al contributo decisivo della Private Label che continua a crescere negli anni (+20,8%).

### VENDITE 2019 (Dati in milioni di porzioni)

Prodotti	2019	2018	Diff.%
<b>Gelato italia</b>	<b>692,5</b>	<b>634,3</b>	<b>9,2%</b>
di cui marca BAR-HORECA	120,3	120,2	0,1%
di cui marca GDO	301,0	289,5	4,0%
di cui private label (GDO)	271,2	224,6	20,8%
<b>Gelato estero</b>	<b>73,7</b>	<b>75,1</b>	<b>(1,9%)</b>
<b>Totale gelato</b>	<b>766,2</b>	<b>709,4</b>	<b>8,0%</b>
<b>Totale porzioni</b>	<b>1.278,8</b>	<b>1.210,6</b>	<b>5,6%</b>

Fonte: *Bilancio Sammontana S.p.A 2019*

In leggero calo invece le vendite di gelato all'estero. Il fatturato lordo (che differisce dalla voce "Ricavi delle vendite e prestazioni" presente nel Conto Economico in quanto al lordo degli sconti applicati in fattura e delle note di credito da noi emesse) è risultato pari a 671,3 milioni di euro con un incremento superiore al 5,0% rispetto all'anno precedente. Anche in questo esercizio i valori di fatturato sono cresciuti costantemente rispetto alle vendite, grazie all'aggiornamento dei listini. In particolare, si segnala un trend più che proporzionale di tale fenomeno nelle vendite di gelato di marca alla GDO, che a fronte di quantità maggiorate del 3,8%, fa registrare un fatturato del +8,14%.

---

<sup>31</sup> Horeca è un termine commerciale che si riferisce al settore dell'industria alberghiera.

Dal lato dei fornitori Sammontana non presenta integrazioni “a monte” né con produttori di materie prime né con produttori di imballaggi. Il Direttore Amministrativo Stefano Giusti in merito alla strategia di Sammontana afferma: *“Il tema è stato affrontato dalla Governance dell’Azienda ma non è risultato conveniente effettuare un’acquisizione di questo tipo, in quanto Sammontana non avrebbe avuto la “massa critica” per assorbire tutto il prodotto e le altre aziende di gelato avrebbero acquistato malvolentieri una materia o materiale proveniente da un competitor.*

*E’ stata invece valutata una collaborazione con aziende di raccolta latte per un investimento in comune su “spraizzatori” per produrre latte in polvere (italiano) ma non è stato raggiunto ancora nessun accordo. Anche i semilavorati vengono acquistati salvo i cosiddetti “variegati” che vengono realizzati internamente.”*

## **2.3 I principali competitors**

### **2.3.1 Froneri Ltd**

Froneri Ltd è una joint venture nata nel 2016 tra il gruppo inglese R&R Ice Cream e Nestlé, con sede a Northallerton, nel Regno Unito. Il capitale della società è diviso in una quota paritaria del 50% ciascuno fra i due gruppi. R&R Ice Cream è un produttore di gelato con sede a Leeming Bar, North Yorkshire, Inghilterra. È il più grande produttore di gelato in Europa per volume prodotto. Lo stabilimento principale di produzione si trova a Leeming Bar e impiega oltre 665 persone nella più grande fabbrica di gelato d'Europa.<sup>32</sup>

La filiale italiana del gruppo, Froneri Italy ha sede a Ferentino (Frosinone), luogo in cui è situato il principale sito produttivo italiano. Una ulteriore unità produttiva si trova a Terni, luogo dello stabilimento di Eskigel, società operante nella produzione di gelati private label rilevata da R&R nel 2012, è presente in più di 20 nazioni con brand storici come Gelati Motta, Coppa del Nonno, Nuii ecc. .<sup>33</sup>

I vantaggi competitivi su cui Froneri intende fondare la propria strategia sono:

- Essere Leader nell’innovazione
- Avere un’attenzione ai costi
- Avere la cultura del lavoro in Team, cercare le performance più alte e ad avere uno spirito imprenditoriale
- Gestire il Business come se fosse il nostro

(Fonte: [www.gelatimotta.it](http://www.gelatimotta.it))

---

<sup>32</sup> [www.wikipedia.it](http://www.wikipedia.it)

<sup>33</sup> [www.wikipedia.it](http://www.wikipedia.it)

I principali dati economico-finanziari dell'azienda degli esercizi 2015, 2016 e 2017 e 2018 forniti dall'indagine di mercato Plimsoll, consentono di individuare grandezze economiche come il valore della produzione, l'EBITDA, l'EBT (valori nella tabella espressi in migliaia di euro).

	31-Dec-15	31-Dec-16	31-Dec-17	31-Dec-18
<b>Valore della Produzione</b>	110380	110810	127956	129173
<b>Costo e Var. materie prime</b>	54136	52684	64397	65838
<b>Utile Lordo</b>	56244	58126	63559	63335
<b>Valore aggiunto</b>	35339	28253	35547	37656
<b>EBITDA</b>	15470	16953	15837	18676
<b>Ammortamento</b>	3762	3136	3552	3747
<b>Proventi e oneri straordinari</b>	-31	0	0	0
<b>Proventi e oneri finanziari</b>	13	-37	-3	-52
<b>Risultato ante imposte (EBT)</b>	11735	13780	12281	14877

Fonte: *Indagine Plimsoll*

E' possibile osservare un costante aumento del valore della produzione nel corso degli esercizi, passando da un valore al 31/12/2015 di 110.380.000 euro ad un valore di 129.173.000 euro al 31/12/2018, registrando così un aumento del 17%. Andamento analogo anche per l'EBITDA e per l'EBT che registrano nello stesso periodo un incremento del 21% e 27%.

Inoltre, tale indagine consente di consultare anche grandezze patrimoniali come le immobilizzazioni materiali, immateriali e finanziarie.

	31-Dec-15	31-Dec-16	31-Dec-17	31-Dec-18
<b>Immobilizzazioni materiali</b>	15832	17973	19483	20669
<b>Immobilizzazioni immateriali</b>	1739	1324	957	485
<b>Immobilizzazioni finanziarie</b>	0	0	0	844

Fonte: *Indagine Plimsoll*

Le immobilizzazioni mostrano un trend crescente sintomo di una impresa solida e dedita a investire annualmente nel proprio business. Nel periodo considerato le immobilizzazioni materiali crescono del 30%, quelle immateriali diminuiscono del 70% per effetto dei processi di ammortamento, e quelle finanziarie vengono iscritte per la prima volta nell'esercizio 2018 per un valore di 844.000 euro.

### 2.3.2 Unilever - Algida

Algida è un marchio italiano specializzato nella produzione industriale di gelati confezionati della multinazionale olandese Unilever e più precisamente della divisione Foods and Refreshment.

Unilever è presente con nomi e marchi diversi in molti mercati internazionali producendo gelati industriali. Tale diversità è dovuta al fatto che Unilever non ha fondato l'azienda e poi successivamente ha esportato i propri prodotti nel mondo nel mondo, come Coca Cola o McDonald's, ma ha creato una divisione per le sue diverse realtà già acquisite e consolidate nei rispettivi mercati nazionali, per poi definire e impostare un unico brand uguale per tutte le varie realtà.

Algida fu fondata a Roma nel 1946 come gelateria artigianale da Italo Barbiani, ex lavoratore già attivo nel settore del gelato e da Alfred Wiesner, ingegnere austriaco evaso nell'ottobre del 1943, dal campo di internamento, partecipò alla Resistenza e collaborò con le truppe alleate, i quali gli regalarono due macchine per produrre gelati. Il 14 settembre 1953 venne depositato presso la camera di commercio di Roma l'atto costitutivo con un capitale sociale di 40 milioni di lire. Nel 1964 Algida venne rilevata da Unilever.

Il primo gelato prodotto da Algida fu il Cremino, gelato con all'interno la panna e ricoperto da cacao, tutto sorretto da uno stecco di legno. Successivamente, nel 1976, venne lanciato sul mercato mondiale il Cornetto, grazie all'acquisto del relativo brevetto posseduto dalla fabbrica artigianale di gelati Spica di Napoli. Nel corso degli anni l'azienda ha chiuso lo stabilimento di Cagliari, e venduto lo stabilimento di Cisterna di Latina in provincia di Latina, così da concentrare la produzione italiana a Caivano (NA), e la restante produzione all'estero.

Unilever possiede alcuni importanti marchi caratteristici e storici per il settore del gelato:

- Magnum: marchio venduto come parte della linea di prodotti Food & Refreshment nella maggior parte dei paesi. In Grecia, il marchio Magnum è di proprietà di Nestlé dal 2005-2006 in seguito all'acquisizione di Delta Ice Cream, quindi il gelato Unilever usa il nome Magic.
- Cornetto: è un cono gelato di marca prodotto da Unilever e venduto sotto vari nomi di filiali internazionali, tra cui Algida in Italia, Wall's nel Regno Unito, HB in Irlanda, Frigo in Spagna, Kwalita Wall's in India, e altri. Esistono diverse varianti del prodotto, dal gelato a base di latte al dessert a base di grassi vegetali.
- Carte d'Or: marchio internazionale di gelato creato in Francia nel 1978. Appartiene al gruppo Unilever all'interno del portafoglio di marchi Miko. Tale marchio era destinato alla ristorazione professionale, poi successivamente è stato distribuito nei supermercati grandi e di medie superfici.

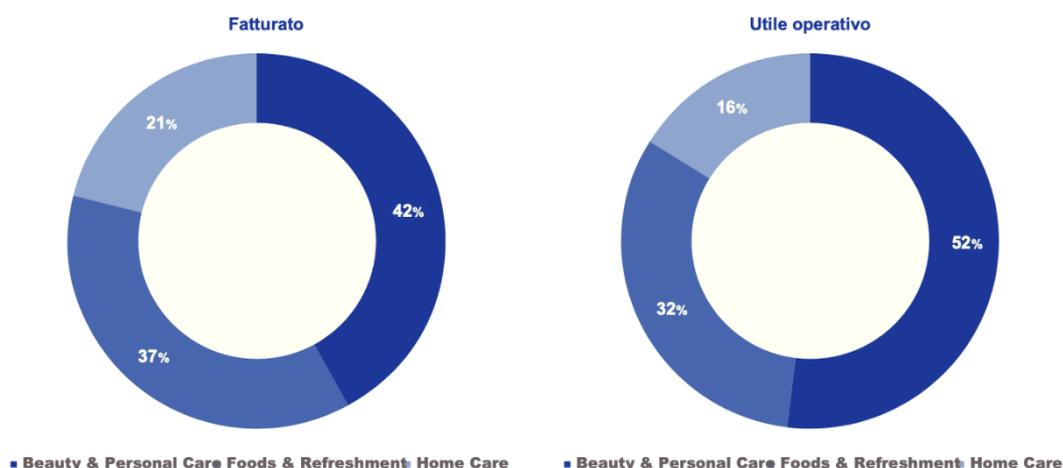
I dati economico finanziari della divisione Food, presenti nel bilancio 2019, mostrano una lieve contrazione del fatturato rispetto all'anno precedente del 4,6 %. Il fatturato passa da i 20 miliardi circa del 2018 a 19 miliardi nell'esercizio 2019. I profitti operativi, invece, risultano essere quasi 3 miliardi di euro, a differenza dei 7 miliardi dell'esercizio precedente. Infine, è possibile osservare come il margine operativo si riduca dai 36 milioni del 2018 ai 14,6 milioni del 2019.

<b>Foods &amp; Refreshment</b>		
	<b>2019</b>	<b>2018</b>
	<b>(Restated)<sup>(a)</sup></b>	
<b>Turnover (€ million)</b>	<b>19,287</b>	<b>20,227</b>
<b>Underlying sales growth<sup>^</sup> (%)</b>	<b>1.5</b>	<b>2.2</b>
<b>Underlying volume growth (%)</b>	<b>(0.2)</b>	<b>1.3</b>
<b>Underlying price growth<sup>^</sup> (%)</b>	<b>1.7</b>	<b>0.9</b>
<b>Operating profit (€ million)</b>	<b>2,811</b>	<b>7,287</b>
<b>Underlying operating profit (€ million)</b>	<b>3,382</b>	<b>3,576</b>
<b>Operating margin (%)</b>	<b>14.6</b>	<b>36.0</b>
<b>Underlying operating margin (%)</b>	<b>17.5</b>	<b>17.7</b>
<b>Return on assets (%)</b>	<b>61</b>	<b>58</b>

Fonte: Bilancio Unilever Italy Holdings 2019

Inoltre, grazie al bilancio 2019, è possibile osservare come ogni divisione contribuisca alla formazione di fatturato e utile operativo. In particolare, osserviamo come la divisione “Food & Refreshment” abbia una quota di contribuzione percentuale minore nella formazione dell'utile operativo rispetto al fatturato. Ciò accade grazie alla alta redditività della divisione “Beauty & Personal Care”.

#### Dimensioni relative delle Divisioni



## 2.4 Criticità del Settore

Il mercato del gelato industriale in Italia è tra i più sviluppati d'Europa, con una rete distributiva all'avanguardia, imprese molto specializzate e con una filiera produttiva di prim'ordine. Il settore è dominato da tre imprese (Algida, Sammontana e Froneri) che assorbono più del 50% delle vendite dell'intero mercato. Come già anticipato, l'85% delle vendite è concentrato nei mesi da maggio ad agosto a causa della forte stagionalità del consumo del prodotto. Tale fenomeno causa una forte concentrazione di tutta la filiera produttiva nel periodo considerato, in particolar modo causa una forte concentrazione della produzione e distribuzione dei prodotti.

Le aziende operanti nel settore interagiscono principalmente a monte dell'impresa con la GDO e Bar-Horeca. La GDO consente di ottenere grandi volumi nelle vendite, ma allo stesso tempo una scarsa redditività derivante sia dagli importanti volumi scambiati sia da un potere contrattuale rilevante della GDO. Il mercato del "BAR-Horeca, invece, è un mercato molto redditizio ma negli ultimi 20 anni si è contratto di oltre il 70% (dato al 2019), le principali cause risiedono:

- Riduzione dei consumi dovuti a una scarsa marginalità per i negozianti e aumento delle spese per la conservazione del prodotto (Frigoriferi);
- Il prezzo del prodotto nei Bar-Horeca è di 5-6 volte superiore rispetto a quello della GDO;
- Il prezzo del gelato confezionato nei Bar-Horeca è molto simile a quello delle gelaterie artigianali, il consumatore generalmente, a parità di prezzi tenderà a preferire un gelato "fresco";
- Grande proliferazione di gelaterie artigianali e catene gelatiere.

Infine, il periodo trascorso di emergenza Covid-19 ha cambiato anche le abitudini di consumo dei prodotti alimentari. In tema di consumo del gelato, tale fenomeno, ha spostato i consumi dal "fuori casa" al "a casa", causando una grande crescita delle vendite della GDO ma allo stesso tempo un crollo delle vendite nei bar e ristoranti del 40%. Ciò ha profondamente ridimensionato la redditività degli operatori del settore. Anche l'online ha subito un'enorme crescita in questo ultimo periodo, tuttavia, risulta essere uno strumento poco funzionale per il settore a causa di problemi legati alla distribuzione del prodotto che richiede una temperatura di almeno -25° causando una forte limitazione sui mezzi e sui tempi di trasporto ed anche una maggiore onerosità. Il Covid, inoltre, ha influenzato anche le strategie finanziarie di Sammontana inerenti ad una possibile quotazione in borsa. Tale strategia si fondava in un di grande liquidità che suscitò un rilevante interesse da parte di fondi di investimento e imprenditori, ma come afferma Leonardo Bagnoli, Amministratore Delegato di Sammontana in una intervista al Sole 24 Ore 4 agosto 2020: "Il Covid-19 ha rallentato e reso complesso il pensiero sul futuro, aprendo diversi scenari in corso di valutazione".

### 3 LA VALUTAZIONE DI SAMMONTANA

Questo terzo capitolo, dal carattere più analitico, ha come scopo la determinazione di un valore aziendale attendibile e veritiero. Sarà inoltre oggetto di trattazione delle seguenti pagine anche l'analisi delle determinanti che influiscono sui vari metodi di valutazione. La valutazione d'azienda può essere affrontata attraverso i diversi metodi presenti in letteratura. Tale processo valutativo, tuttavia, verrà svolto utilizzando i metodi descritti e approfonditi nel primo capitolo:

- Metodo Discount Cash Flow attraverso il Free Cash Flow to Equity;
- Metodo Discount Cash Flow attraverso il Free Cash Flow to the Firm;
- Metodo Patrimoniale;
- Metodo dell' Economic Value Added.

L'azienda analizzata e valutata sarà Sammontana, precedentemente presentata e analizzata nelle sue peculiarità nel secondo capitolo, unitamente al settore di appartenenza. Il processo valutativo dell'azienda non considererà l'impatto del COVID-19. Tale scelta ha come obiettivo l'ottenimento di un risultato sempre attendibile. La variabile COVID-19, e in particolare il lockdown conseguente, hanno colpito duramente tutte le aziende del settore del gelato industriale e non solo; tuttavia, si tratta fortunatamente di una variabile temporanea destinata a esaurirsi nei prossimi anni. Per tale ragione, non essendoci in corso operazioni della società che potrebbero portare a una quotazione in borsa o alla vendita (le quali avrebbero potuto richiedere la definizione di un valore "al passo con i tempi"), il risultato non voleva essere condizionato dal fenomeno precedentemente citato.

Per non considerare l'impatto che tale fenomeno può avere sulla valutazione d'azienda, è stato necessario non considerare i principali esercizi colpiti da essa: l'esercizio 2020 e l'esercizio 2021. Come approfondito in seguito, la costruzione del Business Plan si baserà su gli esercizi pre-covid, ovvero, 2017, 2018 e 2019.

La valutazione di Sammontana presente nel capitolo si fonderà sulla letteratura utilizzata, ma, allo stesso tempo, cercherà di essere il più possibile concreta e reale, grazie all'importante contributo del Dottor. Stefano Giusti, Chief Financial Office di Sammontana. Quest'ultimo ha supportato la definizione del Business Plan per gli esercizi 2022, 2023 e 2024 e ha arricchito significativamente la disamina con dichiarazioni personali.

Il capitolo inizialmente affronterà il tema della riclassificazione dei bilanci e della stesura del Business Plan, illustrando la letteratura da cui derivano e i relativi schemi patrimoniali ed economici di Sammontana riclassificati per gli esercizi in questione. Nella sezione centrale del capitolo, quella più analitica, verranno illustrati i metodi di valutazione aziendale e sarà calcolato, per ogni metodo illustrato, il valore finale derivante dal processo di valutazione. Infine, verranno confrontati i valori ottenuti per ogni metodo e verranno analizzati i principali driver che influenzano la valutazione.

### **3.1 LA RICLASSIFICAZIONE DEI BILANCI**

Lo Stato patrimoniale svolge una duplice funzione. In primo luogo, ha l'obiettivo di definire, a una data stabilita, la struttura del patrimonio e la composizione del capitale netto. In secondo luogo, consente di evidenziare la correlazione presente fra gli investimenti effettuati e le fonti di finanziamento utilizzate per sostenerli. Lo Stato patrimoniale restituisce informazioni in base al criterio prescelto per una sua classificazione, è quindi possibile individuare due metodologie di riclassificazione: una finanziaria e una funzionale.

La metodologia finanziaria prevede la riclassificazione delle attività in funzione della loro possibilità di essere trasformate in liquidità, mentre le passività sono riclassificate in base alla loro scadenza. Tale riclassificazione è utile per fornire una risposta all'interrogativo che porta a chiedersi se, in caso di necessità, la società possa fare fronte ai debiti a breve termine, liquidando le attività di breve periodo.

La metodologia funzionale permette di evidenziare il Capitale Investito Netto, l'Indebitamento Finanziario Netto e il Capitale Netto d'Esercizio.

La riclassificazione del Conto economico ha l'obiettivo di delineare le aree della gestione in merito alla propria pertinenza gestionale. Lo schema più utilizzato è quello del valore aggiunto, il quale permette di evidenziare alcuni risultati operativi intermedi come l'Ebitda e l'Ebit.

Il processo di riclassificazione dei bilanci di Sammontana ha per oggetto i bilanci 2017, 2018 e 2019, utili per costruire il Business Plan del triennio dal 2022 al 2024. Tali bilanci sono redatti in IV Direttiva CEE.

### 3.1.1 LA RICLASSIFICAZIONE FINANZIARIA DELLO STATO PATRIMONIALE

È possibile articolare la metodologia finanziaria in due diverse sezioni: gli impieghi e le fonti.

La riclassificazione finanziaria degli impieghi si suddivide in:

- attività non correnti, costituite dagli investimenti con un orizzonte temporale medio-lungo. Tale sezione è tipicamente composta da attività immateriali, materiali e finanziarie e crediti con scadenza superiore a dodici mesi;
- attività correnti, formate da impieghi di capitale che generano liquidità in un periodo temporale inferiore ai dodici mesi. Tale sezione è composta da immobilizzazioni destinate alla vendita, crediti con scadenza entro dodici mesi, rimanenze e valori in banca e in cassa.

La riclassificazione finanziaria delle fonti avviene in base alla propria esigibilità, assumendo sempre i dodici mesi come riferimento temporale. La riclassificazione finanziaria delle fonti si suddivide in:

- Patrimonio netto, il quale non è soggetto ad alcuna riclassificazione;
- Passività non correnti, costituite da debiti o fondi con scadenza superiore a dodici mesi;
- Passività correnti, composte dai debiti rimborsabili nei dodici mesi successivi.

La Riclassificazione Finanziaria dello Stato Patrimoniale è dunque riassumibile nel seguente schema di bilancio:

<b>ATTIVO</b>	<b>PATRIMONIO NETTO E PASSIVITA'</b>
Immobili, impianti e macchinari	Capitale sociale
Attività immateriali	Riserva legale
Attività finanziarie	Altre riserve
Partecipazioni	Risultati portati a nuovo
Attività per imposte anticipate	<b>Totale Patrimonio netto</b>
<b>Totale attività non correnti</b>	Passività finanziarie L/T
Rimanenze	Benefici per i dipendenti
Crediti commerciali	Fondi
Attività finanziarie	Altre passività L/T
Crediti per imposte sul reddito	Passività per imposte differite
Altri crediti	<b>Totale passività non correnti</b>
Cassa	Passività finanziarie S/T
<b>Totale attività correnti</b>	Debiti commerciali
	Altri debiti S/T
	Debiti per imposte sul reddito
	<b>Totale passività correnti</b>

Il bilancio in IV direttiva CEE è stato riclassificato inserendo nelle attività non correnti (Tabella 1) la totalità della voce B del bilancio in IV direttiva, ovverosia le Immobilizzazioni Materiali, Immateriali e Finanziarie. Inoltre, sempre nelle attività non correnti, è stata inserita la voce C II 5-ter, ovverosia le attività per imposte anticipate. Le attività non correnti del Bilancio di Sammontana, relative agli esercizi oggetto di riclassificazione, hanno avuto come risultato lo schema seguente:

	31/12/2019 Consolidato	31/12/2018 Consolidato	31/12/2017 Consolidato
Attività			
Immobili, impianti e macchinari	129.485.316	119.758.659	115.460.674
Attività immateriali	31.256.838	31.445.563	34.039.821
Attività finanziarie	2.153.590	1.887.434	1.854.337
Partecipazioni	141.804	76.726	73.207
Attività per imposte anticipate	7.789.035	7.197.704	6.973.002
<b>Totale attività non correnti</b>	<b>170.826.584</b>	<b>160.366.086</b>	<b>158.401.041</b>

Tabella 1

Nelle attività correnti (Figura 2), invece, è stata inserita la voce C I del bilancio in IV direttiva CEE, corrispondenti alle rimanenze; sono stati inseriti anche i crediti commerciali (voce C II 1), le attività finanziarie non immobilizzate (voce C III), i crediti di imposta (voce C II 5-bis) e infine altri crediti vari. Le attività correnti e il totale delle attività sono risultate come di seguito:

	31/12/2019 Consolidato	31/12/2018 Consolidato	31/12/2017 Consolidato
Rimanenze	39.294.864	31.716.503	33.725.335
Crediti commerciali	60.001.365	56.731.299	50.113.055
Attività finanziarie	17.219	5.372	1.521.966
Altri crediti	3.433.202	5.368.460	5.988.538
Crediti imposte	13.634.792	10.331.977	7.235.302
Disponibilità liquide e mezzi equivalenti	12.023.138	26.706.463	48.012.181
<b>Totale attività correnti</b>	<b>128.404.581</b>	<b>130.860.074</b>	<b>146.596.377</b>
<b>TOTALE ATTIVITA'</b>	<b>299.231.164</b>	<b>291.226.160</b>	<b>304.997.417</b>

Tabella 2

In merito al Passivo dello Stato Patrimoniale, il Patrimonio Netto (Tabella 3) è stato riportato come da IV direttiva CEE, subendo solo alcuni accorpamenti di voci, senza però subire specifiche riclassificazioni. Quest'ultimo mostra tale struttura nei tre esercizi in questione:

	31/12/2019 Consolidato	31/12/2018 Consolidato	31/12/2017 Consolidato
Patrimonio netto			
Capitale sociale	21.600.003	21.600.000	21.600.000
Riserve	72.936.287	63.557.036	54.606.250
Risultati portati a nuovo	20.783.754	14.392.505	13.904.708
<b>Totale Patrimonio netto</b>	<b>115.320.044</b>	<b>99.549.541</b>	<b>90.110.958</b>

Tabella 3

Le Passività Non Correnti (Tabella 4) sono composte dalle obbligazioni (voce D1) e dai debiti verso banche (voce D4) oltre i 12 mesi, dalla voce C, il TFR, e, infine, dai fondi per rischi e oneri e altre passività varie.

Le passività non correnti del bilancio di Sammontana risultano come di seguito:

	31/12/2019 Consolidato	31/12/2018 Consolidato	31/12/2017 Consolidato
Passività			
Passività finanziarie	42.649.021	65.007.927	65.663.889
Benefici per i dipendenti	8.328.028	9.022.486	9.788.712
Fondi	9.482.801	9.329.761	9.277.208
Altre passività	0	0	0
<b>Totale passività non correnti</b>	<b>60.459.849</b>	<b>83.360.174</b>	<b>84.729.809</b>

Tabella 4

Infine, le passività correnti (Tabella 5) sono composte dalle obbligazioni (voce D1) e debiti verso banche (voce D4) entro i 12 mesi, da debiti commerciali (voce D7), e infine dai debiti tributari (voce D12) e da altre passività varie. Di seguito la riclassificazione delle passività correnti, del bilancio di Sammontana, e il risultante totale del passivo:

	31/12/2019 Consolidato	31/12/2018 Consolidato	31/12/2017 Consolidato
Passività finanziarie	34.324.181	34.832.415	53.723.427
Debiti commerciali	49.932.350	39.841.160	41.651.105
Debiti imposte	3.966.063	2.941.983	2.856.810
Altri debiti	35.228.676	30.700.887	31.925.309
<b>Totale passività correnti</b>	<b>123.451.270</b>	<b>108.316.445</b>	<b>130.156.650</b>
<b>Totale passività</b>	<b>183.911.120</b>	<b>191.676.619</b>	<b>214.886.459</b>

### 3.1.2 LA RICLASSIFICAZIONE FUNZIONALE DELLO STATO PATRIMONIALE

La riclassificazione funzionale ha l'obiettivo di calcolare il Capitale Investito Netto, l'Indebitamento Finanziario Netto (PFN) e il Capitale Netto d'Esercizio. Tale schema riclassificato è utilizzato nel metodo patrimoniale nella valutazione d'azienda. Il prospetto funzionale, raffigurato di seguito, deriva dalla riclassificazione dello schema finanziario precedentemente descritto e analizzato nel dettaglio.

La riclassificazione funzionale si suddivide in quattro principali sezioni:

- Il capitale immobilizzato, composto da immobilizzazioni materiali, immateriali e partecipazioni;
- Il capitale netto d'esercizio, che deriva dal capitale immobilizzato a cui vengono sommate le rimanenze, i crediti commerciali, i debiti commerciali, il saldo a credito o debito per imposte e altre passività o attività varie;
- Il capitale investito netto, che è il risultato dell'aggregazione del capitale immobilizzato, del capitale netto d'esercizio e del totale dei fondi; l'aggregato risultante sarà particolarmente rilevante nell'utilizzo del metodo patrimoniale;
- La Posizione Finanziaria Netta (PFN), utile nella applicazione del Discount Cash Flow per calcolare l'equity value conoscendo l'enterprise value. La PFN deriva dalla somma algebrica tra debiti finanziari, attività finanziarie e disponibilità liquide.

La riclassificazione funzionale del bilancio di Sammontana ha per oggetto, come detto, gli esercizi 2017, 2018 e 2019. Lo schema risultante viene riclassificato partendo dallo schema derivante dalla riclassificazione finanziaria.

Sammontana presenta tale schema riclassificato per la sezione relativa al capitale immobilizzato (Tabella 6). È possibile notare un suo incremento derivante dai costanti investimenti della azienda.

	31/12/2019 Consolidato	31/12/2018 Consolidato	31/12/2017 Consolidato
<i>Immobili, impianti e macchinari</i>	129.485.316	119.758.659	115.460.674
Attività immateriali	31.256.838	31.445.563	34.039.821
Partecipazioni contabilizzate con il metodo del f	141.804	76.726	73.207
<b>Totale Capitale Immobilizzato</b>	<b>160.883.958</b>	<b>151.280.948</b>	<b>149.573.702</b>

Tabella 6

Il capitale netto d'esercizio (Tabella 7), relativo al triennio analizzato, risulta come riportato di seguito:

	31/12/2019 Consolidato	31/12/2018 Consolidato	31/12/2017 Consolidato
Rimanenze	39.294.864	31.716.503	33.725.335
Crediti commerciali	60.001.365	56.731.299	50.113.055
Altri crediti	3.433.202	5.368.460	5.988.538
Debiti commerciali	-49.932.350	-39.841.160	-41.651.105
Altri debiti	-35.228.676	-30.700.887	-31.925.309
<i>Credito (Debito) Imposte</i>	9.668.729	7.389.994	4.378.492
<b>Totale Capitale Netto di Esercizio</b>	<b>27.237.134</b>	<b>30.664.209</b>	<b>20.629.007</b>

Tabella 7

Il capitale investito netto (Tabella 8) di Sammontana, nel periodo considerato, subisce un incremento principalmente dovuto alla crescita delle immobilizzazioni; tale sezione viene raffigurata complessivamente come di seguito:

	31/12/2019 Consolidato	31/12/2018 Consolidato	31/12/2017 Consolidato
<i>Immobili, impianti e macchinari</i>	129.485.316	119.758.659	115.460.674
Attività immateriali	31.256.838	31.445.563	34.039.821
Partecipazioni contabilizzate con il metodo del	141.804	76.726	73.207
<b>Totale Capitale Immobilizzato</b>	<b>160.883.958</b>	<b>151.280.948</b>	<b>149.573.702</b>
Rimanenze	39.294.864	31.716.503	33.725.335
Crediti commerciali	60.001.365	56.731.299	50.113.055
Altri crediti	3.433.202	5.368.460	5.988.538
Debiti commerciali	-49.932.350	-39.841.160	-41.651.105
Altri debiti	-35.228.676	-30.700.887	-31.925.309
<i>Credito (Debito) Imposte</i>	9.668.729	7.389.994	4.378.492
<b>Totale Capitale Netto di Esercizio</b>	<b>27.237.134</b>	<b>30.664.209</b>	<b>20.629.007</b>
Benefici per i dipendenti	-8.328.028	-9.022.486	-9.788.712
Fondi	-9.482.801	-9.329.761	-9.277.208
Attività per imposte anticipate	7.789.035	7.197.704	6.973.002
<b>Totale Fondi</b>	<b>-10.021.793</b>	<b>-11.154.543</b>	<b>-12.092.918</b>
<b>Capitale Investito Netto</b>	<b>178.099.299</b>	<b>170.790.614</b>	<b>158.109.791</b>

Tabella 8

Il totale delle coperture (Tabella 9) è composto dalla Posizione Finanziaria Netta e dal Patrimonio Netto; esse sono state riclassificate come di seguito:

	31/12/2019 Consolidato	31/12/2018 Consolidato	31/12/2017 Consolidato
Debito Finanziario	76.973.202	99.840.342	119.387.316
Attività Finanziarie	-2.170.809	-1.892.806	-3.376.303
Disponibilità liquide e mezzi equivalenti	-12.023.138	-26.706.463	-48.012.181
<b>Indebitamento Finanziario Netto (Net Debt)</b>	<b>62.779.254</b>	<b>71.241.073</b>	<b>67.998.833</b>
Totale Patrimonio netto	115.320.044	99.549.541	90.110.958
<b>TOTALE COPERTURE</b>	<b>178.099.298</b>	<b>170.790.614</b>	<b>158.109.791</b>

Tabella 9

### 3.1.3 LA RICLASSIFICAZIONE “A VALORE AGGIUNTO” DEL CONTO ECONOMICO

La riclassificazione del Conto economico richiede meno interventi rispetto alla duplice riclassificazione dello Stato patrimoniale. Infatti, lo schema previsto dall’art. 2425 del Codice Civile non differisce molto dai modelli che la dottrina promuove, i quali tendono a classificare ricavi e costi in merito alle operazioni che li hanno generati <sup>34</sup>.

Il Conto economico è articolato in due principali livelli: quello operativo e quello finanziario.

		<b>Area operativa</b>	
	Ricavi operativi		
-	Costi operativi		
=	Risultato operativo	(A)	
		<b>Area finanziaria</b>	
	Proventi finanziari		
-	Oneri finanziari		
=	Risultato finanziario	(B)	
=	<b>Risultato ante imposte</b>	A + B = (C)	
-	Imposte		
=	<b>Risultato d’esercizio</b>		

Fonte: M. Fazzini, *Analisi di bilancio*

L’area operativa è composta da valori legati all’attività prettamente operativa svolta dall’impresa, come, ad esempio, i ricavi per la vendita di prodotti o erogazione di servizi, costi per materie prime, per personale, per locazioni, etc. Le voci poste presenti nell’area finanziaria rappresentano, invece, i proventi e gli oneri risultanti dagli investimenti e dai debiti finanziari, come i dividendi o gli interessi passivi.

La riclassificazione del Conto Economico, detta “a valore aggiunto”, è il modello di riclassificazione maggiormente utilizzato. Tale modello può essere impiegato con facilità anche dai soggetti esterni all’impresa, non richiedendo informazioni aggiuntive rispetto a quelle contenute nel bilancio di esercizio. Inoltre, presenta un’articolazione che consente di instaurare correlazioni significative con lo Stato Patrimoniale riclassificato secondo il criterio funzionale. <sup>35</sup>

---

<sup>34</sup> M. FAZZINI (2017), *Analisi di bilancio*, Milano, Wolters Kluwer.

<sup>35</sup> M. FAZZINI (2017), *Analisi di bilancio*, Milano, Wolters Kluwer.

E' possibile rappresentare tale riclassificazione come di seguito:

<b>CONTO ECONOMICO A VALORE AGGIUNTO</b>	
Ricavi operativi	
± Variazione delle rimanenze	
- Costi esterni (materie prime, servizi, ...)	
<b>= Valore aggiunto</b>	
- Costi per il personale	
<b>= MOL o EBITDA</b>	
- Costi non monetari (ammortamenti, acc.ti, sval.ni)	
<b>= MON o EBIT</b>	
± Proventi e oneri da attività finanziarie	
- Oneri finanziari	
<b>= Risultato ante imposte</b>	
- Imposte	
<b>= Utile di esercizio</b>	

Fonte: *M. Fazzini, Analisi di bilancio*

Lo schema del Conto Economico a valore aggiunto è composto da quattro principali sezioni:

- Il valore aggiunto, che esprime la capacità dell'impresa di "creare ricchezza" ed è il risultato della differenza fra i ricavi operativi e i costi sostenuti per l'acquisizione di risorse esterne;
- L'EBITDA (earnings before interests, taxes, depreciation and amortization), che esprime l'ammontare della "ricchezza" residua dopo aver sostenuto tutti i costi operativi. Tale margine è espresso al lordo di ammortamenti, svalutazioni e accantonamenti; quindi, rappresenta un indice di performance molto utile per analizzare la redditività della gestione operativa.
- L'EBIT (earning before interests and taxes), che misura, invece, la "ricchezza operativa" dell'impresa, al netto di ammortamenti, accantonamenti e svalutazioni.<sup>36</sup>

---

<sup>36</sup> M. FAZZINI (2017), *Analisi di bilancio*, Milano, Wolters Kluwer.

Come per lo Stato Patrimoniale, anche per il Conto Economico sono stati riclassificati i bilanci 2017, 2018 e 2019. La rappresentazione del Conto Economico avviene in tre distinte sezioni.

Il valore aggiunto di Sammontana (Tabella 10), derivante dalla riclassificazione, subisce un incremento nel corso del triennio considerato derivante dalla continua crescita dei ricavi. Tale sezione del Conto Economico si presenta come in seguito:

	31/12/2019 Consolidato	31/12/2018 Consolidato	31/12/2017 Consolidato
Ricavi	394.118.980,82	370.827.907,00	363.662.055,00
Altri ricavi	5.481.518,81	5.628.704,00	5.327.995,97
<b>Totale ricavi</b>	<b>399.600.499,63</b>	<b>376.456.611,00</b>	<b>368.990.050,97</b>
Per materie prime, sussidiarie, merci	-143.693.775,69	-137.444.205,00	-138.141.948,44
Per servizi	-121.679.299,00	-107.951.044,00	-104.168.023,39
Per godimento di beni di terzi	-9.432.637,87	-9.260.787,00	-8.805.072,65
<b>Valore Aggiunto</b>	<b>124.794.787,07</b>	<b>121.800.575,00</b>	<b>117.875.006,49</b>

Tabella 10

La seconda sezione evidenzia l'EBITDA di Sammontana (Tabella 11), il quale risulta essere costante nel corso dei tre esercizi considerati ed è composto come raffigurato di seguito:

	31/12/2019 Consolidato	31/12/2018 Consolidato	31/12/2017 Consolidato
Salari e stipendi	-47.431.515,90	-46.153.198,00	-45.452.353,02
Oneri sociali	-15.946.659,22	-15.222.505,00	-14.695.152,80
Trattamento di fine rapporto	-3.640.532,76	-3.671.003,00	-3.553.168,03
Trattamento di quiescenza e simili	0,00	0,00	0,00
Variazioni rimanenze MP e merci	1.153.155,04	150.877,00	1.801.142,00
Altri costi	-7.813.016,76	-5.833.631,00	-5.389.258,05
<b>EBITDA</b>	<b>51.116.217,47</b>	<b>51.071.115,00</b>	<b>50.586.216,59</b>

Tabella 11

Infine, l'ultima sezione del Conto Economico riclassificato a valore aggiunto è composta dall'EBIT, dal risultato ante imposte e dal risultato netto (Tabella 12). Tali esiti hanno seguito trend opposti nel corso degli esercizi considerati. Ciò è avvenuto poiché il risultato netto, nel corso dell'esercizio 2019, ha beneficiato di crediti d'imposta che hanno impattato positivamente sul risultato netto.

	31/12/2019 Consolidato	31/12/2018 Consolidato	31/12/2017 Consolidato
Ammortamento imm. imm	-5.403.139,00	-4.151.406,00	-3.828.302,00
Ammortamento delle imm mat	-21.201.744,77	-19.627.715,00	-18.938.802,43
Accantonamenti per rischi	-1.256.880,00	-800.000,00	-233.114,00
Altri accantonamenti	0,00	0,00	0,00
Altre svalutazioni delle immobilizzazioni	0,00	0,00	0,00
Svalutazioni dei crediti	-2.901.577,00	-1.575.074,00	-2.032.515,81
Altri accantonamenti	0,00	0,00	0,00
<b>EBIT</b>	<b>20.352.876,70</b>	<b>24.916.920,00</b>	<b>25.553.482,35</b>
Proventi finanziari	0,00	1,00	2,00
Oneri finanziari	-1.446.176,63	-1.932.794,00	-2.539.896,92
Altri Oneri	-2.460.211,59	-2.578.339,00	-2.523.536,43
<b>Risultato prima delle imposte</b>	<b>16.446.488,48</b>	<b>20.405.788,00</b>	<b>20.490.051,00</b>
IRAP	0,00	1,00	2,00
IRES	4.337.266,00	-6.013.281,00	-6.585.341,00
<b>Risultato Netto</b>	<b>20.783.754,48</b>	<b>14.392.507,00</b>	<b>13.904.710,00</b>

Tabella 12

## **3.2 IL BUSINESS PLAN**

Il Business Plan è un prospetto che definisce obiettivi, strategie, politiche aziendali di medio-lungo termine e che stima i risultati economico-finanziari delle stesse. È inoltre utilizzato sia per scopi legati alla pianificazione aziendale, sia per comunicare l'andamento aziendale all'esterno dell'azienda.

Tipicamente, il Business Plan si struttura in due parti fondamentali: la prima di natura prevalentemente descrittiva, destinata a descrivere il modello di business; l'altra parte, di natura puramente numerica, ha l'obiettivo di verificare la fattibilità economico-finanziaria del piano. La sezione descrittiva ha la finalità di presentare il piano di business e il contesto in cui opera l'impresa, attraverso analisi competitive e analisi di prodotto. La sezione economico-finanziaria, invece, trasforma in cifre i dati esposti nella prima, articolandoli in una serie di prospetti, volti a osservare la valutazione del progetto.

Il Business Plan, in questa disamina, si limita a stime economiche e patrimoniali per gli esercizi 2022, 2023 e 2024. Le stime dei prospetti di bilancio, Stato Patrimoniale e Conto Economico, per il periodo considerato, saranno necessarie per il processo di valutazione di Sammontana. Tali previsioni derivano sia dall'analisi degli ultimi tre esercizi, sia dal supporto del CFO di Sammontana Dott. Stefano Giusti.

### **3.2.1 LA STIMA DELLO STATO PATRIMONIALE**

La sezione Attivo dello Stato Patrimoniale (Tabella 13), nel triennio considerato (2022-2024), mostra alcune variazioni rispetto al precedente triennio. Nel periodo considerato, il Dott. Stefano Giusti ha contribuito alla stima di alcune poste attraverso proiezioni e la rivelazione di probabili operazioni, che Sammontana potrebbe mettere in atto. In particolare:

- Le Immobilizzazioni materiali, per gli esercizi 2022, 2023 e 2024, subiranno la vendita dell'immobile di Milano e l'ampliamento della filiale di Verona; per tale ragione, il trend relativo a tale posta risulta oscillante nel periodo considerato.
- Le Immobilizzazioni immateriali godranno di un importante aumento nell'esercizio 2021, dovuto alla rivalutazione dei marchi prevista per tale anno.
- Le Partecipazioni, per quanto stimato, verranno cedute totalmente.
- I crediti per imposte saranno ridotti a partire dall'esercizio 2021, per effetto della diminuzione del credito IVA.

	31/12/2022 Consolidato	31/12/2023 Consolidato	31/12/2024 Consolidato
Immobili, impianti e macchinari	135.000.000	150.000.000	145.000.000
Attività immateriali	48.000.000	44.000.000	40.000.000
Attività finanziarie	2.000.000	2.000.000	2.000.000
Partecipazioni	0	0	0
Attività per imposte anticipate	6.500.000	6.000.000	5.500.000
<b>Totale attività non correnti</b>	<b>191.500.000</b>	<b>202.000.000</b>	<b>192.500.000</b>
Rimanenze	42.000.000	43.500.000	45.000.000
Crediti commerciali	60.000.000	62.000.000	64.000.000
Attività finanziarie	0	0	0
Altri crediti	3.500.000	3.500.000	3.500.000
Crediti imposte	8.000.000	8.000.000	8.000.000
Disponibilità liquide e mezzi equivalenti	0	0	0
<b>Totale attività correnti</b>	<b>113.500.000</b>	<b>117.000.000</b>	<b>120.500.000</b>
<b>TOTALE ATTIVITA'</b>	<b>305.000.000</b>	<b>319.000.000</b>	<b>313.000.000</b>

Tabella 13

Le poste non citate precedentemente sono state stimate sulla base del triennio 2017-2019. Esse seguono l'andamento del triennio considerato, al netto di alcune rettifiche proposte dal Dott. Stefano Giusti.

Il Patrimonio Netto (Tabella 14), nel periodo del Business Plan preso in esame, appaiono in costante crescita. Il Dott. Stefano Giusti ha ipotizzato, per tale sezione del bilancio, la distribuzione di riserve per 5 milioni negli esercizi 2022 e 2023; per tale ragione, nell'esercizio 2024 si ha un valore maggiore della posta di bilancio in questione rispetto agli esercizi precedenti.

	31/12/2022 Consolidato	31/12/2023 Consolidato	31/12/2024 Consolidato
Capitale sociale	21.600.003	21.600.003	21.600.003
Riserve	115.000.000	120.000.000	129.000.000
Risultati portati a nuovo	10.000.000	14.000.000	14.000.000
<b>Totale Patrimonio netto</b>	<b>146.600.003</b>	<b>155.600.003</b>	<b>164.600.003</b>

Tabella 14

Lo Stato Patrimoniale si completa con la sezione del Passivo, comprendente le passività correnti e non correnti (Tabella 15). Per tale sezione è prevista l'estinzione del Fondo per imposte differite. Nel triennio, tale posta risulta, dunque, inferiore rispetto all'esercizio 2019.

	31/12/2022 Consolidato	31/12/2023 Consolidato	31/12/2024 Consolidato
Passività finanziarie	45.000.000	45.000.000	25.000.000
Benefici per i dipendenti	7.000.000	7.500.000	8.000.000
Fondi	4.000.000	4.000.000	4.000.000
Altre passività	0	0	0
<b>Totale passività non correnti</b>	<b>56.000.000</b>	<b>56.500.000</b>	<b>37.000.000</b>
Passività finanziarie	10.000.000	10.000.000	5.000.000
Debiti commerciali	52.000.000	53.000.000	55.000.000
Debiti imposte	5.000.000	7.000.000	9.000.000
Altri debiti	35.399.997	36.899.997	42.399.997
<b>Totale passività correnti</b>	<b>102.399.997</b>	<b>106.899.997</b>	<b>111.399.997</b>
<b>Totale passività</b>	<b>158.399.997</b>	<b>163.399.997</b>	<b>148.399.997</b>
<b>Totale Patrimonio netto e passività</b>	<b>305.000.000</b>	<b>319.000.000</b>	<b>313.000.000</b>

Tabella 15

### 3.2.2 LA STIMA DEL CONTO ECONOMICO

Le previsioni e stime del Conto Economico di Sammontana (Tabella 16) per gli esercizi 2022, 2023 e 2024 sono fondate sul precedente triennio. Nella prima sezione, relativa ai ricavi, è necessario ipotizzare un tasso di crescita inferiore al tasso di crescita del mercato. Tale valore è del 3% annuo e risulta coerente con il tasso di crescita medio del settore, pari al 4% dal 2015 al 2019.

La sezione relativa ai costi segue un trend crescente per l'intero periodo. Tale ipotesi è in linea con il triennio precedente, il quale, segue una tendenza abbastanza stabile. Il valore aggiunto risultante segue un trend crescente così come i ricavi sopra citati.

Gli ammortamenti per Immobilizzazioni immateriali e gli accantonamenti per rischi stimati per i tre anni del Business Plan risultano costanti per l'intero periodo. Questo trend differisce dagli ammortamenti per Immobilizzazioni materiali, i quali mostrano un trend in crescita derivante dai crescenti investimenti effettuati in immobilizzazioni materiali nel periodo.

L'EBITDA e L'EBIT derivanti dalle ipotesi del Business Plan seguono anch'essi un trend crescente e costante dal 2022 al 2024.

	31/12/2022 Consolidato	31/12/2023 Consolidato	31/12/2024 Consolidato
Ricavi	400.000.000	412.000.000	424.360.000
Altri ricavi	5.000.000	5.000.000	1.000.000
<b>Totale ricavi</b>	<b>405.000.000</b>	<b>417.000.000</b>	<b>425.360.000</b>
Per materie prime, sussidiarie, merci	-147.000.000	-149.000.000	-150.560.000
Per servizi	-124.000.000	-125.000.000	-126.000.000
Per godimento di beni di terzi	-9.000.000	-9.000.000	-9.000.000
<b>Valore Aggiunto</b>	<b>125.000.000</b>	<b>134.000.000</b>	<b>139.800.000</b>
Salari e stipendi	-40.500.000	-45.000.000	-48.000.000
Oneri sociali	-16.000.000	-16.500.000	-17.000.000
Trattamento di fine rapporto	-5.500.000	-6.600.000	-7.700.000
Trattamento di quiescenza e simili	0	0	0
Variazioni rimanenze MP e merci	1.000.000	1.500.000	1.500.000
Altri costi	-7.000.000	-7.000.000	-7.000.000
<b>EBITDA</b>	<b>57.000.000</b>	<b>60.400.000</b>	<b>61.600.000</b>
Ammortamento imm. imm	-7.000.000	-7.000.000	-7.000.000
Ammortamento delle imm mat	-22.000.000	-23.500.000	-25.000.000
Accantonamenti per rischi	-1.000.000	-1.000.000	-1.000.000
Altri accantonamenti	0	0	0
Altre svalutazioni delle immobilizzazioni	0	0	0
Svalutazioni dei crediti	-1.000.000	-1.000.000	-1.000.000
Altri accantonamenti	0	0	0
<b>EBIT</b>	<b>26.000.000</b>	<b>27.900.000</b>	<b>27.600.000</b>

Tabella 16

### **3.3 VALUTAZIONE CON IL METODO DCF – FCF**

Il primo metodo di valutazione, il discount cash flow, può avere come input due diversi flussi di cassa: il flusso di cassa disponibile per l'azienda e il flusso di cassa disponibile per gli azionisti. In questa analisi verranno analizzati e verrà calcolato, per entrambi, un valore finale di Sammontana.

La valutazione coi flussi “to the firm” non stima direttamente l'equity value dell'azienda, ma definisce l'enterprise value e poi, dal risultato ottenuto, sottraendo la Posizione Finanziaria Netta, è possibile calcolare il reale valore della azienda (equity value). Oltre alla definizione dei flussi di cassa, per tale modello è necessario definire sia il Terminal Value, il quale stima sia il valore complessivo aziendale a partire dalla fine dell'orizzonte temporale in questione, sia il tasso di sconto per attualizzare i flussi di cassa.

#### **3.3.1 STIMA DEI FREE CASH FLOW TO THE FIRM**

Il processo di valutazione di Sammontana ha inizio con la stima dei flussi di cassa per il periodo del business plan. Tale periodo corrisponde, in questo caso, ai tre esercizi del 2022, 2023 e 2024. Come in precedenza detto, la stima dei flussi di cassa si basa sul triennio 2017-2019, così da non considerare l'impatto del covid presente negli esercizi 2020 e 2021.

Il calcolo dei flussi di cassa (tabella 17) ha inizio dall'EBITDA precedentemente calcolato nel Business Plan per i tre esercizi, il quale si stima possa crescere costantemente nel triennio. Successivamente, è possibile definire l'EBIT, depurando l'EBITDA da accantonamenti e ammortamenti. Tale valore segue lo stesso trend dell'EBITDA. Infine, per stimare i flussi di cassa “to the firm” è necessario aggiungere nuovamente gli ammortamenti, sottrarre le imposte, gli investimenti operativi e la variazione del capitale circolante netto.

I flussi di cassa risultanti mostrano una tendenza crescente per tutto il periodo del business plan.

	<b>31/12/2022</b> <b>Consolidato</b>	<b>31/12/2023</b> <b>Consolidato</b>	<b>31/12/2024</b> <b>Consolidato</b>
<b>EBITDA (Margine operativo lordo)</b>	<b>57.000.000</b>	<b>60.400.000</b>	<b>61.600.000</b>
Ammortamenti (e accantonamenti)	-31.000.000	-32.500.000	-34.000.000
<b>EBIT</b>	<b>26.000.000</b>	<b>27.900.000</b>	<b>27.600.000</b>
Imposte (no, se imponibile negativo) + Ammortamenti	36.000.000	38.500.000	41.000.000
Investimenti operativi (netti)	-25.000.000	-25.000.000	-20.000.000
Disinvestimenti operativi	0	0	0
Variazione capitale circolante operativo	-4.771.421	-4.500.000	-5.500.000
<b>FCFF</b>	<b>32.228.579</b>	<b>36.900.000</b>	<b>43.100.000</b>

Tabella 17

Alcuni valori, come gli investimenti operativi e la variazione del capitale circolante netto, derivano dal contributo del Dott. Stefano Giusti.

Gli altri valori presenti nella stima dei flussi derivano dal Business Plan degli esercizi in questione.

### 3.3.2 DEFINIZIONE DEL VALORE DI SAMMONTANA

Gli elementi utili per calcolare l'Enterprise Value di Sammontana sono:

- I flussi di cassa “to the firm”, precedentemente stimati;
- Il Costo Medio Ponderato del Capitale (WACC), per attualizzare i flussi di cassa;
- Il Terminal Value, necessario per stimare un valore perpetuo dell'azienda.

Il Costo Medio Ponderato del Capitale (WACC) deriva dalla media ponderata tra il costo del debito e il costo dell'equity. Tale ponderazione rimanda alla struttura del capitale. Inoltre, nel calcolo del WACC, viene anche considerata la deducibilità fiscale del debito moltiplicando la quota di debito per  $(1-t)$ , dove  $t$  rappresenta l'aliquota fiscale. Il WACC è calcolato come di seguito:

$$WACC = \frac{D}{D + E} * Kd * (1 - t) + \frac{E}{D + E} * Ke$$

Dove:

- D rappresenta il Debito finanziario di Sammontana;
- E rappresenta il Patrimonio Netto di Sammontana;
- Kd rappresenta il costo del capitale di debito di Sammontana;
- t rappresenta l'aliquota fiscale;
- Ke rappresenta il costo dell'equity.

Per calcolare il WACC di Sammontana sono stati utilizzati sia gli schemi patrimoniali relativi al periodo di Business Plan (2022-2024), sia dati e informazioni prodotte dal Dott. Stefano Giusti.

L'ammontare del Debito Finanziario e del Patrimonio Netto sono osservabili dagli schemi di bilancio e sono riassumibili come di seguito:

	31/12/2022 Consolidato	31/12/2023 Consolidato	31/12/2024 Consolidato
DEBITO FINANZIARIO	55.000.000,00	55.000.000,00	30.000.000,00
PATRIMONIO NETTO	146.600.003	155.600.003	164.600.003

Il costo del debito (Kd) e del capitale proprio (Ke) sono stati forniti dal Dott. Stefano Giusti, CFO di Sammontana. Il costo del debito è stato stimato per un ammontare pari all' 1% nel triennio considerato, mentre, per il costo del capitale, è stato stimato un range di valori compresi tra il 13% e il 15%. Tale “forchetta” di valori, tipica del settore, genererà un intervallo di valori nell'approccio in questione.

Il WACC di Sammontana, quindi, è calcolato come di seguito (dati espressi in migliaia di euro):

Esercizio 2022 – Ke al 13%

$$WACC = \frac{55.000}{55.000 + 146.600} * 1\% * (1 - 30\%) + \frac{146.600}{55.000 + 146.600} * 13\% = 9,64\%$$

Esercizio 2023 – Ke al 13%

$$WACC = \frac{55.000}{55.000 + 155.600} * 1\% * (1 - 30\%) + \frac{155.600}{55.000 + 155.600} * 13\% = 9,79\%$$

Esercizio 2024 – Ke al 13%

$$WACC = \frac{30.000}{30.000 + 164.600} * 1\% * (1 - 30\%) + \frac{155.600}{30.000 + 164.600} * 13\% = 11,10\%$$

Esercizio 2022 – Ke al 15%

$$WACC = \frac{55.000}{55.000 + 146.600} * 1\% * (1 - 30\%) + \frac{146.600}{55.000 + 146.600} * 15\% = 11,10\%$$

Esercizio 2023 – Ke al 15%

$$WACC = \frac{55.000}{55.000 + 155.600} * 1\% * (1 - 30\%) + \frac{155.600}{55.000 + 155.600} * 15\% = 11,27\%$$

Esercizio 2024 – Ke al 15%

$$WACC = \frac{30.000}{30.000 + 164.600} * 1\% * (1 - 30\%) + \frac{155.600}{30.000 + 164.600} * 15\% = 12,80\%$$

Dopo aver stimato il tasso di attualizzazione dei flussi di cassa e i relativi flussi di cassa, per completare le componenti del modello di valutazione DCF, occorre stimare il Terminal Value. Tale valore è stimabile come di seguito:

$$TV = \frac{[FCFF_{n+1}/(WACC - g_n)]}{(1 + WACC)^n}$$

Dove:

- FCFF è il Flusso di Cassa “to the firm”;
- WACC è il costo medio ponderato del capitale;
- G è il tasso di crescita;

Le prime due componenti sono già state approfondite e calcolate precedentemente; il tasso di crescita, invece, è stato stimato, grazie al contributo del Dott. Stefano Giusti, al 3% annuo. La formula per calcolare il Terminal Value di Sammontana è la seguente (dati espressi in migliaia):

$$TV \text{ con } Ke \text{ } 13\% = \frac{[31.426/(11,10\% - 3\%)]}{(1 + 11,10\%)^3} = 387.794$$

$$TV \text{ con } Ke \text{ } 15\% = \frac{[30.687/(12,80\% - 3\%)]}{(1 + 12,80\%)^3} = 306.603$$

Per calcolare l’Enterprise Value di Sammontana con il modello DCF occorre utilizzare tutte le componenti calcolate nelle pagine precedenti. Il modello di valutazione è il seguente:

$$EV = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCFF_t}{(1 + WACC)^t} + TV$$

L’Enterprise Value di Sammontana è dunque calcolato come di seguito (dati espressi in migliaia di euro):

$$EV \text{ con } Ke \text{ al } 13\% = \frac{32.229}{(1 + 9,64\%)} + \frac{36.900}{(1 + 9,79\%)^2} + \frac{43.100}{(1 + 11,10\%)^3} + 387.794 = 479.228$$

$$EV \text{ con } Ke \text{ al } 15\% = \frac{32.229}{(1 + 11,10\%)} + \frac{36.900}{(1 + 11,27\%)^2} + \frac{43.100}{(1 + 12,80\%)^3} + 306.603 = 395.451$$

Tale valore rappresenta l'Enterprise Value di Sammontana, senza approssimazioni, corrisponde a 479.228.237 euro con Ke pari al 13%. Con Ke pari al 15%, invece, l'EV di Sammontana è pari a 395.451.470 Euro.

L'obiettivo di tale processo di valutazione è ottenere un valore attendibile e veritiero di Sammontana. Occorre a tal fine "trasformare" l'Enterprise Value in equity value, così da poter confrontare tutti i risultati ottenuti con i vari metodi utilizzati.

Per ottenere l'equity value, avendo a disposizione l'EV, occorre sottrarre da quest'ultimo la Posizione Finanziaria Netta.

La Posizione Finanziaria Netta è ottenibile come di seguito:

$$PFN = \text{Debiti finanziari} - \text{Disponibilità liquide} + \text{Crediti finanziari}$$

La PFN di Sammontana utilizzata per il calcolo è quella inserita all'interno del bilancio consolidato 2020.

Tale valore è stato ritenuto un buon proxy della Posizione Finanziaria Netta al 2021 e coerente con quest'ultima. La PFN 2020 è calcolata come di seguito:

<b>Fonti di finanziamento</b>	<b>2020</b>
Debiti bancari a breve termine	(24.823.797)
Debiti bancari a medio lungo termine	(80.283.614)
Cassa e c/c attivi	29.139.379
<b>Totale PFN netta bancaria</b>	<b>(75.968.033)</b>
Debiti Finanziari Intercompany <sup>(2)</sup>	(3.904.434)
Debiti per leasing <sup>(1)</sup>	0
Crediti Finanziari Intercompany <sup>(2)</sup>	1.170.549
<b>Totale PFN (escluso P.O.)</b>	<b>(78.701.917)</b>
Prestito Obbligazionario	(7.500.000)
<b>Totale PFN</b>	<b>(86.201.917)</b>

Fonte: *Bilancio Sammontana S.p.a*

L'Equity Value, dunque, può essere calcolato come di seguito:

$$\text{Equity Value} = \text{EV} - \text{PFN}$$

L'Equity Value di Sammontana risulta essere:

$$\text{Equity Value con Ke al 13\%} = 479.228.237 - 86.201.917 = 393.026.320$$

$$\text{Equity Value con Ke al 15\%} = 395.451.470 - 86.201.917 = 309.249.553$$

L'Equity Value risultante dal modello DCF utilizzando i Flussi di cassa "to the firm" risulta pari a euro 393.026.320 con Ke al 13%, mentre, con Ke al 15% risulta pari a 309.249.553 Euro.

### 3.4 VALUTAZIONE CON IL METODO DCF – FCFE

Il modello Discount Cash Flow, come già osservato, può avere come input i Flussi di cassa "to the firm", per determinare l'Enterprise Value, come è stato precedentemente applicato, oppure, può avere come input i Flussi di Cassa "to equity" (i flussi di cassa disponibili per gli azionisti). Tale applicazione stima direttamente l'equity value dell'azienda. Per attualizzare i flussi di cassa "to equity" verrà utilizzato un tasso di sconto congruo a tali flussi, ovverosia il costo dell'equity (Ke). Infine, anche in questo caso, sarà necessario stimare il Terminal Value.

Per utilizzare il metodo Discount Cash Flow occorre:

- Stimare I Flussi FCFE;
- Stimare il Costo del Capitale Proprio (Ke);
- Stimare il Terminal Value.

#### 3.4.1 STIMA DEI FREE CASH FLOW TO EQUITY

I Flussi di Cassa "to equity" sono i flussi residui disponibili per gli azionisti della azienda. Per stimare tali flussi di Sammontana, nel periodo considerato (2022-2024), è necessario partire dai Flussi di cassa "to the firm" precedentemente stimati.

Il processo per il calcolo dei Free Cash Flow to Equity ha inizio dai flussi "to the firm" del Business Plan precedentemente stimati. Tali flussi vengono calcolati rettificando i FCFF con gli interessi finanziari, derivanti dai debiti finanziari, e con la variazione del debito finanziario nel periodo considerato (2022-2024).

I Flussi di cassa di Sammontana disponibili per gli azionisti vengono calcolati come di seguito:

	31/12/2022 Consolidato	31/12/2023 Consolidato	31/12/2024 Consolidato
<b>FCFF</b>	<b>32.228.579</b>	<b>36.900.000</b>	<b>43.100.000</b>
Interessi	-10.000.000	-10.000.000	-10.000.000
Variazione debito finanziario	5.000.000	0	15.000.000
<b>FCFE</b>	<b>27.228.579</b>	<b>26.900.000</b>	<b>48.100.000</b>

### 3.4.2 DEFINIZIONE DEL VALORE DI SAMMONTANA

Per la definizione del valore di Sammontana occorre adesso definire le altre due componenti del modello di valutazione DCF, ovvero:

- Il Costo del Capitale Proprio,  $Ke$ ;
- Il Terminal Value.

Il Costo del capitale proprio ( $ke$ ), è stato fornito dal Dott. Stefano Giusti, CFO di Sammontana, per un valore compreso tra il 13% e il 15%.

Il Terminal Value è calcolato attraverso la formula precedentemente utilizzata nella valutazione con i flussi “to the firm”, sostituendo però il FCFF con i Flussi “to equity”, e il WACC con il  $Ke$ , ovvero:

$$TV = \frac{[FCFE_{n+1}/(Ke - g_n)]}{(1 + Ke)^n}$$

Il Terminal Value di Sammontana è calcolato come di seguito (dati espressi in migliaia di euro):

$$TV \text{ con } Ke \text{ al } 13\% = \frac{[33.335/(13\% - 3\%)]}{(1 + 13\%)^3} = 333.357$$

$$TV \text{ con } Ke \text{ al } 15\% = \frac{[33.335/(15\% - 3\%)]}{(1 + 15\%)^3} = 263.554$$

Dopo aver calcolato tutte le componenti del modello di valutazione DCF, è possibile applicarlo per calcolare l'Equity value. Il modello Discount Cash Flow, con i Flussi “to equity”, è articolato come di seguito:

$$Equity \text{ Value} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCFE_t}{(1 + Ke)^t} + TV$$

Il modello DCF con FCFE per Sammontana è utilizzato come di seguito (dati in migliaia di euro):

$$Equity \text{ Value con } Ke \text{ } 13\% = \frac{27.229}{(1 + 13\%)} + \frac{26.900}{(1 + 13\%)^2} + \frac{48.100}{(1 + 13\%)^3} + 333.357 = 411.855$$

$$Equity \text{ Value con } Ke \text{ } 15\% = \frac{27.229}{(1 + 15\%)} + \frac{26.900}{(1 + 15\%)^2} + \frac{48.100}{(1 + 15\%)^3} + 263.554 = 339.198$$

L'Equity Value di Sammontana calcolato con il modello DCF utilizzando i flussi di cassa "to equity", senza approssimazioni, risulta essere pari a 411.855.574 euro con Ke al 13%, mentre, con Ke al 15% risulta pari a 339.198.243 Euro.

### **3.5 VALUTAZIONE CON IL METODO PATRIMONIALE**

Il Metodo Patrimoniale si fonda su grandezze stock. Tale valutazione ha l'obiettivo di determinare l'impiego di capitale che un investitore dovrebbe apportare per creare una nuova impresa con la medesima struttura patrimoniale di quella in questione.

Il metodo patrimoniale considera, ai fini della determinazione del valore aziendale, solo elementi patrimoniali iscritti nell'attivo e nel passivo dello stato patrimoniale, alla fine dell'esercizio o del periodo di riferimento. Tale metodo, per il calcolo del valore aziendale, utilizza il Capitale Investito Netto Aziendale. Questo valore deriva dalla seguente formula:

$$\begin{aligned} & \textit{Capitale Investito Netto Aziendale} \\ & = \textit{Capitale Immobilizzato} + \textit{Rimanenze} + \textit{Crediti Commerciali} \\ & + \textit{Debiti Commerciali} + \textit{Totale Fondi} \end{aligned}$$

Il valore aziendale con il Metodo Patrimoniale si ottiene dalla seguente equazione:

$$W = K$$

Dove:

W è il valore dell'azienda;

K è il valore del capitale investito netto;

Per la valutazione di Sammontana con il metodo patrimoniale vengono utilizzate le stime effettuate per l'esercizio 2022. Tale scelta ha come obiettivo quello di non considerare l'impatto del covid-19 nella definizione del valore.

<b>31/12/2022</b>	
<b>Consolidato</b>	
Immobili, impianti e macchinari	135.000.000
Attività immateriali	48.000.000
Partecipazioni	0
<b>Totale Capitale Immobilizzato</b>	<b>183.000.000</b>
Rimanenze	42.000.000
Crediti commerciali	60.000.000
Altri crediti	3.500.000
Debiti commerciali	-52.000.000
Altri debiti	-35.399.997
Imposte	3.000.000
<b>Totale Capitale Netto di Esercizio</b>	<b>21.100.003</b>
Benefici per i dipendenti	-7.000.000
Fondi	-4.000.000
Attività per imposte anticipate	6.500.000
<b>Totale Fondi</b>	<b>-4.500.000</b>
<b>Capitale investito netto</b>	<b>199.600.003</b>

Il capitale investito netto, assimilabile in tale metodo, al valore aziendale è pari a 199.600.003 Euro.

### 3.6 VALUTAZIONE CON IL METODO DELL'EVA

Il modello dell'Economic Value Added permette di associare il valore di un'azienda alla sua capacità di assicurare, in futuro, la generazione di valore aggiunto. Nel dettaglio, il valore di un'azienda è espresso sommando il valore iniziale del capitale investito netto con il valore attuale degli EVA, attesi in un determinato orizzonte temporale (il Business Plan) e al netto della posizione finanziaria netta.

La formula per il calcolo del valore aziendale, in forma sintetica, è la seguente:

$$W = CIN + MVA - PFN$$

dove:

CIN = capitale investito netto;

MVA= Market Value Added;

PFN = Posizione finanziaria netta (Net Debt).

L'EVA atteso è configurabile come reddito operativo al netto della remunerazione corrisposta ai portatori del capitale investito.

In formule si ha:

$$EVA = NOPAT - (WACC * Capitale Netto d'esercizio)$$

Dove:

NOPAT = Net Operating Profit After Taxes;

WACC = costo medio ponderato del capitale;

Il Market Value Added corrisponde al valore attuale di tutti gli EVA stimati che l'azienda produrrà nel futuro. In presenza di redditi differenziali temporalmente limitati, la suddetta formula assume la seguente veste analitica:

$$W = CIN + \sum_{t=1}^n \frac{EVA_t}{(1 + WACC)^t} - PFN$$

dove:

CIN è il Capitale Investito Netto medio;

n è il Competitive Advantage Period (CAP);

$EVA_t$  è l'Economic Value Added atteso;

WACC è il Costo Medio Ponderato del Capitale Investito;

PFN è la Posizione Finanziaria Netta.

### 3.6.1 DEFINIZIONE DEL VALORE DI SAMMONTANA

Per utilizzare il metodo dell'EVA occorre stimare:

- Il Capitale Investito Netto;
- Il WACC;
- Gli EVA attesi;
- La PFN.

Il WACC di Sammontana, quindi, è calcolato come di seguito (dati espressi in migliaia di euro):

Esercizio 2022

$$WACC = \frac{55.000}{55.000 + 146.600} * 1\% * (1 - 30\%) + \frac{146.600}{55.000 + 146.600} * 13\% = 9,64\%$$

Esercizio 2023

$$WACC = \frac{55.000}{55.000 + 155.600} * 1\% * (1 - 30\%) + \frac{155.600}{55.000 + 155.600} * 13\% = 9,79\%$$

Esercizio 2024

$$WACC = \frac{30.000}{30.000 + 164.600} * 1\% * (1 - 30\%) + \frac{155.600}{30.000 + 164.600} * 13\% = 11,10\%$$

Gli EVA di Sammontana attesi per il periodo del Business Plan 2022-2024 sono stati calcolati come di seguito (dati espressi in migliaia di euro):

Esercizio 2022:

$$EVA = 26.000 - (9,64\% * 21.100) = 23.965$$

Esercizio 2023:

$$EVA = 27.900 - (9,79\% * 20.100) = 25.932$$

Esercizio 2024:

$$EVA = 27.600 - (11,10\% * 14.100) = 26.034$$

La PFN di Sammontana utilizzata per il calcolo è quella inserita all'interno del bilancio consolidato 2020. Tale valore è stato ritenuto un buon proxy della Posizione Finanziaria Netta al 2021 e coerente con quest'ultima. La PFN 2020 è calcolata come di seguito:

<b>Fonti di finanziamento</b>	<b>2020</b>
Debiti bancari a breve termine	(24.823.797)
Debiti bancari a medio lungo termine	(80.283.614)
Cassa e c/c attivi	29.139.379
<b>Totale PFN netta bancaria</b>	<b>(75.968.033)</b>
Debiti Finanziari Intercompany <sup>(2)</sup>	(3.904.434)
Debiti per leasing <sup>(1)</sup>	0
Crediti Finanziari Intercompany <sup>(2)</sup>	1.170.549
<b>Totale PFN (escluso P.O.)</b>	<b>(78.701.917)</b>
Prestito Obbligazionario	(7.500.000)
<b>Totale PFN</b>	<b>(86.201.917)</b>

Fonte: Bilancio Sammontana S.p.a

Dopo aver calcolato tutti gli input necessari per l'utilizzo del modello, è possibile applicare tale modello per il calcolo del valore aziendale di Sammontana (dati espressi in migliaia di euro):

$$W = 199.600 + \left( \frac{23.965}{(1 + 9,64\%)} + \frac{25.933}{(1 + 9,79\%)^2} + \frac{26.034}{(1 + 11,10\%)^3} \right) - 86.202 = 171.912$$

Il valore di Sammontana calcolato con il metodo EVA, senza approssimazioni, è pari a 171.912.213 Euro.

### 3.7 VALUTAZIONE CON I MULTIPLI DEL VALORE

La valutazione tramite i multipli del valore è una valutazione detta “relativa”, in quanto consente di confrontare una pluralità di aziende. Questo tipo di valutazione, ovviamente, perde di affidabilità laddove il campione selezionato non sia omogeneo.

La valutazione di Sammontana nella presente disamina si concentra su alcuni specifici multipli già descritti e analizzati nel primo capitolo:

- EV/EBITDA;
- EV/EBIT;
- EV/RICAVI.

Il processo di Valutazione di Sammontana tramite multipli ha inizio con l’ottenimento dei multipli medi di aziende comparabili di Sammontana. Per l’ottenimento di tali multipli è stata utilizzata l’indagine di mercato Plimsoll, la quale consente di ottenere dati patrimoniali ed economici dei principali players del mercato del gelato industriale italiano.

Le aziende utilizzate per l’ottenimento dei multipli medi sono:

- Froneri Ltd;
- Indian S.r.l.;
- Rachelli Italia S.r.l.;
- Fugar Spa.

Tale indagine, oltre a indicare Ebitda, Ebit e Ricavi, evidenzia anche l’Enterprise Value di ogni azienda. Questo valore, indicato direttamente dalla indagine utilizzata, consente una stima coerente con i dati patrimoniali ed economici che fornisce.

Il processo di valutazione di Sammontana attraverso i multipli si articola nelle seguenti fasi:

- Reperimento dei dati patrimoniali ed economici presenti nella indagine di mercato Plimsoll;
- Calcolo dei multipli delle quattro aziende selezionate;
- Calcolo dei vari multipli medi del campione selezionato;

- Calcolo dell'Enterprise Value di Sammontana sulla base dei multipli medi calcolati.

### 3.7.1 DEFINIZIONE DEL VALORE DI SAMMONTANA

Per la definizione del valore di Sammontana attraverso i multipli del valore occorre iniziare dal calcolo dei multipli per le aziende del campione selezionato.

- 1) I multipli del valore per Froneri Ltd vengono calcolati come di seguito (dati forniti dalla indagine Plimsoll ed espressi in euro):

EV/EBIT:

$$\frac{\text{Enterprise Value}}{\text{EBIT}} = \frac{127.253.000}{10.877.000} = 11,70$$

EV/EBITDA:

$$\frac{\text{Enterprise Value}}{\text{EBITDA}} = \frac{127.253.000}{18.676.000} = 6,81$$

EV/RICAVI:

$$\frac{\text{Enterprise Value}}{\text{RICAVI}} = \frac{127.253.000}{129.173.000} = 0,99$$

- 2) I multipli del valore per Indian S.r.l vengono calcolati come di seguito (dati forniti dalla indagine Plimsoll ed espressi in euro):

EV/EBIT:

$$\frac{\text{Enterprise Value}}{\text{EBIT}} = \frac{55.851.000}{1.300.000} = 42,96$$

EV/EBITDA:

$$\frac{\text{Enterprise Value}}{\text{EBITDA}} = \frac{55.851.000}{7.238.000} = 7,72$$

EV/RICAVI:

$$\frac{\text{Enterprise Value}}{\text{RICAVI}} = \frac{55.851.000}{44.476.000} = 1,26$$

- 3) I multipli del valore per Rachelli Italia S.r.l vengono calcolati come di seguito (dati forniti dalla indagine Plimsoll ed espressi in euro):

EV/EBIT:

$$\frac{\text{Enterprise Value}}{\text{EBIT}} = \frac{41.058.000}{6.044.000} = 6,79$$

EV/EBITDA:

$$\frac{\text{Enterprise Value}}{\text{EBITDA}} = \frac{41.058.000}{5.125.000} = 8,01$$

EV/RICAVI:

$$\frac{\text{Enterprise Value}}{\text{RICAVI}} = \frac{41.058.000}{35.957.000} = 1,14$$

- 4) I multipli del valore per Fugar Spa vengono calcolati come di seguito (dati forniti dalla indagine Plimsoll ed espressi in euro):

EV/EBIT:

$$\frac{\text{Enterprise Value}}{\text{EBIT}} = \frac{20.890.000}{1.649.000} = 12,67$$

EV/EBITDA:

$$\frac{\text{Enterprise Value}}{\text{EBITDA}} = \frac{20.890.000}{2.385.000} = 8,76$$

EV/RICAVI:

$$\frac{\text{Enterprise Value}}{\text{RICAVI}} = \frac{20.890.000}{18.684.000} = 1,12$$

- 5) Dopo aver calcolato i multipli del valore per le quattro le aziende selezionate, occorre dunque calcolare i multipli medi del campione (dati forniti dalla indagine Plimsoll ed espressi in euro):

EV/EBIT medio:

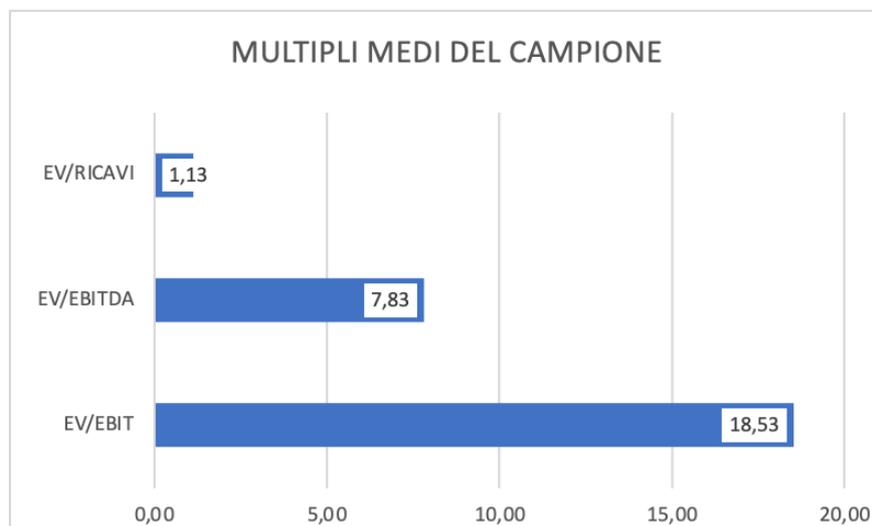
$$\frac{\text{Enterprise Value}}{\text{EBIT}} \text{ medio} = \frac{(11,70 + 42,96 + 6,79 + 12,67)}{4} = 18,53$$

EV/EBITDA medio:

$$\frac{\text{Enterprise Value}}{\text{EBITDA}} \text{ medio} = \frac{(6,81 + 7,72 + 8,01 + 8,76)}{4} = 7,83$$

EV/RICAVI medio:

$$\frac{\text{Enterprise Value}}{\text{RICAVI}} \text{ medio} = \frac{(0,99 + 1,26 + 1,14 + 1,12)}{4} = 1,13$$



Il processo di definizione del valore di Sammontana attraverso i multipli termina con l'utilizzo dei multipli medi, per stimare direttamente l'Enterprise Value di Sammontana e poi sottrarre da quest'ultimo la Posizione Finanziaria Netta di Sammontana. Si ottiene così l'Equity Value, confrontabile con gli altri metodi utilizzati.

L' Enterprise Value di Sammontana, calcolato attraverso il multiplo EV/EBIT medio, è stato ottenuto come di seguito (dati espressi in euro):

$$\text{Enterprise Value} = \frac{EV}{EBIT} \text{ medio} * \text{EBIT di Sammontana} = 18,53 * 23.000.000 = 426.207.529$$

L' Enterprise Value di Sammontana, calcolato attraverso il multiplo EV/EBITDA medio, è stato calcolato come di seguito (dati espressi in euro):

$$\begin{aligned} \text{Enterprise Value} &= \frac{EV}{EBITDA} \text{ medio} * \text{EBITDA di Sammontana} = 7,83 * 57.000.000 \\ &= 446.029.320 \end{aligned}$$

L' Enterprise Value di Sammontana calcolato attraverso il multiplo EV/RICAVI medio è stato calcolato come di seguito (dati espressi in euro):

$$\begin{aligned} \text{Enterprise Value} &= \frac{EV}{RICAVI} \text{ medio} * \text{RICAVI di Sammontana} = 1,13 * 405.000.000 \\ &= 455.708.527 \end{aligned}$$

Dopo aver calcolato l'EV di Sammontana con i vari multipli descritti, per ottenere l'Equity Value di Sammontana occorre sottrarre la PFN all'EV:

Equity Value di Sammontana calcolato attraverso EV/EBIT (dati espressi in euro):

$$\text{Equity Value} = \text{EV con EBIT} - \text{PFN} = 426.207.529 - 86.201.917 = 340.005.612$$

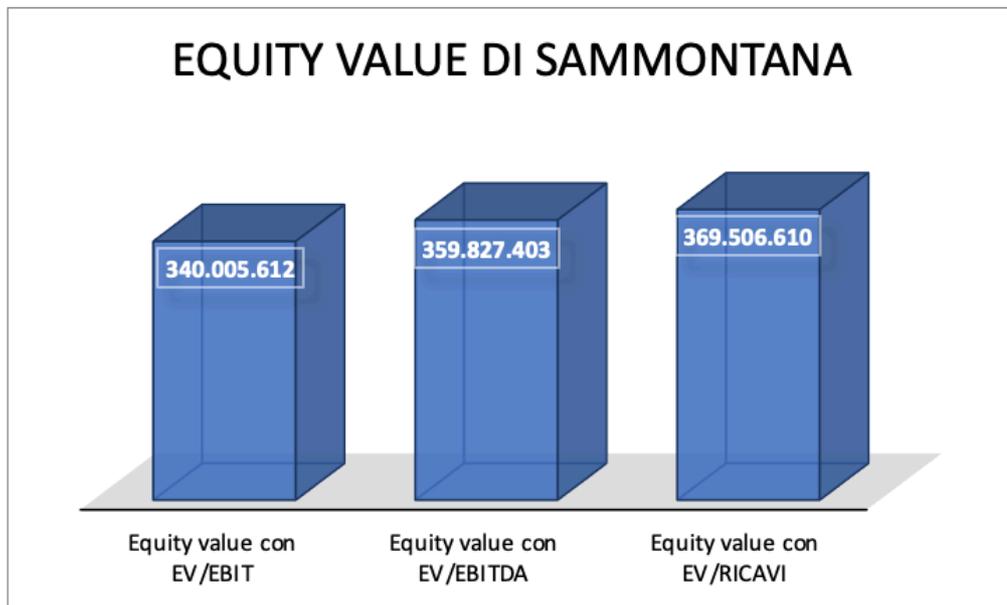
Equity Value di Sammontana calcolato attraverso EV/EBITDA (dati espressi in euro):

$$\text{Equity Value} = \text{EV con EBITDA} - \text{PFN} = 446.029.320 - 86.201.917 = 359.827.403$$

Equity Value di Sammontana calcolato attraverso EV/RICAVI (dati espressi in euro):

$$\text{Equity Value} = \text{EV con RICAVI} - \text{PFN} = 455.708.527 - 86.201.917 = 369.506.610$$

La definizione del valore di Sammontana attraverso i multipli del valore può essere riepilogata come di seguito:



### 3.8 CONFRONTO DEI RISULTATI E CONCLUSIONI

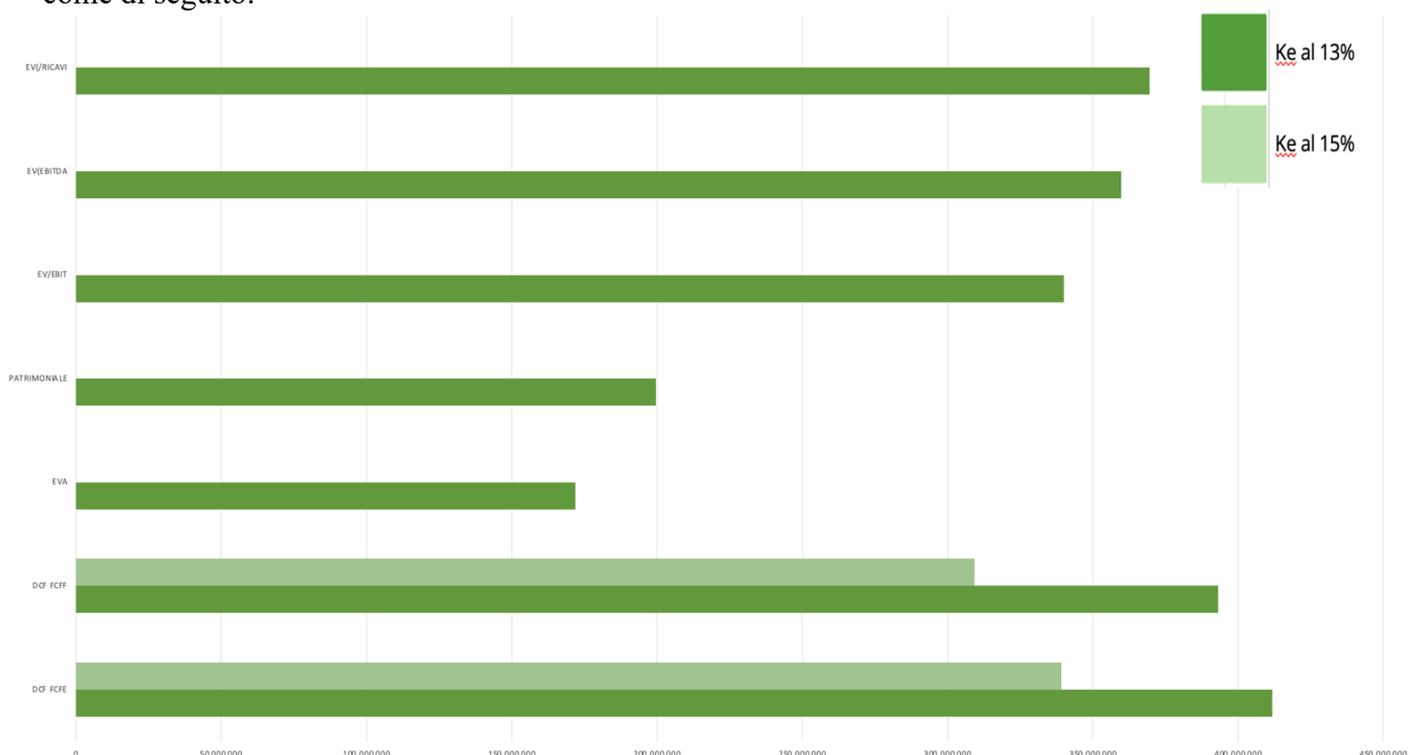
Il terzo e ultimo capitolo della disamina ha inizio con la riclassificazione dei bilanci degli anni 2017, 2018 e 2019. Tale riclassificazione si articola in due fasi: la prima di tipo “finanziario” con l’obiettivo di arrivare alla definizione di attività e passività correnti e non correnti, la seconda di tipo “funzionale”, la quale ha come finalità il calcolo del capitale investito netto.

Dopo aver riclassificato i bilanci di Sammontana, vengono effettuate le stime dei prospetti economico-finanziari per gli esercizi del Business Plan. Tali stime, utili a definire il BP, hanno una duplice natura; esse hanno sia natura prospettica, seguendo il trend degli esercizi 2017, 2018 e 2019, sia natura pratica e reale, in quanto fornite dal CFO di Sammontana, il Dott. Stefano Giusti.

Successivamente, è stato calcolato l’equity value di Sammontana attraverso i metodi di valutazione descritti nel primo capitolo. L’equity value è stato quindi ottenuto con i seguenti approcci:

- Metodo Discount Cash Flow con FCFE;
- Discount Cash Flow con FCFF;
- Metodo Patrimoniale;
- Metodo dell’Economic Value Added;
- Metodo dei multipli di mercato.

I valori che tali modelli generano, tuttavia, risultano essere diversi. Diviene quindi necessario, in ultima analisi, confrontare i risultati ottenuti e provare a spiegarne la diversa origine. Quest’ultimi si configurano come di seguito:



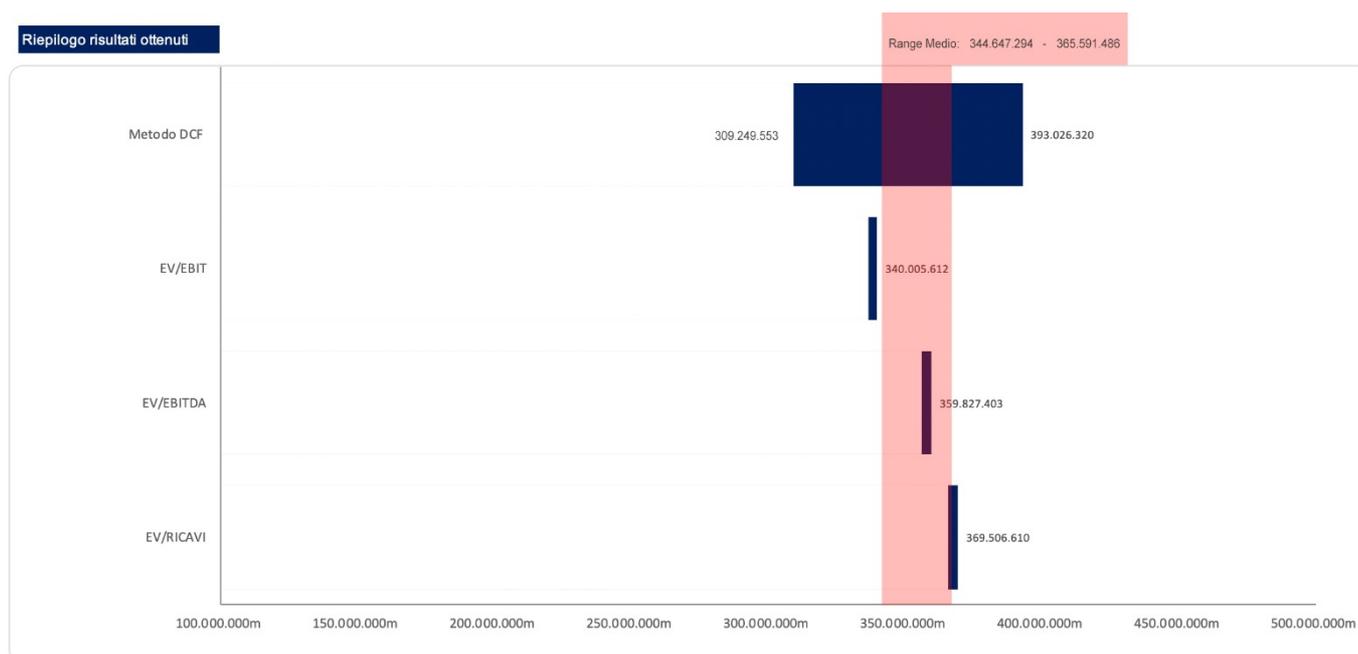
Osservando la tabella, la quale riporta sull'asse verticale i diversi metodi finora utilizzati e sull'asse orizzontale i valori ottenuti, è possibile notare immediatamente la differenza tra i risultati derivanti dal metodo patrimoniale e dell'EVA rispetto agli altri approcci utilizzati.

Il primo, se da un lato non necessita di un business plan previsionale, per cui diviene più facile da applicare e garantisce risultati meno soggettivi (in quanto non derivano da previsioni o stime), dall'altro considera esclusivamente l'ammontare del proprio patrimonio alla data in cui viene effettuata la valutazione e tralascia così l'aspetto previsionale, dal momento che l'azienda continuerà a operare anche in futuro e ciò risulta determinante per una stima attendibile. In settori molto competitivi come quello del gelato industriale italiano, essendo per sua natura dinamico, questo metodo risulta poco utile e non attinente alla realtà.

Il secondo metodo prende, invece, in considerazione un altro fattore: il capitale investito netto.

Quest'ultimo approccio ha il vantaggio di mettere in chiaro che è la qualità e non il livello corrente del flusso di cassa ciò che veramente conta ai fini della valutazione d'azienda. Tuttavia, è possibile osservare come il risultato da esso derivante non appare indicativo del reale valore attribuibile a Sammontana, in quanto esso viene determinato principalmente dalle immobilizzazioni (indicatore più utile in un settore come il Real Estate). Sammontana, al contrario, non operando in un settore in cui tali valori risultano determinanti, non dispone di quantità tali da far risultare tale valore attendibile.

Ritenendo quindi opportuno escludere dal proseguo della trattazione il metodo patrimoniale ed il metodo dell'Economic Value Added per le ragioni sopra citate, concentriamo l'analisi sui risultati ottenuti tramite gli altri metodi utilizzati.



Dal grafico è possibile osservare che gli approcci utilizzati hanno prodotto risultati con tali estremi:

- Risultato minimo: 309.249.553 Euro, ottenuto con il Discount Cash Flow con FCFF e con Ke al 15%;
- Risultato massimo: 393.026.320 Euro, derivante dall'applicazione dell'approccio Discount Cash Flow con FCFF e con Ke al 13%.

Nel range medio di valori, evidenziato in rosso, il quale oscilla tra 344.647.294 Euro e 365.591.486 Euro, sono compresi anche i risultati ottenuti con i multipli. È evidente quindi la coerenza tra la valutazione attraverso il metodo dei multipli di mercato e la valutazione con gli altri approcci, denotando:

- dal lato dei multipli: l'adeguata scelta del campione utilizzato per il calcolo, ovvero la corretta selezione delle aziende comparabili utilizzate;
- dal lato dei metodi DCF: l'adeguate stime effettuate per la creazione del Business Plan.

Di seguito la tabella riepilogativa dei risultati ottenuti:

<i>Approccio utilizzato</i>	Ke 13%	Ke 15%
<b>DCF con FCFF</b>	393.026.320	309.249.553
<b>EV / EBIT</b>	340.005.612	
<b>EV / EBITDA</b>	359.827.403	
<b>EV / RICAVI</b>	369.506.610	

Alla luce di queste analisi, è quindi indispensabile rispondere a una domanda: quale approccio utilizzare?

La risposta a questa domanda non è scontata e risulta essere un punto critico del processo di valutazione. La scelta del modello da utilizzare si fonda su tre driver fondamentali:

- Negoziabilità degli asset: più risulta semplice stimare i valori di sostituzione o liquidazione di una azienda e più la scelta si sposterà su metodi di natura patrimoniale. Tale scelta, ad esempio, risulta ottimale per una società immobiliare. Invece, come accade per Sammontana, diviene difficile quando una società possiede più prodotti sotto lo stesso marchio, essendo asset immateriali, quindi difficilmente separabili e stimabili singolarmente. Inoltre, anche il tasso di crescita e il ciclo di vita del settore in cui l'impresa opera influiscono sulla scelta del modello valutativo. Considerando tale driver, sarà possibile incontrare difficoltà nella valutazione patrimoniale qualora il tasso di crescita del settore sarà alto e il business non maturo.

- Capacità di generare flussi di cassa. È possibile raggruppare le attività in tre categorie: attività che generano flussi di cassa immediati, attività che potrebbero generare flussi di cassa e attività che non genereranno flussi di cassa. Più le attività si ipotizzano generatrici di flussi di cassa e più tale valore risulta determinante ai fini della definizione del valore, più allora la valutazione attraverso DCF sarà l'approccio potenzialmente migliore.
- Presenza di comparable nel settore: in settori in cui sono presenti molte società quotate e migliaia di asset vengono venduti e acquistati giornalmente, risulta evidente che la valutazione relativa attraverso i multipli sia la più attendibile. In settori in cui sono presenti asset unici, o imprese non quotate o imprese diverse molto diverse tra loro (come il settore analizzato nel secondo capitolo), la valutazione DCF sarà preferibile.<sup>37</sup>

Alla luce dei risultati ottenuti, considerando i driver sopra descritti e il range medio di valori ottenuti è possibile osservare come il metodo patrimoniale e il metodo dell'economic value added siano meno adeguati rispetto agli altri per effettuare la valutazione di Sammontana. Tali metodi producono risultati molto distanti rispetto agli altri metodi e fotografando l'attuale situazione economico finanziaria, senza considerare le prospettive future, risultano poco coerenti rispetto alla dinamicità del settore e alla rilevante crescita annua.

Anche considerando la negoziabilità degli asset come driver, i metodi previsionali o i multipli del valore, risultano i metodi più attendibili. Ciò deriva dalla natura stessa di Sammontana. Non operando essa in un settore in cui le immobilizzazioni rivestono un ruolo determinante, il metodo patrimoniale o il metodo dell'EVA risultano poco congrui alla azienda e al settore analizzati.

Si vuole quindi giungere alla conclusione dell'elaborato rendendo evidenti i motivi che indirizzano verso la scelta del metodo di valutazione più adeguato a un'azienda e a un settore come quelli finora presi in considerazione: l'approccio Discount Cash Flow.

Esso è da preferire in quanto:

- assicura centralità ai flussi di cassa; l'azienda Sammontana, infatti, si presenta in ottima salute dal punto di vista economico e finanziario e sarebbe quindi sbagliato utilizzare un metodo che non attribuisca un ruolo chiave e imprescindibile ai Cash Flow.
- supera i limiti stessi che solitamente caratterizzano tale approccio; esso, infatti, si basa su stime e non è sempre certo che queste siano attendibili. Nel nostro caso, i valori derivanti da questo metodo non

---

<sup>37</sup> Aswath Damodaran, Valutazione delle aziende, 2014.

sono solo il risultato dell'analisi degli esercizi precedenti ma si basano soprattutto sul contributo fornito dal CFO di Sammontana, il Dott. Giusti.

## **Bibliografia**

- Zanda G., Lacchini M., Onesti T., (2016), “La valutazione delle aziende”, G. Giappichelli Editore – Torino, VI Edizione.
- O’Brien P., (1988), “Analysts Forecasts as Earnings Expectations”, *Journal of accounting economics*.
- Chrichfield T., Dyckman T., Lakonishok J., (1978), “an Evaluation of Security Analyst Forecast”, *Accounting Review*.
- Guatri L., Bini M., (2002), “Principi e linee guida professionali”, Università Bocconi Editore, 1° Edizione
- Modigliani F., Miller M., (1958), “The cost of Capital, Corporation Finance and Theory of Investment”, *American Economic Review*.
- Berk J., De Marzo P., (2007), “Finanza Aziendale 1 e 2”, Pearson.
- Maglio R., (2017), “La valutazione d’azienda in settori specifici d’attività”, *Studi di valutazione d’azienda – Collana Sidrea – Coordinata da Giovanni Liberatore*.
- Damodaran A.,(2010), “Valutazione delle aziende”, Apogeo Education.
- Fueller R.J., Hsia C., (1984), “A simplified common stock valuation model”, *Financial analysts journal*.
- Barbarito L., (2000), “L’analisi di Settore – Metodologia e applicazioni”, Franco Angeli.
- Vander Weide J.H., Carleton W.T., (1988), “Investor Growth Expectations: Analysts vs. History”, *Journal of portfolio Management*.
- Marinoni M. A., (2007), “Logica probabilistica nelle valutazioni d’azienda – variabilità e congruenza del capitale economico”, Rirea.
- Little I. M. D., (1960), “Higgledy Piggledy Growth”, Institute of Statistics, Oxford UK.
- Damodaran A., (1999), “Value Enhancement: Back to the Future”, *Contemporary Finance Digest*.
- Deng Z., Lev B., (1999), “The valuation of acquired R&D”, New York University.
- Nizzola M., (2020), “Valutazione d’azienda – metodi e casi pratici”, Maggioli Editore.

Comi L., Franceschi L. F., (2015), “Modelli finanziari per la valutazione d’azienda”, EDUcatt Università Cattolica.

Liberatore G., Tiscini R., Corbella S., (2020), “Manuale di valutazione d’azienda”, McGraw-Hill Education.

Gonnella E., (2013), “Logiche e metodologie di valutazione d’azienda - Valutazioni stand-alone”, Pisa University Press.

Corsico F., (2020), “Il family Business – Manuale di gestione delle imprese familiari”, Luiss University Press.

Sodini M., (2015), “Il valore di un’azienda in base ai multipli”, Fondazione Nazionale dei Commercialisti.

Monteforte D., (2004), Teorie E Tecniche Della Valutazione D’azienda: Una Ricostruzione In Chiave Evolutiva.

Damodaran A., (2005), “Marketability and Value: Measuring the Illiquidity Discount”, Stern School of Business

McConaughy L. D., (2009), “The Cost of Capital for the Closely-held, Family-Controlled Firm”, USASBE Conference Proceedings.

Borsa Italiana, (2015), “Il metodo DCF - Discounted cash flow”, Country Default Spreads and Risk Premiums Last updated;

Fernandez P. and Linares P. , (2014), “Market Risk Premium Used in 88 Countries in 2014: A Survey with 8,228 Answers;

Pedriali F., (2006), “Analisi finanziaria e valutazione aziendale. La logica applicativa con i nuovi principi contabili internazionali”, HOEPLI EDITORE;

Dalocchio M.,(2004), “Finanza d’azienda”, Egea;

Damodaran A., (2013), “Finanza aziendale”, Apogeo;

Guatri L. – Bini M., (2005), “Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende”, Egea;

Massari M., Zanetti L., (2008), “Valutazione finanziaria: fondamenti teorici e best practice nel settore industriale e finanziario”, McGraw-Hill Education;

Rivista dei Dottori Commercialisti, (2009), p. 97, Declino e rinascita dei metodi finanziari nella valutazione delle aziende e nell’Impairment Test dell’avviamento

Sitografia – Capitolo 2:

[dpointernational.com](http://dpointernational.com)

[www.mordorintelligence.com](http://www.mordorintelligence.com)

[ec.europa.eu](http://ec.europa.eu)

[www.tridge.com](http://www.tridge.com)

[www.marketresearch.com](http://www.marketresearch.com)

[lepetitjournal.com](http://lepetitjournal.com)

[lamedeslieux.fr](http://lamedeslieux.fr)

[comtrade.un.org](http://comtrade.un.org)

[www.ilsole24ore.com](http://www.ilsole24ore.com)

[en.calameo.com](http://en.calameo.com)

[www.jopistacchio.it](http://www.jopistacchio.it)

[trends.google.com](http://trends.google.com)

[les-glaces.com](http://les-glaces.com)

[www.economie.gouv.fr](http://www.economie.gouv.fr)

[dati.istat.it](http://dati.istat.it)

[www.foodweb.it](http://www.foodweb.it)

[www.dolcesalato.com](http://www.dolcesalato.com)

[it.mashable.com](http://it.mashable.com)

[www.istitutodelgelato.it](http://www.istitutodelgelato.it)

[www.borsaitaliana.it](http://www.borsaitaliana.it)

Altre Fonti:

Studio Settorale Plimsoll, (2020), Industrial Ice Cream Manufacturers

Bilancio Consolidato Sammontana S.p.a. (2017)

Bilancio Consolidato Sammontana S.p.a. (2018)

Bilancio Consolidato Sammontana S.p.a. (2019)

Bilancio Consolidato Sammontana S.p.a. (2020)

Bilancio Unilever Italy Holdings SRL (2019)

## RIASSUNTO

La presente disamina nasce dalla sempre più crescente consapevolezza della centralità della valutazione d'azienda; essa, infatti, negli ultimi anni è stata utilizzata non solo e non più con l'obiettivo di individuare un valore equo nelle transazioni di mercato, ma si sta trasformando sempre più in uno strumento di utilizzo quotidiano anche in task interni all'azienda.

In questo elaborato, il concetto di valutazione trova applicazione concreta al settore del gelato industriale in generale e, nello specifico, ad un'azienda del territorio Toscano, la Sammontana S.p.A.

L'obiettivo, chiarito sin qui dal principio, è quello di indagare i diversi processi di valutazione esistenti per poi analizzare in profondità il caso Sammontana.

Gli approcci valutativi maggiormente utilizzati nella valutazione d'azienda vengono descritti nel primo capitolo della disamina. In particolare, verranno analizzati:

- Il metodo Discount Cash Flow, utilizzato sia con i Flussi di cassa "to the firm" sia con i Flussi di cassa "to the equity". Tale approccio consente di considerare una prospettiva futura nella valutazione. In tale approccio risulta quindi determinante stimare correttamente i prospetti economico-finanziari futuri nel periodo considerato. Il DCF, per la sua natura prospettica, è il metodo più utilizzato per valutare asset o aziende.
- Il metodo Patrimoniale, il quale si suddivide in semplice e complesso, si concentra sulla definizione di un valore prettamente basato sullo stato patrimoniale, e consente di ottenere un valore che rispecchia l'andamento dell'azienda nell'anno stabilito.
- Il metodo dell'Economic Value Added (EVA), approccio che si concentra sul rendimento e sul costo del capitale investito operativo.
- Metodo dei multipli del valore, nel quale vengono analizzati tre distinti multipli: EV/EBITDA, EV/EBIT e EV/RICAVI. Tali metodi verranno poi successivamente utilizzati empiricamente nel terzo capitolo.

Il secondo capitolo della disamina analizza in maniera approfondita il caso studio della presente trattazione, Sammontana S.p.a., una delle principali aziende del settore del gelato industriale italiano. Sammontana S.p.a. nel secondo capitolo viene analizzata sotto quattro aspetti chiave: la produzione, gli investimenti e i rapporti con clienti e fornitori.

In merito alla produzione, Sammontana e le altre aziende del settore del gelato industriale svolgono al loro interno tutte le fasi di lavorazione, salvo affidare ad altri processi specifici.

Le motivazioni alla base di questo assetto produttivo possono essere:

- Specializzazione del co-packer (esistono produttori specializzati in dessert, ghiaccioli o altro e per l'azienda potrebbe non essere conveniente avere una specifica linea di produzione)
- Tematiche legate alla salute (produzione per celiaci o per intolleranti in cui, anche in questo caso, generalmente è più adeguato affidarsi a "specialisti" anziché spendere molto per sanificazioni, lavaggi, segregazioni).
- Tematiche legate alla "tecnica" quando non si ha il macchinario specifico e non conviene effettuare un investimento poiché manca "massa critica" (Grom produce i barattolini per Algida grazie a specifici macchinari per la "chiusura a vite").

Sammontana opera direttamente attraverso 4 stabilimenti produttivi (situati in Empoli, Vinci, Colognola ai Colli e Pomezia) oltre a 13 filiali dislocate sul territorio italiano.

In tema di investimenti, è possibile osservare un aumento di oltre 9 milioni di euro rispetto all'esercizio precedente. La principale ragione è senza dubbio da ricercare nella continua filosofia aziendale di investire in impianti e macchinari tecnici all'avanguardia sia per rimanere al passo con i tempi sia per cogliere dei vantaggi fiscali legati agli investimenti in "Industria 4.0"<sup>38</sup>, con l'obiettivo di realizzare un miglioramento tecnico alla macchina o alla intera linea produttiva.

Infine, per quanto riguarda i rapporti con fornitori e clienti: il Gruppo Sammontana ha una clientela molto differenziata:

- GDO (iper, supermercati, superette e discount): circa 500 insegne;
- Grandi Clienti Horeca (Parchi acquatici, ENI, MyChef, ecc...) circa 50 aziende;
- Concessionari e Distributori del settore Horeca<sup>39</sup> : circa 150 imprenditori;
- Punti Vendita, (Bar, Ristoranti, Stabilimenti Balneari ecc...)

Direttamente (con le filiali) o indirettamente (tramite concessionari e distributori), Sammontana è presente in Italia in circa 60.000 punti vendita.

---

<sup>38</sup> L'ex Piano Nazionale Industria 4.0 (oggi Transizione 4.0), offre alle aziende italiane incentivi e strumenti per cogliere le opportunità dell'innovazione e del digitale legate alla quarta rivoluzione industriale.

<sup>39</sup> Horeca è un termine commerciale che si riferisce al settore dell'industria alberghiera.

Dal lato dei fornitori Sammontana non presenta integrazioni “a monte” né con produttori di materie prime né con produttori di imballaggi. Il Direttore Amministrativo Stefano Giusti in merito alla strategia di Sammontana afferma: *“Il tema è stato affrontato dalla Governance dell’Azienda ma non è risultato conveniente effettuare un’acquisizione di questo tipo, in quanto Sammontana non avrebbe avuto la “massa critica” per assorbire tutto il prodotto e le altre aziende di gelato avrebbero acquistato malvolentieri una materia o materiale proveniente da un competitor.*

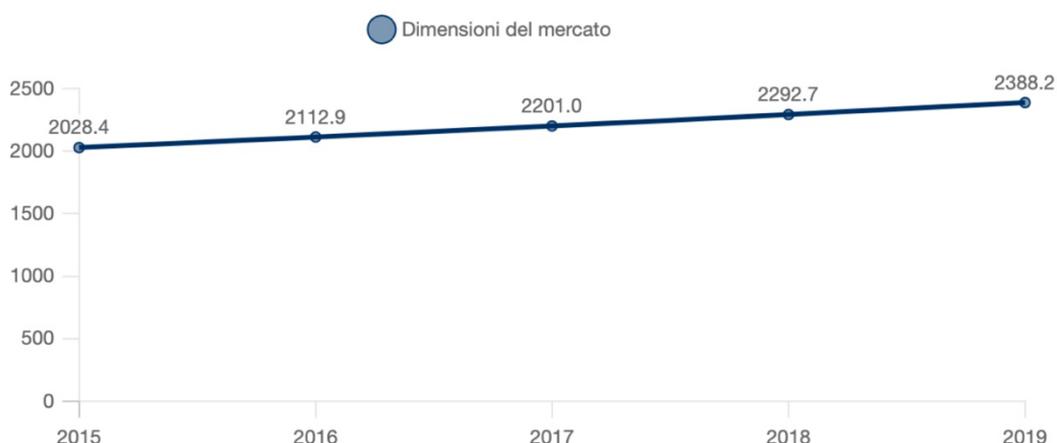
*E’ stata invece valutata una collaborazione con aziende di raccolta latte per un investimento in comune su “spraizzatori” per produrre latte in polvere (italiano) ma non è stato raggiunto ancora nessun accordo. Anche i semilavorati vengono acquistati salvo i cosiddetti “variegati” che vengono realizzati internamente.”*

Inoltre, nel secondo capitolo viene analizzato ampiamente il settore del gelato industriale, sia in Italia sia nel resto del mondo. In particolare, vengono analizzate le principali caratteristiche della domanda e della offerta del settore. La domanda viene analizzata approfondendo la stagionalità del prodotto, le preferenze dei consumatori e la frequenza di consumo. L’offerta, invece, viene approfondita osservando la presenza e la penetrazione dei principali marchi nella GDO, osservando le quote di mercato rispetto ai volumi e al fatturato, e infine osservando l’indice dei prezzi e i principali regolamenti del settore.

L’Italia è tra i più grandi produttori di gelato d’Europa e ha una rete di distribuzione molto importante sul territorio. Nel 2019, il mercato italiano del gelato ha registrato un fatturato totale di 2.388 milioni di dollari, che rappresenta un tasso di crescita annuale composto (CAGR) del 4% tra il 2015 e il 2019.<sup>40</sup>

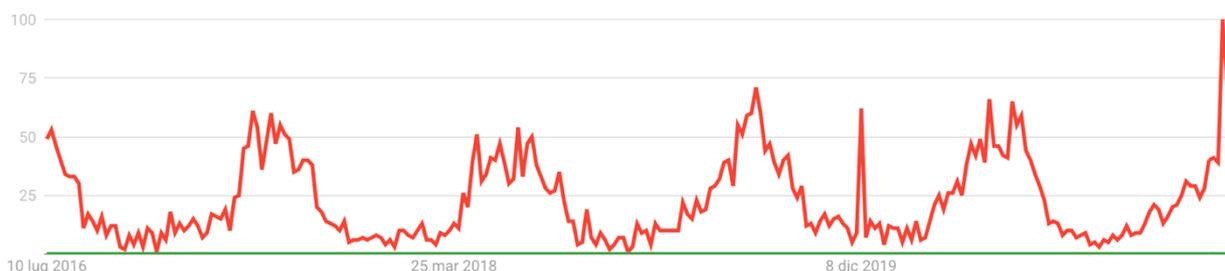
#### Evoluzione del mercato del gelato in Italia

Italia, 2015-2019, in miliardi di €

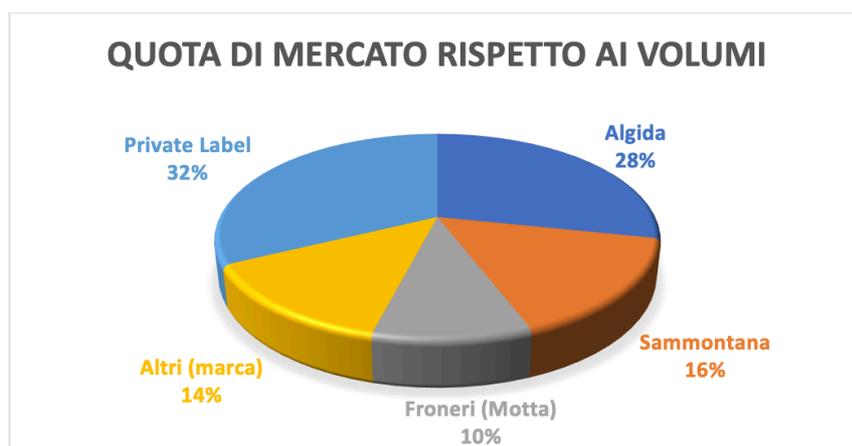


Fonte: [www.marketresearch.com](http://www.marketresearch.com)

La stagionalità è un'altra caratteristica tipica di questo specifico settore, essa risulta essere una delle principali criticità. Il grafico in basso mostra, appunto, la stagionalità dell'interesse per il gelato. Questo grafico è stato ottenuto tramite il tool "Google Trends" e rappresenta le ricerche su Google per il termine "gelato" in Italia tra il 2016 e il 2020, le quali risultano particolarmente alte durante i mesi caldi rispetto al resto dell'anno. Il grafico mostra come i picchi delle ricerche si concentrino, salvo pochissime eccezioni, nei mesi estivi e che il trend sia costante per anni. Il grafico rappresenta la proporzione di ricerche per una determinata parola chiave in una specifica regione e per un periodo di tempo stabilito. Inoltre, è opportuno specificare che un valore di 50 significa che la parola chiave è stata usata la metà nella regione interessata, e un valore di 0 significa che non ci sono dati sufficienti per quella parola chiave.

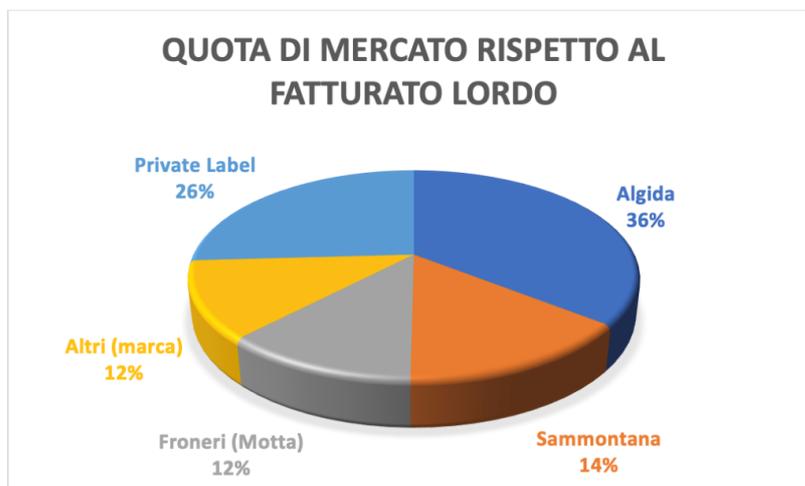


Dal lato della domanda, il settore risulta essere molto concentrato e dominato sostanzialmente da tre imprese nella grande distribuzione, sia in tema di volumi sia in tema di valore prodotto. La quota di mercato maggiore in tema di volumi la detengono i Private Label con il 32,3%, tuttavia, più del 50% del mercato è occupato da tre aziende, Algida (28%), Sammontana (16%) e Froneri (10%).



Fonte: IRI

Se l'oggetto della analisi si sposta sul fatturato lordo, allora la quota di mercato maggiore la detiene Algida con il 35,7% seguita dai Private Label (25,9%). Sammontana e Froneri mantengono quasi la medesima quota rispetto alla analisi sui volumi, con rispettivamente il 14,5% e l' 11,9% .



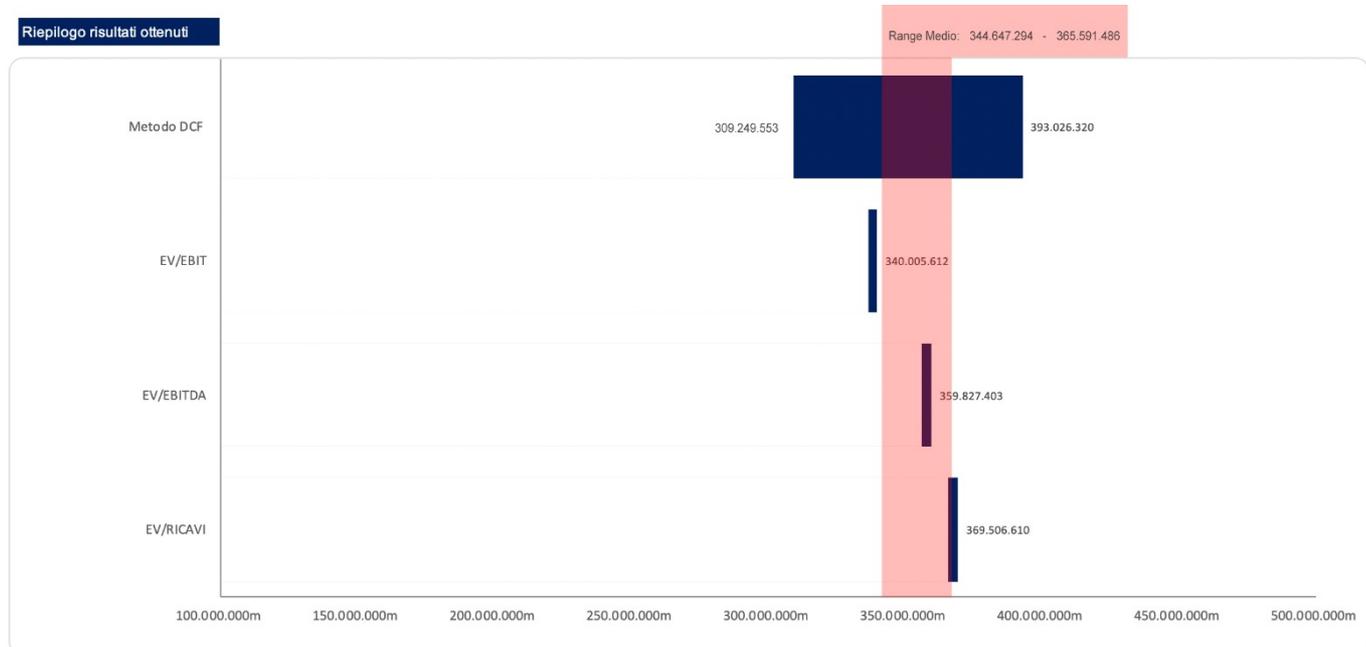
Fonte: IRI

Il terzo e ultimo capitolo rappresenta la sezione analitica della disamina. Tale capitolo, riporta il processo di valutazione di Sammontana, svolto per arrivare a definire un valore attendibile e congruo della azienda. Il capitolo si articola in tre parti. La prima parte descrive la riclassificazione del bilancio di Sammontana per gli esercizi 2017,2018 e 2019. Successivamente vengono riportate le stime del Business Plan per il periodo 2022-2024. Tale scelta temporale ha come scopo quello di non considerare l'impatto del Covid-19, come approfondito in seguito. Nella seconda parte del capitolo vengono riportati gli approcci valutazioni e i calcoli empirici che portano alla definizione di un valore dell'azienda per ogni metodo utilizzato. Nel dettaglio, vengono utilizzati empiricamente i seguenti approcci:

- DCF con FCFE e FCFF
- Metodo Patrimoniale
- Metodo dell'EVA
- Metodo dei multipli del valore

La terza e ultima sezione del capitolo consiste nella analisi e nel confronto dei risultati ottenuti. In tale sezione vengono analizzati tutti i valori derivanti da ogni metodo e viene definito un valore medio attendibile. Inoltre, vengono riportate alcune considerazioni sull'attendibilità dei metodi utilizzati.

Dal grafico è possibile osservare che i valori ottenuti hanno avuto come risultato minimo: 274.468.606 Euro, ottenuto con il Discount Cash Flow con FCFF e con Ke al 15%; e come risultato massimo: 373.504.754 Euro, derivante dall'applicazione dell'approccio Discount Cash Flow con FCFF e con Ke al 13%.



In questo range di valori sono compresi anche i risultati ottenuti con i multipli. Tale dato sottolinea la coerenza tra la valutazione attraverso la valutazione con i multipli di mercato e la valutazione con gli altri approcci. Tale coerenza evidenzia sia l'adeguata scelta del campione utilizzato per il calcolo dei multipli sia l'adeguate stime effettuate per il Business Plan.

<i>Approccio utilizzato</i>	Ke 13%	Ke 15%
<b>DCF con FCFF</b>	393.026.320	309.249.553
<b>EV / EBIT</b>	340.005.612	
<b>EV / EBITDA</b>	359.827.403	
<b>EV / RICAVI</b>	369.506.610	

Alla luce di queste analisi, è quindi indispensabile rispondere a una domanda: quale approccio utilizzare?

La risposta a questa domanda non è scontata e risulta essere un punto critico del processo di valutazione. La scelta del modello da utilizzare si fonda su tre driver fondamentali:

- Negoziabilità degli asset: più risulta semplice stimare i valori di sostituzione o liquidazione di una azienda e più la scelta si sposterà su metodi di natura patrimoniale. Tale scelta, ad esempio, risulta ottimale per una società immobiliare. Invece, come accade per Sammontana, diviene difficile quando una società possiede più prodotti sotto lo stesso marchio, essendo asset immateriali, quindi difficilmente separabili e stimabili singolarmente. Inoltre, anche il tasso di crescita e il ciclo di vita del settore in cui l'impresa opera influiscono sulla scelta del modello valutativo. Considerando tale driver,

sarà possibile incontrare difficoltà nella valutazione patrimoniale qualora il tasso di crescita del settore sarà alto e il business non maturo.

- Capacità di generare flussi di cassa. È possibile raggruppare le attività in tre categorie: attività che generano flussi di cassa immediati, attività che potrebbero generare flussi di cassa e attività che non genereranno flussi di cassa. Più le attività si ipotizzano generatrici di flussi di cassa e più tale valore risulta determinante ai fini della definizione del valore, più allora la valutazione attraverso DCF sarà l'approccio potenzialmente migliore.
- Presenza di comparabile nel settore: in settori in cui sono presenti molte società quotate e migliaia di asset vengono venduti e acquistati giornalmente, risulta evidente che la valutazione relativa attraverso i multipli sia la più attendibile. In settori in cui sono presenti asset unici, o imprese non quotate o imprese diverse molto diverse tra loro (come il settore analizzato nel secondo capitolo), la valutazione DCF sarà preferibile.<sup>41</sup>

Osservando i risultati ottenuti, considerando i driver sopra descritti e il range medio di valori ottenuti è possibile sottolineare come il metodo patrimoniale e il metodo dell'economic value added siano meno adeguati rispetto agli altri per effettuare la valutazione di Sammontana. Tali metodi producono risultati molto distanti rispetto agli altri metodi e fotografando l'attuale situazione economico finanziaria, senza considerare le prospettive future, risultano poco coerenti rispetto alla dinamicità del settore e alla rilevante crescita annua.

Anche considerando la negoziabilità degli asset come driver, i metodi previsionali o i multipli del valore, risultano i metodi più attendibili. Ciò deriva dalla natura stessa di Sammontana. Non operando essa in un settore in cui le immobilizzazioni rivestono un ruolo determinante, il metodo patrimoniale o il metodo dell'EVA risultano poco congrui alla azienda e al settore analizzati.

Si vuole quindi giungere alla conclusione dell'elaborato rendendo evidenti i motivi che indirizzano verso la scelta del metodo di valutazione più adeguato a un'azienda e a un settore come quelli finora presi in considerazione: l'approccio Discount Cash Flow.

Esso è da preferire in quanto:

- assicura centralità ai flussi di cassa; l'azienda Sammontana, infatti, si presenta in ottima salute dal punto di vista economico e finanziario e sarebbe quindi sbagliato utilizzare un metodo che non attribuisca un ruolo chiave e imprescindibile ai Cash Flow.

---

41 Aswath Damodaran, Valutazione delle aziende, 2014.

- supera i limiti stessi che solitamente caratterizzano tale approccio; esso, infatti, si basa su stime e non è sempre certo che queste siano attendibili. Nel nostro caso, i valori derivanti da questo metodo non sono solo il risultato dell'analisi degli esercizi precedenti ma si basano soprattutto sul contributo fornito dal CFO di Sammontana, il Dott. Giusti.