



DIPARTIMENTO DI IMPRESA E MANAGEMENT

CORSO DI LAUREA TRIENNALE IN “ECONOMIA E MANAGEMENT”

Cattedra di Finanza Aziendale

**“Metodi di Valutazione Aziendale: il caso
Birkenstock e la sua IPO”**

Prof. Roberto Mazzei

RELATORE

Andrea Sulpizi

MAT. 265461

CANDIDATO

Anno Accademico 2023-2024

INDICE

INTRODUZIONE	3
CAPITOLO 1 - LA VALUTAZIONE AZIENDALE.....	4
1.1 - L'importanza della valutazione nel contesto aziendale	4
1.1.1 - Garanzie Societarie	5
1.1.2 - Strategie di Sviluppo	6
1.1.3 - La formazione del bilancio.....	7
1.1.4 - Performance Aziendale	7
1.2 - La differenza tra valore e prezzo.....	8
1.3 - L'evoluzione del paradigma valutativo.....	10
1.4 - La base informativa.....	15
CAPITOLO 2 - I PRINCIPALI METODI VALUTATIVI	19
2.1 - I principali metodi valutativi	19
2.2 - Il metodo del Discounted Cash Flow.....	19
2.2.1 - I Flussi di Cassa: FCFF e FCFE	20
2.2.2 - I Tassi.....	24
2.2.3 - Il Terminal Value	32
2.2.4 - Il Valore d'Azienda.....	33
2.3 - Il metodo dei Multipli.....	36
2.3.1 - I Principi della Valutazione Relativa	36
2.3.2 - Multipli di Equity e Multipli di Valore	41
CAPITOLO 3 – IL CASO BIRKENSTOCK.....	53
3.1 - Birkenstock: storia e descrizione dell'azienda	53
3.2 - La compagine azionaria	55
3.3 - I prodotti di Birkenstock.....	56
3.4 - L'IPO di Birkenstock: la valutazione aziendale	57
3.5 - La valutazione di Birkenstock: il ruolo degli intangibili.....	62
3.6 - I multipli di Birkenstock	71
CONCLUSIONI	75
BIBLIOGRAFIA E SITOGRAFIA	77

INTRODUZIONE

Il tema della Valutazione Aziendale negli ultimi anni ha ricevuto sempre più attenzioni, tanto dal punto di vista teorico quanto dal punto di vista pratico: numerose sono le metodologie che nel tempo si sono sviluppate e affermate, così come numerose sono le implicazioni pratiche dell'argomento in questione. Che si parli di creazione di valore, di strategie di sviluppo o analisi dei mercati, la valutazione ricopre un ruolo chiave e sapere come questa può impattare gli stessi risultati aziendali è cruciale in merito alla gestione dell'azienda.

L'obiettivo di questo elaborato è dunque quello di comprendere come il tema della valutazione aziendale abbia ottenuto così tanta attenzione da parte di analisti, amministratori e operatori dei vari settori finanziari, specialmente negli ultimi due decenni: verranno dunque spiegate le principali motivazioni che rendono ormai sempre più necessaria la presenza di valutazioni, andando anche ad analizzare brevemente l'evoluzione del pensiero e delle pratiche valutative.

Successivamente si esporranno quelle che attualmente sono le più diffuse metodologie di valutazione, ossia la valutazione tramite Discounted Cash Flows e la valutazione tramite Multipli di Mercato, andando a sottolineare per ciascuno dei due strumenti sia i punti di forza che le criticità, indagando sui fattori cardine che impattano i risultati di ciascuna delle due metodologie.

Come caso studio verrà presentata l'IPO di Birkenstock, azienda leader nel mondo delle calzature dal comfort eccezionale e dalla qualità eccellente, andando ad analizzare, tramite semplici metodologie e dati reperibili online, il modo in cui è stato possibile giungere ad una valutazione dell'azienda in questione. L'analisi comprenderà anche un breve focus sul sempre più preponderante ruolo degli intangibili nel contesto aziendale e, di conseguenza, sul loro peso in tema di valutazione aziendale, andando a sottolineare come ad oggi essi apportino gran parte del valore ricercato in un'azienda. Se prima degli anni 2000 le aziende a maggior capitalizzazione erano quelle riguardanti Petrolio e Gas o comunque aziende manifatturiere, ad oggi il paradigma è cambiato, portando alla luce aziende il cui principale vantaggio competitivo risulta essere la capacità di sviluppo software, il know-how, la visione di lungo periodo e il personale, ossia tutti fattori intangibili.

CAPITOLO 1 - LA VALUTAZIONE AZIENDALE

1.1 - L'importanza della valutazione nel contesto aziendale

La valutazione aziendale è un processo di stima che mira a determinare quale possa essere il valore economico reale del capitale di un'impresa. È un tema fondamentale tanto per le imprese quanto per i soggetti che si trovano ad operare con queste, come ad esempio banche, società di consulenza, fondi, consulenti indipendenti ed investitori. Capire infatti quale sia l'intrinseco valore di un'azienda può avere molteplici scopi e molteplici sono le modalità attraverso cui è possibile stimarlo.

Il tema della valutazione aziendale, infatti, è inequivocabilmente collegato al tema della crescita aziendale ed una corretta valutazione può ben informare gli imprenditori, i managers o gli advisors sulle eventuali strategie da intraprendere per raggiungere i propri obiettivi futuri. Sapere i concetti alla base dei diversi processi valutativi può inoltre essere utile per indirizzare le proprie azioni al fine di massimizzare il proprio valore, scindendo le varie componenti aziendali in maniera ideale e attribuendo a ciascuna di queste il giusto peso.

Una buona valutazione aziendale deve infatti avere delle caratteristiche precise, che non dovrebbero in alcun modo mancare, come ad esempio la dimostrabilità, in quanto i dati e i valori attribuiti alle singole variabili devono essere sia attendibili che verificabili, oppure la razionalità, dunque il fatto che i metodi adottati debbano essere validi dal punto di vista concettuale oltre che avere solide basi teoriche. Altresì una valutazione dovrebbe essere obiettiva, in quanto chi incaricato non deve influenzare la valutazione in quanto tenuto ad applicare un metodo idoneo, e infine stabile, dunque difficilmente condizionabile dalle frequenti oscillazioni degli elementi contingenti.

A partire dall'ideazione della "teoria di creazione e diffusione del valore", il tema della valutazione aziendale ha assunto sempre più importanza nel contesto globale, in quanto tale teoria cercava proprio di trovare dei legami tra le regole della finanza e quelle della conduzione strategica di un'azienda. Da qui prende slancio l'importanza attribuita alle funzioni di gestione e di controllo all'interno del panorama aziendale: la prima è quella funzione che mira a cercare "nuovo" valore, ossia ricercare ed implementare tutte quelle attività che potrebbero accrescere il valore complessivo dell'azienda, mentre la seconda misura periodicamente la grandezza di questo valore. In questo modo si cerca di stabilire in maniera efficace la reale performance dell'impresa.

Nessuna attività, infatti, è mai esonerata da un eventuale giudizio negativo, indipendentemente da quanto tempo questa faccia parte dell'azienda o quanta importanza sentimentale gli si attribuisce: il value-based planning si basa proprio sul capire quali attività creano valore e quali lo distruggono, comportandosi di conseguenza nei confronti di queste. Non c'è da dimenticarsi infatti che uno dei concetti base dell'economia è la scarsità delle risorse e quindi le attività che creano valore riceveranno tante più risorse a disposizione quanto più valore genereranno, mentre le attività che distruggono valore si pongono questioni circa la riduzione del volume di attività oppure la cessione o la liquidazione. Già con queste informazioni è possibile capire il motivo per cui il tema della valutazione ricopre un ruolo centrale all'interno aziendale: da questa, infatti, è possibile capire se vi è bisogno di intraprendere determinate azioni strategiche e quali potrebbero più giovare l'azienda.

È proprio così che il valore assume un ruolo centrale all'interno dell'azienda e tutte le azioni svolte sono indirizzate alla massimizzazione di questo. Quello che può sembrare un concetto "egoistico" però ha anche molte implicazioni positive sulla collettività, sia quella direttamente coinvolta nell'operatività aziendale che no. Basare la performance aziendale sul concetto di valore, infatti, ha come primario effetto quello di mantenere sempre attivo l'impegno del top management, tanto più se questo è remunerato in funzione del valore creato: il concetto di utile come singola misurazione della performance vede dunque un'evoluzione, in quanto entrano in considerazioni anche altre variabili che permettono di capire al meglio come questo eventuale utile sia stato ottenuto. Le imprese vincenti sono infatti quelle imprese che creano valore non esclusivamente a beneficio dei propri shareholders o del top management, ma anche a favore di una più vasta categoria di portatori di interessi, come lavoratori di grado inferiore, luoghi in cui l'azienda opera, clienti, pubblica amministrazione, ambiente e generazioni future.

Compresa l'importanza del tema nella sua generalità, è adesso possibile delineare più precisamente quali sono i principali ambiti in cui la valutazione aziendale è necessaria: garanzie societarie, strategie di sviluppo, formazione del bilancio e stime di performance.

1.1.1 - Garanzie Societarie

Rientrano in questo ambito in particolare modo la tutela dei soci minoritari oltre che degli stakeholders che non hanno poteri di controllo diretto, in particolare modo in quelle che vengono

definite come “operazioni di finanza straordinaria”. Quest’ultime sono infatti operazioni che rendono opportuno l’accertamento di un determinato valore in un determinato momento, dato che tali operazioni o regolano rapporti tra soci attuali oppure tra soci attuali e soci potenziali. Inoltre, le valutazioni garantiscono formalmente conferme e dimostrazioni sull’esistenza di un certo valore del capitale e degli asset aziendali, sia ai soci che ad altri stakeholder (creditori in primis). Da qui la sempre più comune pratica di chiedere ad esperti indipendenti giudizi sul valore: il tratto caratteristico dell’indipendenza infatti serve ad assicurare la garanzia ai terzi sulla correttezza dei valori scelti. Fusioni, acquisizioni, scissioni, trasformazioni, aumenti di capitale in natura o con rinuncia ai diritti di opzione, determinazione dei rapporti di conversione, aumenti di capitale con sovrapprezzo, scelta del prezzo iniziale di quotazione sono alcune delle più celebri e comuni forme di operazioni di finanza straordinaria, nel cui processo cui, come detto, la valutazione è chiave. La pratica delle valutazioni, infatti, nasce in molti paesi proprio per assicurare queste funzioni di garanzia e ciò spiega anche perché vi sia necessità di formalismo e l’esigenza di dimostrazione e di obiettività dei metodi adottati.

1.1.2 - Strategie di Sviluppo

Il secondo ambito riguarda la parte più strategica e meno societaria di un’azienda, ossia le strategie di sviluppo, integrazione e ristrutturazione. Dalla fine del XIX secolo, tali pratiche sono diventate ricorrenti, diventando di fatto una componente stabile delle strategie aziendali. In questo caso il tema della valutazione è necessariamente stimolato da fenomeni quali, tra tanti: il timore delle società valutate di subire scalate ostili; le preoccupazioni da parte di società di effettuare acquisizioni a prezzi eccessivi, motivate esclusivamente alla necessità di reimpiego della liquidità di aziende già mature; l’opportunità di verificare periodicamente che alcune aree aziendali debbano essere cedute o conservate (anche per quanto riguarda società controllate); comprendere la misura delle sinergie ottenibili dalle fusioni. Allo stesso tempo si hanno delle esigenze valutative di uguale importanza in contesti in cui, per esempio, i processi di acquisizione e vendita sono parte integrante del core business di un’azienda: si pensi ai fondi di Private Equity, il cui obiettivo, se si vuole semplificare, è proprio quello di comprare società e rivenderle ad un prezzo maggiore, oppure quelle pratiche di leveraged buy-out in cui una precisa valutazione è imprescindibile per il successo delle proprie operazioni.

1.1.3 - La formazione del bilancio

Terzo ambito è quello della formazione del bilancio, in cui la valutazione assume un ruolo fondamentale a causa dei principi contabili internazionali. Il problema nasce dal fatto che vi è un'esigenza di rendere comparabili i risultati di bilancio, al fine di rendere trasparente il processo di selezione dei titoli da parte degli investitori e anche dal fatto che la raccolta di capitale di rischio e debito è ormai diventato un fattore dal peso decisivo per quanto riguarda lo sviluppo aziendale. Capire i meccanismi valutativi e comprendere in che modo le valutazioni possono essere soggette interpretazioni personali diventa cruciale nel mercato odierno, indipendentemente dalla propria posizione. Ed è qui che sorgono problemi relativi alla cultura, alla formazione e all'organizzazione aziendale, senza poi considerare l'eventuale volatilità dei risultati di bilancio, che può incidere sulle politiche di remunerazione degli azionisti e sulla comunicazione al mercato.

1.1.4 - Performance Aziendale

Ultimo punto per cui la misurazione del valore assume importanza è legato al fatto che, sempre di più, le sole misure contabili non riescano a stimare accuratamente le performance aziendali. Tale discredito delle pratiche contabili è dovuto principalmente al fatto che le regole giuridico-formali possono impattare pesantemente sui risultati di bilancio, inficiando sulle aziende a seconda di dove e come queste operano (si pensi a società operanti nello stesso mercato e che vendono stessi beni, ma sono soggette a giurisdizioni differenti), e al fatto che ogni società utilizza delle proprie politiche di bilancio che spesso possono peggiorare la situazione, qualora si volesse considerare la performance da un punto di vista oggettivo (si pensi alle politiche di ammortamento o di svalutazione). Inoltre, i risultati contabili sono orientati al passato e difficilmente scontano le variazioni che intervengono nei rischi che l'impresa deve affrontare quotidianamente o nel futuro. Non da ultimo vi è la questione degli intangibili e la misurazione della loro dinamica, che suscita tutt'oggi problemi di stima a causa delle problematiche dovute alle tecniche utilizzate.

Nasce da questi presupposti il fatto che l'azienda deve essere periodicamente valutata (anche autonomamente) al fine di misurare in maniera chiara e trasparente la sua performance, in quanto solo la dinamica del valore riesce a darci informazioni su questa.

1.2 - La differenza tra valore e prezzo

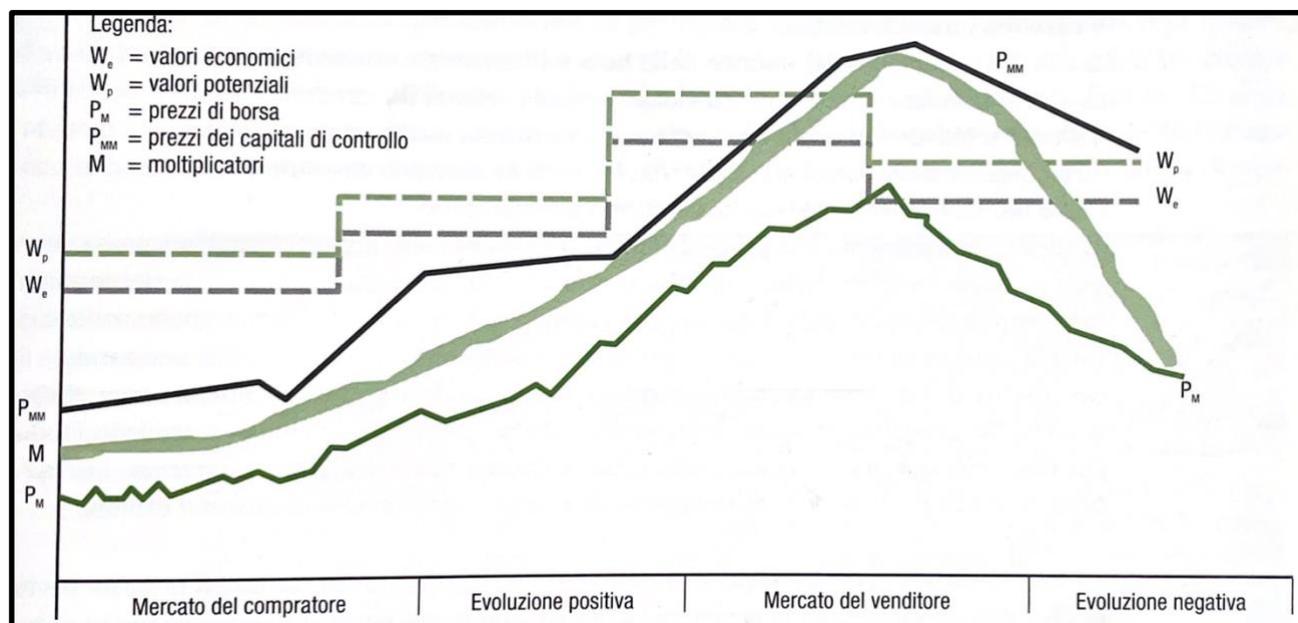
È fondamentale quando si parla di valutazione, richiamare la differenza tra prezzo e valore; alla base di ogni valutazione, infatti, vi è questa cruciale disparità, anche se troppo spesso non le viene attribuita la giusta importanza. Una serie di ragioni spingono valori e prezzi a non coincidere ed è giusto, in un'ottica di valutazione, capire cosa potrebbe impattare su tale discrepanza e in che misura.

Innanzitutto, è necessario definire il motivo per cui prezzo e valore non sono la stessa cosa: già così si è in grado di apprezzare una delle motivazioni della differenza tra i due. I prezzi non sono altro che dati espressi dal mercato; i valori, invece sono delle grandezze frutto di stime generate da una serie di formule e, di conseguenza, non sono esenti da eventuali distorsioni dovute all'arbitrarietà del soggetto che sta effettuando la stima stessa. In un mondo in cui vi è coesistenza tra prezzi e valori, per questa primaria ragione le due somme potrebbero non coincidere.

In secondo luogo, poi, il prezzo è necessariamente intaccato da alcune variabili che operano a valle rispetto al giudizio di valore: il passaggio da valore a prezzo infatti non è immediato, e tra i due vi sono una serie di variabili tanto esterne quanto interne che potrebbero modificare la natura del primo rendendolo difforme rispetto al secondo. Alcune variabili interne potrebbero essere ad esempio la capacità stessa dell'azienda di diffondere il valore, e dunque tutto ciò che riguarda trasparenza ed efficacia comunicativa oppure semplicemente la sua credibilità strategica o la sua affidabilità reddituale. Le variabili esterne sono quelle di tipo macroeconomico che inequivocabilmente impattano sul modo in cui il valore di un'azienda viene percepito e diffuso. Si fa riferimento, a titolo di esempio, al livello di efficienza dei mercati finanziari, ossia in merito alla loro capacità nel segnare prezzi "fair" e in generale per la loro abilità e prontezza nel riflettere correttamente nel prezzo le dinamiche che interessano il valore (dunque creazione o distruzione). Vi è poi da considerare la fase nella quale ci si trova dal punto di vista ciclico, andando a distinguere mercati dove vi è prevalenza di offerta (c.d. Bearish) o mercati in cui vi è prevalenza di domanda (c.d. Bullish), in quanto a seconda delle fasi si potrebbe incorrere in fenomeni di over-valuation oppure di under-valuation: il prezzo, quindi, non riuscirebbe a rispecchiare il vero valore dell'azienda. Non vanno dimenticati, come periodi appartenenti ai fattori esterni, anche tutti quei periodi in cui le imprese tendono a concentrarsi, spinte da volontà strategiche al fine di ottenere economie di scala, vantaggi competitivi tramite l'acquisizione di nuovi prodotti oppure la ricerca di sinergie con altre imprese. Tutte queste volontà, che portano principalmente alla creazione di operazioni M&A, fanno sì, nuovamente, che il prezzo (specialmente delle imprese target) non sia coerente con il loro reale valore aziendale, in quanto

periodicamente gonfiato date le indiscrezioni e le aspettative. Infine, bisogna anche considerare la compagine azionaria delle aziende, ossia la fluidità o rigidità con cui i capitali si muovono: aziende con capitali particolarmente fluidi, in cui dunque il flottante risulta essere molto elevato e molto scambiato, avranno necessariamente delle inflessioni nel passaggio tra valore e prezzo e ciò anche a causa delle quote frammentate e della spasmodica ricerca del profitto di alcuni investitori/proprietari.

La dinamica Valore-Prezzo ha poi delle implicazioni anche in base all'orizzonte temporale considerato, soprattutto se si considerano le variazioni potenziali che il valore generato da un'azienda può avere. Per comprendere meglio ciò è utile analizzare più nel dettaglio la dinamica di mercato bullish e bearish, attraverso la seguente figura.



(1) Fonte: Bini, Guatri "Nuovo trattato sulla valutazione aziendale"

Nella fase del mercato bullish, è possibile notare come vi sia una sistematica sottovalutazione da parte del mercato rispetto al valore aziendale (sia valore economico che valore potenziale): i prezzi di mercato, infatti, sono al di sotto dei valori assoluti, e ciò vale tanto per i prezzi delle quote non di controllo che per quelle di controllo. Viceversa, nel mercato bearish, caratterizzato come si diceva prima da sistematiche sopravvalutazioni, i prezzi delle azioni di controllo sovrastano di netto il valore dell'azienda (sia quello potenziale che economico) e in alcuni casi anche le quote minoritarie possono salire al di sopra di questi e non sono pochi i casi in cui ciò è successo.

Si può dunque parlare di diffusione del valore, ossia il modo in cui i prezzi riescono o meno a rispecchiare le variazioni di valore dell'impresa: in una situazione ipotetica ideale, dove dunque vi è perfetta coincidenza tra prezzo e valore, si hanno dei coefficienti di diffusione del valore generato dall'azienda pari all'unità, dove dunque la totalità del valore creato (o distrutto) si riversa pedissequamente sul prezzo. Il problema sorge nel momento in cui nel processo entrano in gioco i prima citati fattori esterni che, attraverso la loro azione, riescono a modificare il valore del coefficiente di propagazione del valore di un'azienda, in modo tale che i cambiamenti di prezzo che questa subisce saranno del tutto discostati rispetto a quanto dovrebbe essere e tali effetti sono tanto più pesanti quanto più il valore del coefficiente si discosta dall'unità (sia in positivo che in negativo). Il continuo cambiamento dei fattori esterni che intercorrono nel processo di trasformazione del valore in prezzo fa sì che nel tempo anche il coefficiente di diffusione del valore di un'azienda vari, allontanandosi dall'unità e, se si considerano gli effetti di tipo cumulativo, si capisce bene il motivo degli andamenti del prezzo rispetto al valore della figura prima citata.

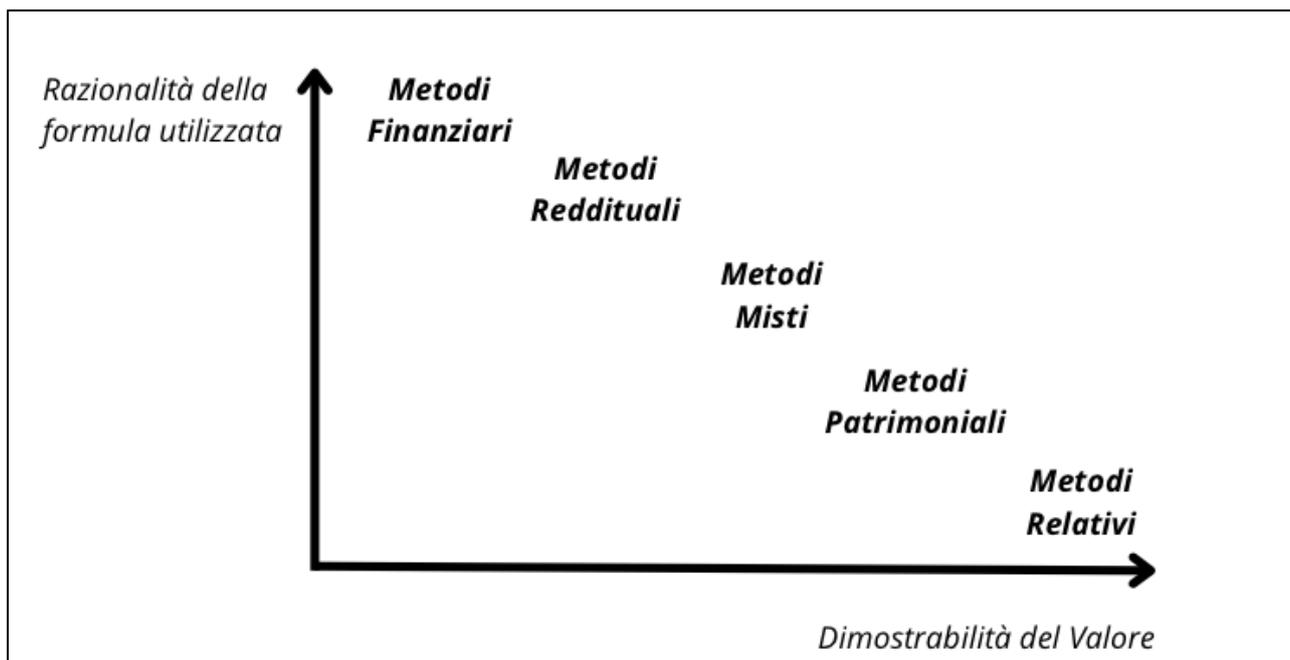
Apprezzata la differenza che vi è tra valore e prezzo e capite le motivazioni alla base di questa, ci si rende conto di come, una corretta valutazione, non può solo affidarsi a formule matematiche che non tengono di conto anche di altri fattori che andrebbero poi irrimediabilmente a compromettere la stima del prezzo dato un determinato valore, facendo dunque giungere ad una sovrastima o ad una sottostima eccessiva. Nei peggiori casi, una valutazione sbagliata può compromettere l'azienda stessa, non permettendole di reperire i capitali necessari alla sua attività oppure impedendole di eseguire operazioni di finanza straordinaria che potrebbero risultare utili se non necessarie dal punto di vista strategico.

1.3 - L'evoluzione del paradigma valutativo

Con il passare del tempo, l'esigenza di trovare dei metodi valutativi affidabili, veritieri e soprattutto replicabili è diventata sempre maggiore. Ogni qual volta si effettua un giudizio sintetico, in qualsiasi ambito, è inevitabile che si perdano dei dati e delle informazioni: il trade off tra l'utilizzare uno strumento comodo e pratico e la capacità di conservare un alto livello di dettaglio risulta cruciale quando si parla di valutazione. Il panorama si fa poi più complesso quando, come nel caso in esame, necessariamente devono essere prese in considerazione anche delle stime soggettive.

Considerando i principali metodi valutativi e volendoli classificare secondo due direttrici principali, ossia la loro razionalità e la loro dimostrabilità in termini di valore, è chiaro come all'aumentare di

una, necessariamente l'altra diminuisce. Ecco come metodi valutativi interamente finanziari sono denotati da una grande razionalità, nel processo applicativo come nel reperimento delle informazioni e anche in merito alla generalità, mentre metodi valutativi più empirici, che si basano magari sull'attuale panorama del mercato finanziario oppure su determinate serie storiche, mostrano invece una maggiore dimostrabilità del valore trovato, a discapito della razionalità della formula valutativa.



(2) Fonte: Immagine di produzione propria

L'approccio tradizionale alla valutazione dunque fa sì che tra di loro i diversi metodi non siano razionalmente collegati, esprimendo alle volte risultati contraddittori oppure faceva sì che gli analisti li collegassero nei modi più disparati ed artificiali pur di trovare validazione. Vi è da ricordare, infatti, che le formule esprimono solamente parte del valore e, come dimostrato nel processo che porta alla definizione del prezzo a partire dal valore, non sempre tengono di conto di alcuni fattori. Ciò ovviamente fa parte del processo naturale con cui la conoscenza progredisce, dunque non vi è da stupirsi se con il passare degli anni, in seguito a nuove scoperte, nuovi regolamenti, nuovi approcci e nuove mentalità, un paradigma diventi "obsoleto", nel senso che non può essere più applicato come tale senza le giuste modifiche o il giusto contesto. Proprio il tema della valutazione aziendale è stato colpito da ciò, rendendo inattuali i classici metodi valutativi considerati nella loro singolarità, e l'evoluzione della conoscenza in materia, congiuntamente allo sviluppo di nuove teorie e nuove pratiche, ha fatto sì che dal semplice paradigma valutativo si passasse ad una forma di valutazione

più complessa ed articolata, capace però di cogliere maggiormente tutti quei dettagli che prima non venivano catturati.

Si sviluppa così questo nuovo approccio alla valutazione che risulta essere alla base di un nuovo paradigma in grado di collegare tra di loro i differenti approcci valutativi che, fino a poco tempo fa, venivano considerati singolarmente e non congiuntamente, portando alle volte, come già accennato, a contrasti in sede di valutazione e ad errori nella stessa. Il moderno paradigma pone alla base un concetto cardine che permette di comprendere la ratio dell'intero processo valutativo: la valutazione aziendale diventa, da singola azione, un vero e proprio processo, in cui i vari input, i diversi modelli (sia assoluti che relativi) e i risultati ottenuti si fondono, interconnettendosi al fine di offrire un quadro generale più ampio, veritiero ed affidabile, reso allo stesso tempo chiaro e completo.

Nasce così il concetto di Giudizio Integrato di Valutazione, GIV, grazie al quale si delinea una chiara linea di azione da seguire in termini di valutazione aziendale e che vede come considerazione principale quella che una buona valutazione sia frutto di ragionamenti che si basano su diversi pilastri: l'assenza di uno di questi pilastri rende tutto il processo, come si può metaforicamente immaginare, instabile, privo di basi e dunque poco affidabile se non errato dal punto di vista concettuale. Si è dunque maturata l'idea, nel tempo, che procedere ad una valutazione aziendale non può solamente limitarsi alla scelta e all'applicazione di un singolo metodo, andandosi ad affidare esclusivamente alla capacità di quest'ultimo di essere particolarmente razionale oppure concreto: c'è bisogno di una pluralità di considerazioni da effettuare che esclusivamente se considerate insieme possono portare ad una giusta valutazione, in grado di rispecchiare pienamente la realtà in cui versa l'azienda.

Tale approccio diventa poi più comprensibile attualmente, in un mondo che vede negli intangibili un peso sempre più crescente nel panorama aziendale, che presenta sempre più sfide e vincoli da dover affrontare, offrendo al contempo nuove ed impensabili opportunità di crescita. Le stesse nuove filosofie di gestione aziendale hanno reso il GIV uno strumento essenziale, capace di porre enfasi e attenzione su tematiche che prima non venivano in alcun modo considerate, attribuendone il giusto peso e capendo il loro impatto sull'azienda stessa. In un panorama sempre più complesso, pieno di innovazioni e cambiamenti il GIV risulta essere imprescindibile in tema di valutazione aziendale.

Volendo definire il GIV in maniera rigorosa, stando a Guatri e Bini, questo altro non è che un processo valutativo basato idealmente su tre pilastri:

- *Valori Assoluti*: sono tutti quei valori ottenibili in seguito all'applicazione di metodologie di valutazione estremamente razionali, ispirati dunque a modelli e formule.
- *Valori Relativi*: sono quei valori che derivano invece da metodi totalmente empirici, che dunque fanno riferimento al mercato nel momento della valutazione e durante il passato.
- *Base Informativa ed Analisi Fondamentale*: la base informativa è chiave nel processo, in quanto riesce a mostrare quali leve determinanti del valore bisogna trattare con particolare rilievo. Modelli, formule e multipli senza base informativa non hanno senso, e al contempo la migliore base informativa disponibile sarebbe una semplice matassa di dati se una corretta analisi fondamentale non sapesse organizzare, selezionare ed interpretare tali informazioni.

È indispensabile ribadire nuovamente come tali pilastri non debbano essere concepiti in maniera slegata ed isolata, specialmente nell'ambito di un processo valutativo; altresì non vi è una graduatoria di importanza tra questi, ma ognuno beneficia della presenza degli altri, traendo un vantaggio che cumulativamente porterà ad una valutazione più coerente ed efficace. Non c'è da dimenticare poi che il fatto di aggiungere dettaglio e profondità non è di per sé un'attività che porta sempre beneficio: il rendere più articolata una valutazione, come nel caso del GIV, ha senso solo se alle maggiori difficoltà riscontrate nello sviluppo corrispondano reali miglioramenti del processo valutativo, come ad esempio una maggiore affidabilità, una migliore coerenza o ancora una elevata dimostrabilità. Ciò che bisogna tenere a mente è sempre lo scopo conoscitivo della propria analisi, il contesto in cui questa viene effettuata e i vincoli a cui questa deve sottostare.

Il GIV riesce, attraverso la presenza degli elementi sopra citati, ad offrire un prezioso aiuto nella comprensione di dinamiche legate a particolari situazioni, come, ad esempio, quando non si riesce a dare una giusta misura dell'affidabilità dei multipli di mercato in situazioni particolarmente incerte, di alta volatilità o di scarsa prevedibilità: ancora, quando invece vi sono situazioni particolari in alcuni settori, dove sono in atto processi di concentrazione che fanno sì che i prezzi non rispecchino il valore

trovato da valutazioni assolute, rendendo inefficace il rigore delle formule matematiche; si pensi poi a situazioni in cui vi è l'arrivo di eventi disruptive, che cambiano totalmente le carte in tavola e che i singoli approcci valutativi, quali questi assoluti o relativi, non riescono a cogliere nella loro totalità, rendendo la contestualizzazione dell'analisi fondamentale e della base informativa chiave nell'intero processo. Questi sono solo alcuni esempi in cui è possibile notare come la compresenza di una pluralità di pilastri che tra di loro hanno scarsa (se non nulla) correlazione sia necessaria ai fini di un'analisi valutativa congrua con il proprio obiettivo. L'arricchimento del processo attraverso variabili del genere rende nel complesso l'analisi più ricca e potente sotto ogni punto di vista, evitando eventuali inutili complicazioni che non forniscono alcuna informazione chiave o che, essendo derivate dai singoli approcci stessi, inevitabilmente fornirebbero una ripetizione di quanto già si sa. Nel GIV invece non è detto che le singole scoperte, i singoli calcoli e le singole affermazioni siano una la riprova dell'altra, rendendo dunque l'intero processo valutativo realistico e sfidante, facendo sì che questo necessiti vera competenza e conoscenza degli ambienti e degli strumenti a disposizione. In un giudizio astratto come quello di una valutazione, il GIV deve e riesce a collegare tra loro le varie misure assolute e relative tra di loro ed anche con l'analisi fondamentale, in modo tale che si possa esprimere in ultima istanza un'opinione rilevante.

Vi è poi da effettuare un breve ma necessario accenno alla capacità del GIV di rendere le valutazioni aziendali quanto meno possibile affette dai bias: troppo spesso, infatti, le opinioni circa un'azienda si formano molto prima che vengano effettivamente utilizzati i numeri giusti nei modelli scelti. È inevitabile in questi casi che le conclusioni ottenute tendono irrimediabilmente a riflettere parte di questi bias. Il ruolo di tali fattori psicologici in un contesto economico non è nuovo alla letteratura e sempre di più oggi si parla degli effetti di tali fattori, dunque parlando di un tema così delicato e importante come quello della valutazione aziendale, bisogna necessariamente anche capire come si manifestino questi bias e come fare per ridurre al minimo il loro effetto negativo.

Innanzitutto sono tre le modalità attraverso cui questi pregiudizi si manifestano sul processo valutativo: la prima riguarda il modo in cui scegliamo gli input dei nostri modelli valutativi, in quanto necessariamente prima o poi bisogna effettuare delle assunzioni per procedere nella valutazione di un'azienda e tali assunzioni possono essere ottimistiche o pessimistiche e queste scelte (frutto spesso dei pregiudizi) saranno impattanti sui risultati finali; in secondo luogo i pregiudizi potrebbero far sì che, a posteriori, una volta terminata la valutazione, si effettuino delle rettifiche non tanto perché sono stati commessi degli errori o delle imprecisioni, quanto più perché il risultato ottenuto dal processo non riflette il pensiero iniziale che si aveva, conducendo dunque a modificare in alcuni casi

determinate assunzioni o modelli affinché il risultato finale sia coerente con le aspettative iniziali (cd. “Postvaluation tinkering”); infine vi è l’uso spropositato di premi (come fattore “sinergia” e fattore “controllo”) e sconti (come il fattore “illiquidità”) per giustificare i risultati ottenuti in sede di valutazione, senza che questi abbiano una solida base alle spalle.

I pregiudizi in sede valutativa non possono ovviamente essere regolati attraverso la legislazione, ma allo stesso tempo esistono vari modi in cui mitigare il loro effetto sul processo valutativo e il GIV aiuta proprio in questo, offrendo una panoramica completa di un’azienda, andando a cercare reciproci riscontri tra i numerosi pilastri di cui è composto e dunque rendendo difficile la presenza di una sconsiderata influenza dei pregiudizi nella valutazione. Il GIV, unito a ulteriori misure come l’evitare di assumere impegni preliminari nei confronti dell’azienda in valutazione, il rendere slegati i processi valutativi da ricompense e/o penalità oppure ridurre le pressioni istituzionali, rappresenta uno strumento prezioso a cui fare riferimento in tutti quei casi in cui si necessita di una valutazione aziendale e le sue peculiarità lo rendono uno degli apporti migliori al processo.

Ultimo, ma non per importanza, vi è poi il ruolo dell’incertezza nel processo valutativo e come il GIV riesca ad affrontarla in un modo adatto, conferendogli il giusto peso e tenendo in considerazione il suo effetto sul processo.

Vi è da capire innanzitutto il fatto che anche le migliori valutazioni hanno un proprio margine di errore e questo proprio a causa del fatto che tale processo, come detto precedentemente, non può esclusivamente essere paragonato a delle metodologie proprie delle scienze dure: l’incertezza riguarda tanto la valutazione degli asset di un’azienda quanto del panorama in cui questa opera o del business model che questa ha. Non avendo a disposizione alcuno strumento che permette di prevedere il futuro con estrema certezza, ciò che comunemente si fa è effettuare delle previsioni in base alle informazioni disponibili in un dato momento.

1.4 - La base informativa

È necessario, prima di introdurre i pilastri della valutazione assoluta e di quella relativa, accennare, seppur brevemente, alla composizione della base informativa, da cui si può dire che parte l’intero processo valutativo.

Come detto precedentemente, la base informativa, congiuntamente all’analisi fondamentale viene considerata come quella condizione grazie alla quale è possibile tradurre i modelli assoluti e relativi

sviluppati in valutazioni efficaci, oltre che dimostrabili. Ai fini di praticità, nel corso di quest'indagine, si tratterà la base informativa nei suoi aspetti chiave, senza differenziare la sua natura tra valutazioni assolute e relative, cercando di capire, in generale, quali sono le leve chiave su cui porre la propria attenzione: inoltre va nuovamente ribadito che un'ottima base informativa non serve a nulla se non accompagnata da un'analisi fondamentale in cui ci si concentra su flussi e tassi. In ultima istanza è corretto affermare che il processo valutativo non può fare a meno né di una né dell'altra, in quanto è proprio grazie a queste che si riescono a raccogliere, organizzare ed elaborare le informazioni, generando delle valide interpretazioni che permettono di contenere le incertezze e stimarne la validità.

La base informativa si compone di una serie di numerosi elementi, di cui si riportano i principali:

- *Analisi Strategica*: si tratta essenzialmente di capire, sia dal punto di vista macroeconomico che microeconomico, il contesto in cui opera l'azienda, andando ad evidenziare i principali punti critici al fine di capire su quali leve l'azienda si basa al fine di creare valore. Si va a delineare in tal modo una vera e propria analisi di mercato, attraverso cui si ricercano e si comprendono i fattori chiave di successo, ossia le leve del valore. La validità di ogni modello di valutazione è infatti strettamente legato alla sua capacità di tenere di conto tali fattori, esprimendoli nei risultati, e capire la loro tendenza evolutiva. Tra le varie leve troviamo quelle di carattere microeconomico, ossia che curano i rapporti tra impresa e settore di appartenenza, come potere di acquirenti e fornitori, stadio del ciclo di vita dell'impresa e del settore stesso, livello generale di innovazione, prodotti sostituti e regolamentazione vigente. Al contempo vanno considerate quelle leve prettamente interne all'azienda, quali capacità d'innovare, intangibili a disposizione, relazioni umane e reputazione. Da ultime ma non per ordine di importanza, vi sono poi quelle leve prettamente operative di cui l'azienda dispone, ossia organizzazione commerciale, struttura dei costi e dei ricavi, produzione e distribuzione fisica. Nel loro complesso le leve dovrebbero dare la possibilità di esprimere un giudizio complessivo di attrattività, capace di permettere alle formule utilizzate nei modelli valutativi di tenere di conto di tali leve. Non vi è alcun dubbio infatti che si tratti di una pratica complessa ed articolata, che difficilmente può portare ad un'unanimità di pensiero, in quanto nessuna formula riuscirà mai a catturare completamente il valore generato da tutte le leve, ma ciò non autorizza a mantenere nei propri modelli dei veri e propri vuoti informativi: per quanto difficile l'analisi delle leve possa essere, è indispensabile che questa venga effettuata se si vuole considerare la propria analisi quanto più veritiera possibile. È dunque vero che anche la più razionale delle valutazioni deve necessariamente

tenere di conto di un aspetto “soggettivo” in fase di analisi, in quanto serve proprio la presenza di interpretazioni di tipo qualitative, spesso associate ad alcune assunzioni. In sintesi, è necessario avere la capacità di saper individuare e cogliere le leve chiave di creazione del valore, riuscendo a distinguere tra quelle interne (ossia modificabili dall’azienda) e quelle esterne (su cui l’azienda non può in alcun modo intervenire), in quanto queste leve hanno una posizione di rilievo nel processo.

- *Analisi Storica*: rientra in questo aspetto della predisposizione della base informativa lo studio dell’andamento dei risultati di tipo economico, finanziario e contabile. Ciò avviene principalmente a causa del fatto che si ritiene necessario, nell’ottica di analisi e valutazione, utilizzare un approccio che permette di comprendere e rapportare l’evoluzione dei dati rappresentativi dell’azienda agli avvenimenti o alle scelte che sono state effettuate nel tempo. In tal modo si riescono ad ottenere informazioni utili, se non indispensabili, ad ottenere una proiezione futura di quella che sarà l’attività aziendale, sia considerando esclusivamente la sua operatività, sia considerando gli impatti che avvenimenti futuri potrebbero avere sulla stessa. L’analisi storica infatti punta, più che alla comprensione dei dati assoluti, a capire quali possono essere le leve che hanno influenzato determinati rapporti relativi e come la loro presenza possa influenzare l’azienda nel futuro, andando dunque ad impattare in maniera positiva o negativa la valutazione. A titolo di esempio è utile citare i tassi: l’analisi storica, ad esempio, permette di effettuare delle stime più veritiere circa i tassi di crescita, del costo del capitale, dei rendimenti di portafoglio in generale ed anche comprendere se l’eventuale redazione di piani pluriennali può essere razionale o meno.

- *Comparabili*: la base informativa deve anche tener di conto di profilare ed ottenere informazioni quanto più dettagliata e veritiere possibili circa i propri competitori, quali questi diretti o eventualmente indiretti, al fine di indagare maggiormente alcune dinamiche di mercato che interessano in maniera prioritaria l’azienda oggetto di valutazione. In questo contesto la completezza e l’attendibilità delle banche dati è cruciale ed è necessario saper scegliere con coscienza a quali dati affidarsi ed in che modo interpretarli. Caratteri dei competitori come appartenenza allo stesso settore, dimensione, business models e stadi di vita potrebbero essere erroneamente interpretati oppure non gli si potrebbe conferire il giusto peso che tali informazioni assumono nel panorama valutativo. Per questa ragione la base informativa deve anche comprendere una dedicata sezione in cui si conducono tali studi e con cui si giustificano eventuali scelte effettuate in sede valutativa. Allo stesso modo assumono rilievo tutte quelle informazioni che riescono a quantificare, per quanto possibile, i valori delle sinergie oppure dei potenziali latenti di altre aziende. Solo in questa maniera è possibile

dimostrare alcune scelte effettuate e spiegare al meglio i ragionamenti che sono stati seguiti nel processo valutativo.

CAPITOLO 2 - I PRINCIPALI METODI VALUTATIVI

2.1 - I principali metodi valutativi

Compresi dunque i fondamentali motori che spingono ad effettuare un'operazione complessa come quella della valutazione aziendale, le principali differenze tra gli approcci che si utilizzano e la necessità di avere un processo integrato che verte sulla connessione tra diversi aspetti che solitamente venivano considerati tra di loro isolati, è ora possibile affrontare più nel dettaglio le principali metodologie valutative.

Nel farlo, verranno di seguito descritte brevemente le caratteristiche dei pilastri assoluti e relativi, facenti parte del GIV, e si daranno esempi concreti dei principali strumenti valutativi utilizzati per ciascuno dei due approcci, ossia il Discounted Cash Flow e l'analisi dei Multipli di Mercato.

Per ambedue le metodologie si andranno a sottolineare i punti di forza e i punti di debolezza, in modo tale da vedere come a fattori positivi corrispondano, in entrambi i casi, anche fattori negativi, e tale compresenza giustifica l'utilizzo di entrambi i pilastri in sede valutativa, rendendo inefficace la pratica di affidarsi esclusivamente ad uno solo dei due.

2.2 - Il metodo del Discounted Cash Flow

Iniziando dal pilastro dei valori assoluti, è utile fare una prima distinzione tra le differenze che questi principi hanno rispetto a quelli relativi. Le valutazioni assolute innanzitutto riescono a catturare, per loro natura, un numero molto elevato di fattori determinanti (le chiavi del valore) e per ciascuno di questi riescono ad offrire una stima della loro importanza relativa, trasformandoli in variabili tra di loro collegate attraverso un'espressione matematica: da qui la loro componente "razionale". In seguito, i modelli assoluti hanno la capacità di poter essere applicati in maniera molto convincente, ossia altamente obiettiva e in minima parte influenzar dalle scelte arbitrarie dell'analista: tale applicazione poi può anche essere facilmente dimostrata, grazie alla componente matematica a cui si accennava prima, aumentando dunque il grado di oggettività del metodo. Infine, collegata ai due aspetti di prima, vi è anche la capacità di essere in un certo qual senso "neutrali" come metodi e questa è una caratteristica chiave se si pensa ai possibili interessi contrastanti che esistono tra azionisti, managers ed altri stakeholders: il fatto di essere particolarmente razionali rende questi

metodi un punto d'incontro tra le diverse categorie, le quali hanno poche possibilità di sindacare eventuali scelte che potrebbero favorire l'una o l'altra categoria.

È fondamentale in questo contesto richiamare la contrapposizione che c'è tra valore economico e valore potenziale, specialmente in quanto nell'ambito assoluto vi è una grande importanza attribuita al valore del tempo e a tutto ciò che ne deriva: da qui l'importanza del capire come il valore economico faccia riferimento a degli orizzonti temporali più brevi, dunque dimostrati o semplicemente dimostrabili, mentre il valore potenziale fa riferimento ad un orizzonte temporale più remoto, di lungo termine, in cui le assunzioni effettuate assumono un peso ancora più importante in quanto una piccola variazione potrebbe avere impatti ben più che proporzionali nel lungo termine. Una serie di aspetti rende poi la scelta di utilizzare diverse formule e diverse relazioni quasi d'obbligo. Si pensi innanzitutto alla sola scelta e determinazione dei flussi di cassa: sono stati questi correttamente normalizzati e corretti? I flussi di lungo termine tengono conto dei costi in maniera adeguata? Il calcolo degli investimenti necessari in futuro è puntuale? Questi sono solo alcuni degli aspetti che rendono necessario l'utilizzo di relazioni dure tra le variabili in gioco, e i diversi orizzonti temporali che devono essere considerati rendono il tutto ancora più articolato. In merito proprio al tempo, poi, vi è proprio da chiedersi se i tassi che si stanno utilizzando sono corretti e sensati, oppure se questi mostrano qualche problematica: il fondamento per mezzo di cui si esprime il valore monetario del tempo (in termini di sconto) deve essere solido e dimostrabile, in quanto parte cruciale dell'intero processo. Per questo motivo sono stati sviluppati diversi modelli statistico-empirici che rendono il processo di valutazione assoluta ancora più rigido. Parlando di futuro e di tassi, poi, non vi è nemmeno da sottovalutare il concetto di crescita e il tasso che cerca di catturare questo fenomeno; dal valore economico a quello potenziale il passaggio non è immediato, tantomeno facilmente prevedibile.

2.2.1 - I Flussi di Cassa: FCFE e FCFE

Com'è possibile desumere dai precedenti paragrafi, uno dei fulcri principali della metodologia di valutazione assoluta è la presenza di flussi di cassa: in generale, infatti, i flussi di cassa sono un parametro fondamentale per analizzare l'azienda in merito a risorse utilizzate e risorse generate attraverso le sue attività nel corso d'esercizio. Dato un determinato periodo, il flusso di cassa può essere inteso come misura dei continui movimenti di denaro in entrata e in uscita che interessano la cassa di un'azienda.

La particolarità principale dei flussi di cassa è quella di avere una natura dinamica, capace quindi di indicare una movimentazione che è avvenuta in un dato periodo: a differenza di indici di bilancio, che invece si basano su valori “stock”, i flussi si basano, come indica il nome, su grandezze “flow”, date dalla differenza di due grandezze stock. Grazie ai flussi dunque non ci si concentra tanto sul valore in sé di una determinata grandezza, quanto più sul modo in cui questa varia durante il tempo.

Avendo come principale oggetto di indagine la liquidità, è possibile già attraverso queste brevi definizioni capire come, generalmente, che i flussi di cassa di un’azienda, se positivi, mostrano un andamento ottimale della gestione, in quanto si riescono a generare delle entrate che superano le uscite, molto banalmente.

La necessità di utilizzare i flussi di cassa come punto chiave della valutazione, e di conseguenza la loro relativa importanza, nasce principalmente dall’esigenza di comprendere più a pieno le differenze che vi sono tra movimenti di natura economica e movimenti di natura monetaria. Nello svolgere la sua attività, un’azienda effettua necessariamente investimenti, instaura rapporti con fornitori e clienti e si trova a dialogare costantemente con finanziatori come banche o altri astuti di credito: tutto ciò ha in ultima istanza dei cambiamenti nell’assetto patrimoniale dell’azienda stessa, risultando in cambiamenti di fonti e/o di impieghi, dovute anche alla presenza o meno di risultati di esercizio positivi o negativi. I movimenti di natura economica che impattano sull’assetto patrimoniale dell’azienda, però, non sempre corrispondono ad un uguale cambiamento nella liquidità di cui questa dispone: si pensi ad uno degli esempi più illustrativi, ossia gli ammortamenti. Gli ammortamenti sono infatti un chiaro caso di costo economico, ma che non prevede alcun costo monetario che l’azienda deve sostenere, non comportando in maniera diretta un’uscita di cassa. Ancora, si pensi a dei semplici crediti di natura commerciale, che nascono da ricavi, ma che vedranno la loro effettiva manifestazione monetaria in maniera dilatata rispetto al momento dell’accordo.

Questi e altri fattori fanno sì che per valutare un’azienda attraverso metodi assoluti, non basta considerare i “semplici” utili che un’azienda consegue, in quanto sono frutto di politiche di bilancio più o meno arbitrarie e soprattutto poiché non rappresentano nella realtà di fatto gli effettivi movimenti di cassa che un’azienda si trova ad affrontare durante il corso degli esercizi.

Compreso il ruolo chiave dei Flussi di Cassa nel loro complesso, è ora possibile approfondire in che maniera questi vengono individuati e soprattutto capire le differenze che possono esserci tra diverse tipologie di flussi di cassa.

Una prima distinzione che si può effettuare è quella tra flussi nominali e flussi reali, dove i primi sono considerati al lordo dell'inflazione, mentre nei secondi l'inflazione viene scontata: c'è da sottolineare che, in questo caso, l'utilizzo o meno di flussi nominali non compromette la validità del modello o del processo valutativo in generale. L'importante, infatti, è semplicemente mantenere una coerenza durante la valutazione e specificare cosa si sta computando e perché, utilizzando là dove necessarie misure coerenti con le assunzioni effettuate.

Una seconda e più critica distinzione che si può fare è quella tra FCFF (Free Cash Flow to the Firm), ossia i flussi di cassa operativi cosiddetti unlevered, e FCFE (Free Cash Flow to Equity) ossia i flussi di cassa disponibili per i soli azionisti, al netto delle movimentazioni di natura puramente finanziaria che riguardano il capitale di terzi.

FCFE: sono flussi di cassa destinati esclusivamente a ripagare gli investitori (dunque il coloro che rappresentano il capitale proprio dell'azienda, ossia l'equity) e di conseguenza sono calcolati considerando anche tutte quelle uscite o entrate monetarie connesse al debito, come interessi e nuove emissioni di debito. I dividendi potrebbero rappresentare una forma di FCFE, ma una stima migliore si può ottenere come di seguito

$$\text{FCFE} = \text{Net Income} - (\text{Capital Expenditures} - \text{Depreciation}) - \text{Change in non-cash Working Capital} + (\text{New Debt Raised} - \text{Debt Repayment})$$

FCFF: sono invece cashflows generati per tutti coloro che hanno apportato parte del loro capitale nell'azienda, sia come equity che come debito, e di conseguenza, come detto prima, sono calcolati al lordo di tutte le movimentazioni monetarie riguardanti il debito.

$$\text{FCFF} = \text{Operating Income} * (1 - \text{Tax Rate}) - (\text{Capital Expenditures} - \text{Depreciation}) - \text{Change in non-cash Working Capital}$$

Si ribadisce nuovamente che in ambito di valutazione l'usare una tipologia di cashflow o l'altra non ha impatti significativi, purché si mantenga nell'intero processo un approccio coerente, specialmente

in merito alle altre variabili che entrano in gioco (come, ad esempio, in fase di scelta dei tassi di sconto, come si vedrà successivamente).

Indipendentemente da ciò, per stimare un flusso di cassa è necessario partire dagli utili che l'azienda consegue, ai quali vanno effettuate alcune rettifiche in modo tale da attenuare gli effetti dovuti ad eventuali disallineamenti entrate ed uscite monetarie o economiche.

In fase di calcolo dei flussi di cassa, infatti, tre sono i principali punti da tenere a mente quando si parte da una misura come quella rappresentata dagli utili.

Innanzitutto vi è da capire che bisogna ottenere delle stime dei dati quanto più aggiornate possibile: i bilanci ufficiali, infatti, escono molto dopo l'effettiva chiusura dell'esercizio a cui si riferiscono e spesso bisogna effettuare valutazioni prima di questi momenti, di conseguenza è difficile ottenere informazioni in tempo reale che siano affidabili e corrette in misura massima, prima delle dovute revisioni: ancor di più il problema si pone quando le aziende oggetto di valutazione sono soggette a vari cambiamenti, rendendo maggiormente necessaria la rapidità con cui si riescono a reperire i dati, che altrimenti potrebbero risultare "obsoleti". Avere dei dati affidabili e aggiornati è fondamentale per limitare alcuni errori in fase di valutazione.

In seguito, vi è da pensare alle eventuali correzioni che devono essere effettuate agli utili stessi, come si accennava precedentemente. Le uscite monetarie legate ad un'azienda possono sostanzialmente essere categorizzate in tre tipologie: operative, che hanno l'obiettivo di generare benefici solo nell'anno corrente; capitali, che invece hanno come obiettivo quello di generare benefici lungo un arco temporale di più esercizi; finanziarie, che invece sono associate all'utilizzo di capitale di terzi.

Le entrate operative (Operating Income) di un'azienda dovrebbero essere, se correttamente misurate, uguali esclusivamente ai ricavi al netto delle spese operative nell'anno considerato e né le spese capitali né le spese finanziarie dovrebbero essere incluse: il reddito netto invece deve considerare sia le spese operative che quelle finanziarie, ma non le spese capitali. Alle volte è possibile che gli utili dell'azienda possano trarre in inganno, a causa delle modalità in cui vengono contabilizzate spese operative, capitali e finanziarie, ed è per questo che sono necessari degli aggiustamenti al fine di ottenere stime coerenti ed utili alla valutazione.

Alcuni dei più comuni aggiustamenti da effettuare sono quelli riguardanti, a titolo di esempio, i costi riguardanti Ricerca e Sviluppo e quelli riguardanti le spese finanziarie come i leasing.

Terzo ed ultimo aspetto da considerare riguarda invece la differenza tra gli utili contabili e gli utili “reali”: in sede di valutazione, quando si stimano i flussi di cassa, bisogna effettuare correzioni che vanno ad eliminare quelle “manipolazioni” contabili che ogni azienda può effettuare, in modo tale da giungere alla corretta stima. Non è raro infatti che alcuni aziende riescano costantemente, o comunque molto spesso, a “battere” le previsioni degli analisti: mostrare al mercato infatti di essere al di sopra delle aspettative potrebbe avere dei riflessi positivi circa il prezzo delle azioni, per esempio, o comunque le aziende sono convinte che il mercato le premierà se riescono ad offrire utili che sono sempre al di sopra delle aspettative e che non siano eccessivamente variabili, quasi come se fosse sinonimo di stabilità e crescita. Alcuni aggiustamenti che potrebbero o dovrebbero essere necessari sono quelli riguardanti, per esempio: ricavi e costi straordinari che in realtà non mostrano tale natura e, invece, ricorrono costantemente; ricavi e costi che sono registrati ogni anno ma che mostrano un’eccessiva variabilità; ricavi o perdite dovuti al cambio valuta.

Per riassumere, in materia di valutazione, i flussi di cassa assumono un ruolo cruciale, e la loro corretta determinazione fa sì che il processo valutativo sia veritiero o meno e, soprattutto, dimostrabile. Non ci si può quindi soffermare esclusivamente sui bilanci forniti dalle aziende, in quanto soggetti, seppur in minima parte, a discrezionalità e soprattutto a strategie decise dal management per fini interni: il processo di valutazione deve essere oggettivo e dunque rettificare e considerare in maniera appropriata i valori presentati, al fine di ottenere stime coerenti e fedeli.

2.2.2 - I Tassi

Altri elementi indispensabili per effettuare una valutazione assoluta, sono i tassi: con particolare riferimento al processo in esame, due sono le tipologie di tassi che più hanno rilievo, ossia i tassi di sconto e i tassi di crescita.

Senza l’uno o l’altro, la valutazione sarebbe poco veritiera e, soprattutto, non mostrerebbe un livello di profondità adeguato; la centralità dei tassi, infatti, è principalmente associata al fattore tempo e al suo scorrere, sia che questi siano di sconto che di crescita. Come detto inizialmente, quello della valutazione è un processo che non può prescindere in alcun modo dall’evoluzione stessa che l’azienda è in grado di porre in essere, quale che questa sia più o meno certa. Il continuo cambiamento dell’ambiente di riferimento, i nuovi scenari in cui l’azienda deve operare e le spinte ideologiche che variano man mano nel tempo, rendono la presenza dei tassi cruciale in un qualsiasi modello di valutazione assoluta, che si appoggia appunto al rigore tipico delle formule.

I Tassi di Sconto

In un modello valutativo assoluto, un primo approccio con i tassi lo si ha quando bisogna individuare i tassi di sconto. La logica base dei modelli assoluti verte proprio all'individuazione di flussi di cassa da scontare ad un determinato tasso, in base al periodo in cui questi flussi sono disponibili. Risulta quindi immediato chiedersi perché vi sia questa necessità, e non si possa semplicemente considerare i flussi nella loro totalità: la risposta trova fondamento in un concetto di primaria importanza nell'ambito finanziario, ossia il concetto di costo opportunità.

Strettamente legato allo scorrere del tempo, il costo opportunità esprime essenzialmente il costo che bisogna sostenere a causa del mancato sfruttamento di una risorsa; si tratta dell'espressione numerica del sacrificio che un soggetto deve sostenere poiché non può usufruire delle sue risorse, dunque è l'alternativa a cui si deve rinunciare quando si effettua una scelta economica. Il costo opportunità è strettamente legato al fattore tempo, poiché più aumenta il tempo per il quale un soggetto deve privarsi delle proprie risorse, maggiore sarà il costo opportunità che bisognerà sostenere. È possibile notare dunque come il tempo abbia un proprio valore finanziario e l'avere a disposizione determinati flussi di cassa ad intervalli temporali differenti non permette un agile paragone diretto tra questi. Il tutto lo si può capire meglio attraverso un semplice esempio, con cui si può tranquillamente affermare che "un euro oggi non vale quanto un euro domani". Supponiamo infatti di avere a disposizione un euro oggi, al periodo t_0 : in quanto operatori, abbiamo la facoltà di investire tale euro, in modo tale che ad un intervallo temporale futuro t_1 potremmo ottenere indietro il capitale investito inizialmente (ossia un euro) più eventuali interessi: 1 euro in t_0 , quindi, vale 1 euro più gli interessi, in t_1 . Ne consegue facilmente che, invece, 1 euro disponibile in futuro, ad esempio in t_1 , abbia un valore inferiore nel presente. Allargando tale concetto esemplificativo e basilare, si può intuire come un flusso di cassa disponibile in futuro, che sia uno, due o n anni, debba necessariamente essere scontato al fine di essere paragonato con i flussi di cassa disponibili nel presente. I tassi di sconto sono proprio quei tassi che permettono il paragone di flussi di cassa disponibili in momenti differenti, rendendo coerente la valutazione che di questi si effettua.

A ciò si collega necessariamente il concetto di rischio: di base a rischi più elevati corrisponde un costo opportunità più elevato, che si traduce dunque in maggiori tassi di sconto. Per questo motivo è lecito e comune pensare che rischio e rendimento vadano di pari passo, in quanto se per ottenere rendimenti

maggiori un individuo necessita di più tempo, allora il suo capitale investito dovrà essere immobilizzato per più tempo, risultando quindi in un costo opportunità maggiore da sostenere.

Nell'ambito della valutazione, i tassi di sconto di cui si fa maggiore utilizzo sono il “costo del capitale” (cd. Cost of Equity) e il “costo del capitale medio ponderato” (cd. Weighted Average Cost of Capital), rispettivamente indicati con R_e e WACC. Il motivo per cui sono due i tassi di sconto principali a cui si fa riferimento è che dipende, come si vedrà più avanti, dalla tipologia di flussi di cassa che vengono considerati in fase valutativa.

Il Costo dell'Equity nella sua essenza esprime nient'altro che il costo opportunità che devono sostenere gli investitori azionari dell'azienda, ossia coloro che detengono il capitale proprio dell'azienda, che siano queste quote o azioni: a fronte dell'apporto di capitale effettuato dagli azionisti in sede di conferimento, l'azienda deve essere in grado di offrire ritorni almeno pari ad investimenti simili con lo stesso profilo di rischio. Per trovare il costo del capitale proprio, si parte dal concetto base della differenza tra i rischi (e dunque tra i rendimenti) delle diverse categorie di strumenti finanziari disponibili. Nel caso in esame, è sufficiente esaminare le differenze tra rischi e rendimenti di strumenti come Titoli di Stato, Obbligazioni Corporate e quote/azioni. Per i primi, in generale si considera un rischio “nullo” e rendimenti bassi o comunque modesti; nel secondo caso, invece, il rischio è maggiore rispetto ai titoli di stato, in quanto legati all'azienda che le emette e alla sua operatività, e di conseguenza i rendimenti associati saranno più alti rispetto ai Bonds Statali, ma comunque contenuti in quanto il rapporto giuridico che si instaura tra investitore e azienda è ben definito; nel caso ultimo, invece, si ha il maggiore rischio possibile, a causa della grande esposizione che si ha attraverso la detenzione di equity e di conseguenza anche i possibili rendimenti sono i più elevati (così come, specularmente, anche le perdite).

Si deduce dunque che R_e debba essere necessariamente più alto del rendimento offerto dalle obbligazioni statali, che vengono dette, grazie alle peculiarità prima esposte, “Risk Free”. Il costo del capitale, in prima battuta, sarà quindi pari a tale rendimento privo di rischio, più una componente “premio” atta a remunerare il maggiore rischio che si assume nello scegliere un investimento in equity piuttosto che uno in corporate bond.

$$R_e = R_f + \text{Premium}$$

Il Risk free rate, di principio, è caratterizzato dall'assenza di rischi di default e dall'assenza incertezza circa i tassi di reinvestimento della security a cui sono collegati: essenzialmente devono avere dei rendimenti "fissi" e non devono essere soggette ad eventuali fallimenti da parte dell'emittente.

È lecito pensare dunque che il premio sia una differenza coerente da avere rispetto al solo rendimento del titolo statale, data la natura, a funzione e le possibilità che offre l'equity.

Il premio è espressione del ritorno extra che viene richiesto dagli investitori per spostare il loro capitale da investimenti "senza rischio" ad investimenti che invece presentano una componente di rischio.

$$\text{Premium} = R_m - R_f$$

Per ottenere una giusta stima del costo dell'equity, però, bisogna anche considerare un ultimo fattore, ossia la correlazione che vi è tra il rendimento dell'azienda a cui ci si sta riferendo rispetto al mercato. Il premio, infatti, deve necessariamente essere aggiustato di una quantità tale da rappresentare il modo e l'entità in cui varia la security a cui è riferito rispetto al mercato.

Non tutte le azioni, per esempio, si muovono in maniera concorde rispetto al mercato e, soprattutto, non tutte le azioni variano della stessa percentuale rispetto al mercato di riferimento: generalmente alcune azioni possono mostrare apprezzamenti o deprezzamenti maggiori rispetto a quelli del mercato, altre possono mostrare apprezzamenti o deprezzamenti minori, mentre altre ancora possono mostrare apprezzamenti quando il mercato mostra deprezzamenti o viceversa.

Il Capital Asset Pricing Model (cd. CAPM) permette di calcolare e considerare tale impatto sul R_e , aggiustando il premio di un fattore β ottenuto attraverso il rapporto tra la covarianza delle variazioni dell'azione di riferimento rispetto al mercato e la varianza del mercato stesso. Il costo dell'equity, in battuta finale, può dunque essere espresso come

$$R_e = R_f + \beta (R_m - R_f)$$

Il WACC, invece, vede come base di partenza il costo del capitale, ma considera nel suo computo anche la presenza dell'eventuale capitale di terzi che un'azienda può decidere di sfruttare: i pesi

considerati, in questo caso, sono infatti l'ammontare di capitale proprio e l'ammontare di capitale di debito, semplicemente desumibili dalle passività di un'azienda.

Il WACC ha infatti come caratteristica principale quella di considerare entrambi i costi che un'azienda deve sostenere in termini di reperimento delle proprie fonti e si ottiene, in prima battuta, come indicato di seguito:

$$WACC = D/V (R_d) + E/V (R_e)$$

Nel computo, per concludere, va anche considerata la presenza di quello che viene comunemente chiamato "scudo fiscale" (cd. Tax Shield): in sostanza, l'utilizzo di debito da parte di un'azienda prevede l'abbattimento di alcuni costi legati ad interessi passivi deducibili in fase di tassazione, per l'appunto. Indicando con T l'aliquota degli interessi deducibili, si ha che il WACC risulta essere:

$$WACC = D/V (R_d) (1-T) + E/V (R_e)$$

L'utilizzo di uno o l'altro tasso di sconto dipende, come si vedrà di seguito, dalla scelta del flusso di cassa di riferimento, in quanto si associa al FCFF il tasso WACC mentre al FCFE il tasso R_e .

I Tassi di Crescita

La seconda tipologia di tassi da considerare sono i tassi legati alla crescita dell'azienda o, per meglio dire, delle componenti da cui è possibile dedurre i flussi di cassa. Quello di crescita, per qualsiasi impresa, è un concetto di primaria importanza non solo dal punto di vista finanziario, ma anche dal punto di vista economico. Kaldor, Solow e Domar sono solo alcuni degli economisti più affermati che hanno donato un fondamentale contributo all'argomento in esame, ma per quanto riguarda la valutazione aziendale, ciò su cui è più importante soffermarsi è che ogni azienda, affinché voglia sopravvivere nel corso del tempo, necessita di crescita. Il motivo più semplice ed immediato per capire questa affermazione risiede nell'insita presenza dell'inflazione nel mondo reale: un'azienda che non vede crescere i propri impieghi, le proprie fonti e i propri risultati è un'azienda che, a causa

dell'inflazione, tenderà ad avere sempre meno disponibilità e possibilità in termini reali. Considerando i semplici flussi di cassa che un'azienda riesce a produrre, qualora questi fossero sempre costanti e non mostrassero alcuna crescita, è intuitivo notare come a causa dell'inflazione, se considerati al netto di quest'ultima, risulterebbero via via inferiori, di fatto limitando sempre di più l'operatività aziendale.

Ecco, quindi, come i tassi di crescita diventano una variabile chiave nel processo di valutazione in questione e alcuna valutazione assoluta può sottrarsi dalla loro presenza. Va anche considerato, poi, che essendo la valutazione un processo che riguarda molti anni futuri, è difficile che qualcuno disponga di una serie di informazioni tali da essere affidabili per periodi molto remoti rispetto al momento della valutazione, ed è anche qui che i tassi di crescita (specialmente quelli stimati) assumono un ruolo cardine. Considerando sempre i cash flow, in seguito ad un periodo previsionale, in cui si hanno stime particolarmente puntuali della loro composizione, per intervalli di tempo più remoti è necessario affidarsi ad uno o più tassi di crescita al fine della loro determinazione. Idealmente per un'azienda il tasso di crescita, comunemente indicato con g , dovrebbe essere almeno uguale al tasso d'inflazione, ma mai maggiore di quello dell'economia di cui fa parte, altrimenti rappresenterebbe nel lungo termine un paradosso.

Compresa la centralità dei tassi di crescita per un'azienda e per un processo di valutazione, soprattutto in riferimento all'aspetto previsionale dei flussi di cassa, è possibile ora analizzare più nel dettaglio le varie implicazioni che la loro presenza apporta in fase di valutazione.

Innanzitutto, vi è da capire che il fenomeno della crescita (in condizioni ordinarie) seppur sempre presente nel futuro di un'azienda, non si presenta però sempre nella stessa forma. Nel tempo sono stati diversi i modelli formulati per descrivere l'andamento della crescita aziendale, dunque le variazioni di g nel tempo, passando da modelli più semplici in cui g si assume costante, a modelli più articolati in cui si hanno molteplici valori di g che cambiano a seconda del periodo di riferimento.

Per comprendere più semplicemente in che modo il fenomeno della crescita impatta un'azienda, il seguente grafico risulta particolarmente utile.

Come è possibile immaginare, se si rapporta il valore del tasso g allo scorrere del tempo, mettendo in mostra principalmente tre fasi che caratterizzano la crescita di un'azienda, è possibile evidenziare tre fasi.

In una prima fase, quella iniziale di vita dell'azienda, questa presenta dei tassi di crescita molto elevati, grazie all'impatto dell'afflusso di nuovi capitali, quali che questi siano ottenuti in forma diretta attraverso finanziamenti o che provengano dagli eventuali utili generati e reinvestiti in queste prime fasi di vita dell'azienda. Tale periodo viene solitamente indicato come periodo di crescita straordinaria, stando a rappresentare la particolare entità che il tasso g assume negli anni di riferimento: l'accezione "straordinario" fa anche intendere che tale periodo ha vita limitata, non essendo infatti sostenibile in alcun modo la presenza di un alto tasso di crescita costante. Ovviamente il concetto di "alta crescita" risulta essere in parte soggettivo, portando a dibattiti circa la soglia dopo cui un tasso può essere considerato stabile: ciò che è importante comprendere, però, è che in questo periodo si ha il tasso di crescita più alto, se considerati anche gli eventuali tassi g futuri dell'azienda.

Nella seconda e centrale fase, si ha invece una diminuzione progressiva del tasso di crescita, caratterizzato proprio dal fatto che l'iniziale picco che l'azienda ha avuto incide sempre più marginalmente sul complessivo sviluppo. Ciò è tranquillamente plausibile se si pensa che, man mano che un'azienda si avvicina alla maturità, in quanto sarà sempre più difficile superarsi e soprattutto superarsi in maniera importante.

Terza ed ultima fase è quella in cui il tasso di crescita si stabilizza, ad un livello sicuramente inferiore rispetto a quello iniziale, e che in linea di massima è destinato a rimanere invariato: coincide con il raggiungimento della maturità da parte dell'azienda, dove dunque l'operatività è pressoché stabile e non si è più tanto soggetti a shock di alcun tipo, che potrebbero compromettere, sia in maniera positiva che no, i risultati d'esercizio.

Tale modello è anche conosciuto come modello a tre stadi (cd. Three Stage Model) ed è generalmente ritenuto un ottimo modello che riesce allo stesso tempo a considerare i principali fattori che caratterizzano il fenomeno della crescita aziendale, e delle relative componenti, e a non risultare eccessivamente oneroso in termini di applicabilità, mantenendo comunque stabili i livelli di affidabilità e di dimostrabilità.

Per quanto riguarda l'effettivo calcolo del tasso g , a seconda della fase si può procedere in maniera differente, ma in generale valgono due principi cardine, in base ai dati disponibili.

Lo spartiacque principale è infatti il periodo di prevedibilità: fino a quando infatti le stime e le analisi future mostrano un elevato tasso di affidabilità, ci si può tranquillamente basare su quegli stessi dati al fine di calcolare i vari tassi di crescita relativi ai diversi periodi. Tali tassi saranno poi rapportati all'andamento generale dell'operatività aziendale, in modo da trovare associazioni e correlazioni chiave sulla base delle quali poi stimare i successivi tassi, appartenenti al periodo non previsionale.

Il periodo successivo, ossia quello in cui l'affidabilità delle previsioni circa voci fondamentali come ricavi e costi viene meno, si possono utilizzare i dati storici e le previsioni di indici più semplificativi. Il tasso di crescita, infatti, può essere calcolato a partire da valori che si attengono strettamente al ROE e alla politica di distribuzione dei dividendi dell'azienda stessa. La relazione chiave attraverso cui è possibile calcolare il tasso di crescita previsionale dell'anno è la seguente:

$$g = ROE (1 - Payout Ratio)$$

Il tasso di crescita si ottiene dunque dal prodotto tra il complementare del payout ratio e del Return On Equity. Per payout ratio si intende, in percentuale, quanto degli utili conseguiti vengono distribuiti dall'azienda ai propri azionisti per remunerare il capitale da questi apportato. Tipicamente tale quantità è inferiore all'unità, in quanto le aziende ritengono fondamentale reinvestire parte degli utili conseguiti, trattenendoli dunque nell'azienda stessa: il complementare del payout ratio rappresenta proprio quest'ultima quantità. In rari casi si ha un payout superiore all'unità e ciò avviene solo quando l'azienda consegue degli utili non soddisfacenti e decide di accingere alle proprie riserve. L'altro termine, ossia il ROE, rappresenta il rapporto tra gli utili conseguiti e il capitale proprio dell'azienda, dunque, in percentuale, quanto utile viene generato per ogni euro di equity. È coerente, infatti, pensare che la quota parte di ricchezza generata dal capitale proprio che viene detenuta in azienda e non distribuita sia un'ottima approssimazione del tasso di crescita.

Una più accurata stima del tasso di crescita, anche detto tasso di crescita modificato (cd. Modified Growth Rate), si può ottenere tramite alcuni aggiustamenti effettuati al payout ratio, al fine di renderlo più coerente con eventuali dinamiche aziendali che potrebbero sopravvenire: in particolare ci si riferisce alla pratica del buyback azionario, attraverso cui l'azienda acquista dagli azionisti proprie quote, e all'utilizzo del buyback al fine di aumentare il proprio rapporto di leva finanziaria. In considerazione di ciò, un necessario aggiustamento da effettuare sul payout ratio potrebbe essere il seguente:

$$Payout Modificato = \frac{Dividendi + Buyback - Debiti a lungo termine}{Utile}$$

Da cui deriva che il tasso di crescita può essere espresso come:

$$g \text{ Modificato} = ROE(1 - \text{Payout Modificato})$$

È possibile, attraverso tale formula, notare come tale calcolo si addica principalmente ad individuare tassi di crescita relativi a periodo in cui i dividendi sono stabili. In considerazione con quanto detto prima circa le diverse fasi di crescita che un'azienda si trova ad affrontare nel suo ciclo di vita, troviamo nuovamente dei principi coerenti: in periodi di forte crescita, infatti, le aziende tendono a reinvestire maggiormente gli utili conseguiti, mentre in periodi di crescita più modesti o di maturità il reinvestimento gioca un ruolo marginale. Per questo motivo a periodi di alta crescita corrisponde una politica di distribuzione dei dividendi inferiore rispetto a periodi di maturità, come è possibile vedere dalla seguente figura. Così come dimostra la formula precedente, avere un tasso di payout basso porta ad una crescita maggiore e viceversa un payout maggiore corrisponde ad una crescita minore, in accordo con quanto detto finora.

2.2.3 - Il Terminal Value

Un ultimo fattore da considerare, tanto dal punto di vista pratico quanto teorico, è quello che riguarda il valore terminale dell'azienda, anche detto Terminal Value. Grazie agli elementi prima citati, ossia tassi di sconto e di crescita e flussi di cassa, si può agevolmente affrontare il tema riguardante il valore aziendale relativo ad un periodo di tempo remoto rispetto al momento della valutazione.

Se è vero che il processo valutativo assoluto si basa sull'attualizzazione dei flussi di cassa prospettici di un'azienda considerandone l'eventuale crescita, è anche vero che, potenzialmente, un'azienda può crescere all'infinito nel tempo. Il come inserire tale informazione all'interno di un modello valutativo è un compito riservato proprio al Terminal Value, che ha la funzione di indicare quale potrebbe essere il valore dell'azienda in un dato momento futuro, più precisamente alla fine del periodo prospettico in cui si possono effettuare previsioni. Facendo riferimento al Three Stage Model, possiamo posizionare temporalmente il Terminal Value nel momento in cui l'azienda mostra un tasso di crescita stabile nel tempo, dunque quando raggiunge una fase più matura. Con l'aumentare dell'orizzonte futuro, come detto in precedenza, ogni previsione perde necessariamente di efficacia, tanto più quella relativa alla stima dei flussi di cassa, ma allo stesso tempo non si può tralasciare tale tipo di informazione in un qualsiasi modello valutativo.

Il computo del terminal value parte da due forti assunzioni: la prima, già annunciata, è che da quel momento in poi l'azienda crescerà ad un ritmo stabile, indicato proprio da g , mentre la seconda è che nel tempo il costo del capitale risulterà pressoché invariato. Con tali informazioni, dunque, è possibile capire come il terminal value sia, di fatto, riferibile ad una rendita perpetua, che inizia quando finisce il periodo previsionale e, data la sua natura, non termina più. Considerando poi l'assunzione della crescita stimata dei flussi di cassa, si nota come il Terminal Value sia dato dalla formula

$$Terminal\ Value = \frac{FCF (1 + g)}{WACC - g}$$

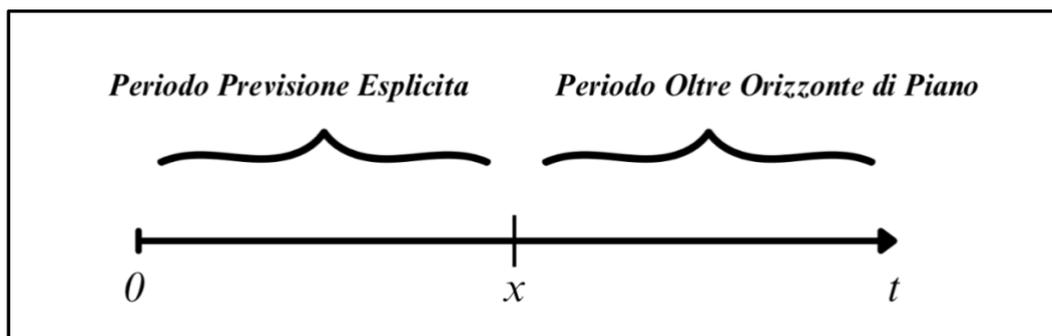
Ossia dal rapporto tra l'ultimo flusso di cassa generato nel periodo previsionale (di cui si assume una crescita al tasso g) e del tasso di sconto utilizzato al netto della crescita stessa.

Attraverso il terminal value e il suo calcolo si ottiene l'ultimo tassello mancante nel processo di valutazione assoluta.

2.2.4 - Il Valore d'Azienda

Si può procedere dunque a trovare e calcolare l'effettivo valore aziendale, per mezzo degli strumenti precedentemente trattati: come già affermato, la valutazione assoluta e i modelli a questa associata trovano le loro basi nel concetto di attualizzazione dei flussi di cassa futuri che l'impresa stessa è in grado di generare. È utile quindi racchiudere sinteticamente e collegando tra di loro, i vari fattori che incidono e determinano sul processo di valutazione aziendale assoluto come quello del DCF.

Innanzitutto, vanno distinti due macro-periodi, uno che riguarda l'immediato futuro dell'azienda e che solitamente si attese tra i 5 e i 6 anni, che verrà indicato come "Periodo di Previsione Esplicita", mentre un altro è quello successivo, in cui risulta complesso prevedere esattamente determinati fattori oggetto di analisi e nel il quale verranno poste in essere più assunzioni; tale ultimo periodo, inizierà alla fine di quello di previsione esplicita e avrà un orizzonte infinito.



(3) Fonte: Immagine di produzione propria

In secondo luogo, bisogna calcolare e/o stimare i flussi di cassa futuri che l'azienda riuscirà a generare: nel farlo si possono essenzialmente scegliere due tipologie differenti di flussi di cassa, ossia gli FCFF oppure gli FCFE: tale scelta non impatterà sul risultato finale della valutazione, fin tanto che si resterà coerenti nelle scelte successive e che si considerino le variabili appropriate relative a ciascuna delle tipologie. Ad ogni anno, solitamente, si andranno ad associare i flussi di cassa generati relativi che saranno, data la natura del modello, più corretti nel periodo previsionale rispetto a quello successivo: per quest'ultimo, infatti, bisognerà effettuare un'assunzione, ossia che dalla fine del periodo previsionale in poi si avranno dei flussi di cassa pari all'ultimo flusso di cassa previsionale disponibili e adeguati in base al saggio di crescita g infinito.

Si passa dunque alla determinazione dei tassi di sconto, a seconda che si sia utilizzato una tipologia di flussi piuttosto che un'altra, si useranno differenti tassi di sconto: tenendo in considerazione quanto scritto precedentemente, nel caso dei FCFE basterà calcolare il costo del capitale Re , mentre qualora si volessero utilizzare i FCFF bisognerà necessariamente utilizzare come tasso di sconto il WACC, che riesce a catturare intrinsecamente l'effetto della struttura aziendale in merito a debito ed equity.

A seconda del flusso scelto, si avrà dunque una delle due situazioni:

$$\text{Valore Azienda} = \sum_{i=1}^x \frac{FCFF_i}{(1 + WACC)^i}$$

$$\text{Valore Azienda} = \sum_{i=1}^x \frac{FCFE_i}{(1 + R_e)^i}$$

Considerando poi che dall'ultimo anno del periodo previsionale in poi i flussi crescono di uno stesso tasso g e assumendo inoltre che il costo del capitale non cambi, si può desumere che il valore generato dai flussi di cassa oltre il periodo di previsione esplicita, anche detto Terminal Value, sia associabile ad una rendita perpetua. Tale Terminal Value, però, farà riferimento all'anno che segue il periodo previsionale, dunque vi sarà necessità di attualizzarlo nuovamente, in modo da rendere il valore paragonabile nel momento della valutazione. Si otterrà quindi un modello come

$$\text{Valore Azienda} = \sum_{i=1}^x \frac{FCFF_i}{(1 + WACC)^i} + \frac{TV_{FCFF}}{(1 + WACC)^x}$$

$$\text{Valore Azienda} = \sum_{i=1}^x \frac{FCFE_i}{(1 + R_e)^i} + \frac{TV_{FCFE}}{(1 + R_e)^x}$$

Attraverso tale modo è possibile trovare il valore complessivo dell'azienda, considerando dunque i suoi asset e le sue passività, i proventi che è in grado di generare da questi e la struttura di cui si avvale per fare ciò. A seconda dell'obiettivo primario a cui si associa lo strumenti della valutazione, si potranno trarre eventuali conclusioni.

2.3 - Il metodo dei Multipli

Come detto nel capitolo precedente, i valori assoluti non riescono ad esaurire il processo di valutazione, da soli: parallelamente, infatti, bisogna anche considerare gli strumenti e le modalità tipiche delle valutazioni relative, in quanto i diversi pilastri non possono essere concepiti in maniera isolata e nemmeno esiste tra di loro una graduatoria in termini di importanza.

La valutazione di tipo relativo si basa sull'utilizzo dello strumento del "multiplo", inteso come un rapporto tra due grandezze, dove la prima rappresenta un prezzo (puntuale o medio, riferito alla singola azione o all'azienda nel suo complesso), mentre il secondo rappresenta una quantità interna all'azienda (storica o prospettica, contabile o extra-contabile). L'obiettivo principale che spinge ad utilizzare in fase di valutazione anche i multipli risponde in maniera primaria all'esigenza di identificare le leve del valore di una azienda e le variabili di contesto che guidano i prezzi stessi del mercato finanziario, sempre considerando valore e prezzo come due entità differenti.

Si può comprendere al meglio tale distinzione attraverso i multipli che "guidano i prezzi" e i multipli che sono "funzione dei prezzi": i primi sono i multipli formati da grandezze che tra loro mostrano un nesso accertato, mentre i secondi non presentano tale caratteristica.

L'uso dei multipli viene inserito in un contesto di valutazione in quanto sono in grado di garantire che esistono e sono dimostrabili dei nessi causali tra quantità aziendali e prezzi e che si riescano ad identificare i vari elementi che spiegano le differenze tra multipli appartenenti a due imprese comparabili. Ecco perché non si può fare ricorso, ad oggi, ad un utilizzo dei multipli senza che questi derivino da un'approfondita conoscenza dei business model delle varie imprese sotto esame, men che meno senza una solida base informativa e un'analisi fondamentale adatta.

2.3.1 - I Principi della Valutazione Relativa

Se nell'utilizzo di un modello come il DCF si aveva l'obiettivo primario di trovare il valore di un'azienda basandosi sui flussi di cassa che questa riesce a generare, sulla sua crescita e sulle caratteristiche di rischio che la contraddistinguono, nell'analisi relativa, invece, l'obiettivo è quello di valutare un'impresa in base a come imprese simili sono valutate sul mercato. Due possono definirsi gli aspetti principali di cui si ha bisogno in tale tipo di valutazione, ossia:

- I prezzi devono essere standardizzati, e dunque si utilizzano dei multipli in grado di fare ciò.
- L'oggetto di valutazione deve mostrare similarità con i mezzi di paragone utilizzati, dunque trovare dei cluster di imprese che presentano rischi, potenziale di crescita e cashflows relativamente simili.

Il fatto che a primo impatto una valutazione del genere possa sembrare tutto sommato “semplice”, in realtà, è un'arma a doppio taglio: tanto semplice è infatti utilizzare tali strumenti in maniera errata, oppure non comprendere pienamente i risultati ottenuti, portando poi a compiere decisioni sbagliate o poco ponderate.

Gli step essenziali in cui si articola una valutazione relativa sono tre. Innanzitutto, bisogna ricercare e trovare assets prezzati dal mercato che possono essere effettivamente considerati comparabili rispetto ai propri, il che può risultare semplice nel caso di beni materiali, ma molto complesso nel caso di strumenti finanziari come le azioni. È un comune errore pensare che basti cercare aziende appartenenti alla stessa Industry al fine di valutarne una, ma in realtà l'analisi è molto più articolata e complessa.

In secondo luogo, bisogna comprendere quali variabili sono utili ai fini della valutazione, traducendo dunque i prezzi del mercato in tali variabili e generando dei valori che effettivamente possono essere comparati. Tale discorso assume più senso se si pensa che gli asset oggetto di valutazione o le imprese stesse possono variare in termini di dimensioni o unità: l'utilizzo dei prima citati multipli sarà dunque chiave in tale processo.

L'ultimo step è quello di compiere determinati aggiustamenti laddove necessario, considerando anche fattori “propri” di un'analisi di tipo assoluto: si denota in questo modo come quanto rappresentato il GIV sia coerente, mostrando come i diversi metodi valutativi tendano ad ibridarsi.

Con il sempre più grande sviluppo dei mercati finanziari e di quanto ad essi connesso, è facile intuire come le valutazioni attraverso l'utilizzo dei multipli abbiano acquisto sempre più fama: tanto più se si pensa al ruolo svolto dagli intangibili nel corso degli ultimi decenni, grazie ai quali la relazione tra risultati contabili e prezzi di mercato si è fatta sempre meno salda. La natura intrinseca dei multipli inoltre fa sì che nel corso del tempo si sia pensato a come questi riuscissero ad avere un vantaggio informativo, specialmente in quei settori in cui le previsioni sono più difficili da effettuare e in cui dunque le capacità degli analisti sono maggiormente messe in discussione: immaginando il mercato finanziario stesso come una “media” dei giudizi di diversi analisti, si è diffusa la credenza secondo

cui esso riesce a commettere meno errori di previsione rispetto ai singoli analisti o esperti di valutazione, facendo sì che il ruolo dell'analisi relativa si affermasse via via maggiormente.

Con ciò, ovviamente, si affermerà quasi implicitamente che i mercati offrano delle valutazioni non distorte delle aziende comparabili e che non vi sia alcuna distorsione e che queste siano spiegate da una principale variabile. Se il mercato prezza in maniera “corretta”, allora non dovrebbero esserci significative divergenze, ad esempio, tra una valutazione assoluta come quella del DCF ed una relativa effettuata con i multipli. Come però è stato stressato, non esistono valutazioni corrette per principio, in quanto, in qualche maniera, rientrano nel computo stime, previsioni e probabilità che rendono ciascun processo mai veritiero al 100%; da qui le comuni differenze che possono esistere tra i risultati di analisi assolute e relative. Il GIV però ci permette di apprezzare queste eventuali differenze, poiché non vengono considerati “errori” attribuibili ad un metodo piuttosto che ad un altro, quanto più diversi punti di vista di uno stesso fenomeno, da considerare nella loro complessità e non nella loro singolarità: un metodo riesce a catturare maggiormente fattori che l'altro non riesce a considerare in maniera preponderante e viceversa, rendendo nell'insieme la valutazione più affidabile e completa, oltre che dimostrabile.

Le ragioni per cui l'utilizzo dei multipli è così diffuso può essere attribuito in gran parte alle seguenti cause: l'utilizzo dei multipli comparabili richiede meno tempo e risorse rispetto al DCF, che invece hanno bisogno di molte più informazioni, anche di carattere limitato, contrariamente ai multipli che rappresentano un'alternativa; inoltre, in molti casi, è più semplice “vendere”, ossia allocare gli strumenti oggetto di valutazione verso un pubblico di investitori, in quanto più semplice da spiegare come processo rispetto ai modelli assoluti; sono valutazioni facilmente dimostrabili e difendibili, in quanto necessitano di meno assunzioni da spiegare ed argomentare, in quanto ci si basa su quanto il mercato mostra, dunque anche nel caso di dissidi in merito ai risultati ottenuti; infine, le valutazioni relative hanno maggiore capacità di riflettere il “sentiment” del mercato, proprio perché non si tratta di trovare un valore intrinseco, bensì uno relativo.

Bisogna poi sottolineare nuovamente un concetto accennato precedentemente, riguardo i punti di forza di tale approccio che, però, risultano essere anche i suoi punti di debolezza. È tranquillamente possibile che la semplicità con cui si effettuano le stime portino ad una generale inconsistenza nel caso si ripeta il processo, qualora determinati fattori quali rischio, crescita e potenziale dei flussi di cassa vengono ignorati. In secondo luogo, si riscontrano poi sistematiche sottovalutazioni o sopravvalutazioni a seconda del periodo in cui il mercato versa, ossia i precedentemente citati mercati

“bearish” e “bullish”. Ultimo, ma non per importanza è il fatto che l’assenza di determinate assunzioni e la loro esplicitazione possano portare a manipolazioni eventuali.

L’utilizzo dei multipli, quindi, può portare ad errori tanto in fase iniziale, negli effettivi calcoli, quanto in fase finale, circa le interpretazioni che possono essere effettuate dei risultati. Quattro agili passaggi permettono di sapere se effettivamente il loro utilizzo mostra delle solide basi ed eventualmente dimostrare i risultati ottenuti.

1) Il primo step è quello riguardante l’assicurarsi che i multipli siano consistenti ed uniformemente misurati all’interno del cluster di comparabili scelte. Anche i multipli più “semplici”, infatti, possono essere calcolati in modi differenti, a discrezione dell’analista o di chi ne sta facendo utilizzo. Si prenda, a titolo di esempio, un multiplo in cui figura come componente il prezzo di un’azione: ecco come alcuni analisti potrebbero usare il prezzo attuale, altri la media dei prezzi delle ultime 52 settimane e altri ancora quella degli ultimi sei mesi. Allo stesso modo, un analista in fase bullish potrebbe essere spinto ad utilizzare multipli forward, mentre in fase bearish ad utilizzare multipli current. La necessità che quando si parla di multipli si stia ragionando attraverso gli stessi meccanismi è dunque imperativa. Come già accennato, i multipli sono frutto di un rapporto tra un numeratore e un denominatore, e ciascuno di questi fattori può arbitrariamente riguardare valori che si riferiscono all’equity (cd. Equity Values) o valori che si riferiscono direttamente all’azienda (cd. Firm Values). La consistenza dei multipli riguarda in particolare il fatto che se uno dei due fattori è del primo tipo, anche l’altro fattore dovrebbe esserlo, mostrando dunque come i due valori scelti si riferiscano allo stesso oggetto. Allo stesso tempo un multiplo dovrebbe essere uniforme, dunque calcolato allo stesso modo in tutte le aziende che formano il cluster delle comparabili. Tale problema risulta maggiormente se vi sono aziende che mostrano anni fiscali non allineati e, soprattutto, aziende che fanno utilizzo di standard di contabilità differenti, rendendo i valori oggetti di analisi eventualmente distorti. Anche in presenza di standard uguali per imprese, il problema persiste sempre laddove vi sono da compiere delle scelte arbitrarie di contabilità, e tutto ciò, se non considerato adeguatamente, potrebbe portare a compiere valutazioni errate o ad ottenere risultati non rilevanti

2) Il secondo step riguarda invece l’essere consapevoli della distribuzione di carattere cross-section dei multipli, non dunque solo l’industry di riferimento, ma riguardo anche il mercato intero. Usando i multipli, è utile avere una comprensione di quando si ha un valore alto, quando basso e quando nella media e dunque sapere in che modo i valori si distribuiscono è rilevante ai fini dell’analisi, per

identificare aziende sottovalutate o sopravvalutate. Inoltre, bisogna anche essere coscienti dell'effetto di possibili outliers nei campioni utilizzati e, nuovamente, del ruolo dei bias in tutto il processo. Per quanto riguarda le caratteristiche di distribuzione dei multipli, ci si potrebbe chiedere perché qualcuno interessato nella valutazione di un'azienda appartenente ad una particolare industry dovrebbe tener conto dei valori delle altre industry: tale domanda è più che lecita, ma si può ben intuire la risposta se si pensa che diverse aziende, pur appartenendo a settori diversi, competono tra di loro per gli stessi investimenti, quindi sapere in che maniera variano i multipli in diversi ambienti rispetto a quelli di riferimento è una conoscenza utile da sfruttare eventualmente a proprio vantaggio. Per quanto riguarda i bias, invece, bisogna considerare che nel processo di identificazione e di utilizzo dei dati c'è da compiere aggiustamenti necessari a combattere la presenza degli stessi: una comparabile che presenta dei valori di bilancio non utilizzabili per il calcolo di un determinato indice, ad esempio, potrebbe essere esclusa dal computo generale, ma ciò potrebbe necessariamente a compiere un errore dovuto ad una percezione personale dell'analista. In tal caso si potrebbe utilizzare uno o più multipli differenti, che non presentano lo stesso "problema", superando dunque i propri bias.

3) Terzo step invece si incentra sull'analisi del multiplo calcolato e sul comprendere non solo quali fattori determinano un suo cambiamento, ma identificare e analizzare a loro volta le cause che incidono su tali fattori. Nel calcolare uno o più multipli, anche se non lo si pensa in prima analisi, si vanno necessariamente ad effettuare delle assunzioni (alcune delle quali, inoltre, della stessa entità di quelle effettuate nel caso di una valutazione assoluta) ed è quindi necessario avere la consapevolezza che tali assunzioni giocano un ruolo chiave, anche se implicitamente, nell'intero processo. Altresì, comprendere quali avvenimenti incidono sul valore ottenuto è fondamentale, tanto per capire quali potrebbero essere le cause che portano ad un diverso risultato, quanto per sfruttare queste informazioni al fine di capire quali potrebbero essere eventuali andamenti dei multipli calcolati.

4) Ultimo step, nell'utilizzo dei multipli è cruciale l'utilizzo di aziende comparabili, dunque non basta che appartengano allo stesso settore al fine dell'analisi. Ovviamente è possibile scegliere le comparabili con il massimo dell'accuratezza, ma queste presenteranno sempre delle differenze rispetto all'oggetto di valutazione. Un'azienda per essere definita comparabile deve sostanzialmente avere rischio, potenziale di crescita e cashflows simili all'impresa oggetto di valutazione: com'è possibile vedere in nessun momento si fa riferimento all'industry in cui si opera, ma è legittimo, in prima istanza, pensare che aziende con le precedenti caratteristiche simili operino nello stesso settore. Spesso, per semplicità, si assume che le aziende appartenenti allo stesso settore abbiano simili aspetti

di crescita e rischio, oltre che cashflows, in modo tale da conferire più autorevolezza ad eventuali paragoni. Spesso vi è da affrontare un trade-off in termini di capire quali aziende possano essere definite comparabili, dunque bisogna scegliere se definire un'industry in maniera più ampia, aumentando il numero delle possibili comparabili ma allo stesso tempo permettere il confronto di aziende maggiormente differenti. A ciò si potrebbe rimediare effettuando degli aggiustamenti tanto di natura soggettive, quanto utilizzando multipli modificati in modo tale da tenere di conto delle differenze riscontrate.

Come già accennato, l'esistenza di metodi differenti di valutazione non porta necessariamente ad un risultato uguale, anzi. La caratteristica di affidarsi congiuntamente alle due analisi permette però di approfondire maggiormente le dinamiche della creazione del valore di un'impresa e capirne a fondo le motivazioni. Non è raro che un metodo indichi come il prezzo di un'azione sia sopravvalutato mentre l'altro metodo indica come sia sottovalutato e, ancor di più, è possibile che nella stessa valutazione relativa si giunga a differenti valori, a seconda del multiplo utilizzato e delle forze che lo governano.

2.3.2 - Multipli di Equity e Multipli di Valore

Appurato l'utilità dell'utilizzo della valutazione relativa e alcuni aspetti da tenere maggiormente in considerazione nell'attuazione della stessa, si può ora procedere con la descrizione e l'approfondimento di alcuni dei principali multipli utilizzati nella pratica comune. La distinzione che generalmente viene effettuata riguarda la presenza di multipli di Equity e multipli di Valore e, di seguito, verranno trattate entrambe le categorie.

I Multipli di Equity

Un multiplo di equity è composto da due input, uno riguardante il valore di mercato dell'equity e un altro che invece riguarda una delle variabili in cui tale valore viene ridimensionato (ad es. Utili, Valore contabile, Fatturato).

Andando a misurare il valore di mercato dell'equity, tre sono le decisioni principali che devono essere effettuate in maniera oculata, in quanto riguardano fattori che possono impattare in maniera non indifferente il valore calcolato:

1) *Valore per azione o valore aggregato*: il valore dell'azienda può essere trovato sia in rapporto al numero di azioni della società oppure utilizzando la capitalizzazione di mercato totale. A primo impatto la scelta potrebbe sembrare indifferente, in quanto l'ultimo altro non è che il primo moltiplicato per il numero totale di azioni presenti, ma potrebbero esserci dei casi in cui i due valori divergono in maniera considerevole. Un caso è quello riguardante le differenti tipologie di azioni che possono essere presenti al momento della valutazione, in quanto queste potrebbero essere valutate (come è consueto che sia) in maniera differente, mostrando prezzi che riflettono sostanzialmente la differenza di diritti che una categoria di azioni può avere rispetto alle altre. Un prezzo per azione scelto, dunque, potrebbe riferirsi esclusivamente ad una tipologia di azioni e non a tutte quante quelle in circolazione, mentre la capitalizzazione totale dovrebbe tener conto dei differenti prezzi di quotazione delle azioni categorizzate non in maniera uniforme. Inoltre, vi sono una serie di altre caratteristiche e di prodotti finanziari derivati che si basano sulle azioni stesse e più il panorama si presenta intricato, più l'utilizzo di prezzi per azione o capitalizzazione totale può differire.

2) *Liquidità*: la liquidità è un fattore che potenzialmente può impattare sulla valutazione, specialmente se consideriamo che, in termini di rischio e rendimento, gli asset operativi e la liquidità presentano comportamenti differenti. Potrebbe dunque assumere particolare importanza, in alcuni casi, computare il valore dell'azienda al netto delle sue capacità liquide, proprio a causa delle problematiche che elevata liquidità potrebbe apportare al modello utilizzato.

3) *Equity Options*: ultima ragione per considerare separate valori aggregati e valori per azione sta nel fatto che possono esistere opzioni rivolte al management. Tali opzioni (cd. Management Options) generano di per sé un secondo diritto sull'equity, che si aggiunge a quello degli azionisti. Le opzioni di questo tipo, dunque, meritano di essere considerate nel computo del valore aziendale e quindi vi dovrebbero essere degli aggiustamenti da effettuare in questi termini, quando si procede in una valutazione relativa.

Come detto nel precedente paragrafo, è indispensabile nel calcolo di un multiplo che vi sia consistenza circa i fattori che lo compongono. Per questo motivo il valore aziendale deve essere

rapportato grandezze che possono riguardare gli utili, i flussi di cassa, il valore contabile e il fatturato generato. Nel caso in esame, ci si riferisce, rispettivamente, ad Equity Earning Variables, Equity Cash Flow Measures, Equity Book Value Measures e Revenues Measures. Le seguenti tabelle aiutano maggiormente a comprendere che tipologia di relazioni esistono tra i vari fattori nel caso dei multipli di equity.

Measure of Equity Value	Measure of Equity Earnings
Price per share	Earnings per share
Aggregate market value of equity	Net income after option expensing
Net market equity = Market value of equity – Cash	Net income – After-tax interest income from cash
Option augmented equity = Market value of equity + Value of management options	Net income before option expensing

(4) Fonte: A. Damodaran, "Damodaran on Valuation"

Measure of Equity Value	Measure of Book Equity
Price per share	Book value of equity per share
Aggregate market value of equity	Book value of equity (shareholders' equity on balance sheet)
Net market equity = Market value of equity – Cash	Book value of equity – Cash
Option augmented equity = Market value of equity + Value of management options	Book value of equity + Book value of management options granted (if any)

(5) Fonte: A. Damodaran, "Damodaran on Valuation"

Per andare più nel dettaglio riguardo questi ultimi fattori citati:

- **Equity Earning Variables:** Calcolando multipli che si riferiscono all'equity nel suo complesso risulterebbe inappropriato utilizzare esclusivamente il ricavo netto operativo. L'utile invece risulta in questo caso maggiormente appropriato, anche se si deve sempre tenere a mente in che modo si è calcolato il valore di mercato dell'equity: nella figura 4 si riassume le scelte di carattere consistente che dovrebbero essere effettuate. Nonostante ciò, potrebbero esserci altri aggiustamenti da compiere o giudizi da dover dare, come nel caso della presenza di amministrazione straordinaria. L'obiettivo,

in questo caso, è trovare una misura utile per tutte le aziende che compongono il cluster di comparabili, in modo tale da poter mantenere coerenza in tutto il processo.

- **Equity Cash Flow Measures:** alcuni analisti e investitori preferiscono utilizzare fattori relativi ai flussi di cassa delle imprese oggetto di analisi rispetto a variabili riguardanti gli utili. In tal caso si hanno essenzialmente due alternative disponibili, ossia l'utilizzo di un'approssimazione relativamente valida, che consiste nell'aggiungere agli utili gli ammortamenti ed altre uscite non monetarie, oppure un rigoroso calcolo degli FCFE, così come descritto precedentemente nel caso della valutazione assoluta. Anche in questo caso i calcoli dovrebbero risultare consistenti con il calcolo del valore dell'equity, a seconda di liquidità, interessi e via dicendo.

- **Equity Book Value Measures:** si tratta in questo caso di utilizzare il valore contabile dell'azienda, sempre in maniera consistente con il calcolo del valore aziendale. In questo caso si fa riferimento alla figura 5 precedentemente illustrata. Un fondamentale appunto da fare riguarda l'avviamento e il ruolo che gioca all'interno tanto nel bilancio di un'azienda quanto nella sua strategia operativa. L'avviamento, in maniera sintetica, può essere considerato come il premio (o, in alcuni casi, lo sconto) che un'azienda paga per acquisire cespiti, rami o altre aziende. In termini pratici la presenza di un importante valore di avviamento potrebbe impattare la valutazione posta in essere, dunque bisogna tenere di conto di ciò e comprendere quali aziende sono più favorevoli ad utilizzare strategie di acquisizione e quali no.

- **Revenues Measures:** Questa ultima misura risulta di per sé, in realtà, inconsistente, in quanto il fatturato appartiene all'azienda nel suo complesso e non solo ai suoi investitori. D'altro canto, sono di comune utilizzo nella pratica, dunque vi è la necessità di citarle: in particolare, successivamente, si andrà ad analizzare il multiplo a queste connesso.

Si procede ora ad elencare ed analizzare i principali multipli di equity, grazie alla comprensione dei fattori che li generano.

Price-Earnings Ratio

Il Price-Earning Raio, anche detto P/E Ratio, è un multiplo che rapporta tra di loro il valore di mercato di un'azienda e gli utili generati dal capitale degli azionisti, dunque può essere espresso come

$$P / E = \frac{\text{Market Value}}{\text{Equity Earnings}}$$

In tal caso si potrebbero utilizzare come valori sia quelli aggregati, dunque la capitalizzazione totale del mercato e gli utili di esercizio, sia valori su base azionaria, dunque utilizzando il prezzo delle azioni e gli utili per azione generati, anche detti EPS (Earnings-Per-Share).

Come è possibile dedurre, infatti:

$$P / E_{\text{aggregato}} = \frac{\text{Market Value}}{\text{Earnings}} = \frac{\frac{\text{Market Value}}{\text{Shares}}}{\frac{\text{Earnings}}{\text{Shares}}} = \frac{P}{EPS} = P / E_{\text{su base azionaria}}$$

PEG Ratio

Il PEG ratio è un multiplo che si basa, a differenza del precedente, anche sulla crescita di un'azienda, nel cui computo dunque rientra anche la variabile g precedentemente analizzata. Per vedere se un prezzo di mercato è spesso sopravvalutato o sottovalutato, gli analisti rapportano il P/E Ratio anche al tasso di crescita che ci si aspetta per gli EPS, ottenendo dunque

$$PEG = \frac{P / E}{g}$$

Il tasso di crescita utilizzato in questo caso è quello relativo agli EPS in quanto bisogna rispettare il principio di consistenza, dunque bisogna fare riferimento a misure riguardanti gli EPS o gli utili in generale, rispetto ai ricavi netti operativi.

Price-to-Book Ratio

Il valore di mercato di un'azienda riflette essenzialmente le aspettative del mercato stesso circa le sue potenzialità e i flussi di cassa da questa generati. È lecito pensare che la sola somma dei valori attribuiti ai singoli assets di cui una società si avvale sia minore al complessivo valore di questa, proprio perché quest'ultimo comprende anche (in maniera implicita) il modo in cui tali assets e le risorse vengono utilizzate per generare ritorni positivi. Per tale ragione due identiche società che vantano gli stessi assets potrebbero avere molto comunemente due valutazioni differenti, le quali rispecchiano in che modo tali asset vengono gestiti. Compreso dunque che il valore contabile dell'azienda differisce dal suo valore di mercato, ecco che il multiplo si trova nel seguente modo:

$$\text{Price to Book Value} = \frac{P}{BV} = \frac{\text{Market Value}}{\text{Book Value}}$$

Price-to-Sales Ratio

L'ultimo multiplo di equity che si affronterà è il Price-to-Sales Ratio, ossia un multiplo usato per calcolare il valore di un'azienda in base al fatturato che questa genera. Così come negli altri casi, aziende che presentano un multiplo di questo tipo più basso rispetto ad altre sono ritenute di minor valore.

$$\text{Price to Sales} = \frac{P}{\text{Sales}}$$

È utile poi tracciare un filo conduttore che unisce le valutazioni relative e quelle assolute, sottolineando nuovamente come il GIV proponga un approccio del tutto coerente nel suo essere.

Analizzando infatti le componenti da cui sono formati i multipli appena citati, è possibile vedere come ci sia correlazione tra il modello di crescita stabile e l'utilizzo stesso dei multipli.

Multiple Analyzed	Stable-Growth DDM Model
Value of equity	$P_0 = \frac{DPS_1}{k_e - g_n}$ or $P_0 = \frac{FCFE_1}{k_e - g_n}$
P/E ratio (using current earnings)	$\frac{P_0}{EPS_0} = P/E = \frac{\text{Payout ratio} \times (1 + g_n)}{k_e - g_n}$
P/E ratio (using forward earnings)	$\frac{P_0}{EPS_1} = P/E = \frac{\text{Payout ratio}}{k_e - g_n}$
PEG ratio	$PEG = \frac{\text{Payout ratio}}{g(k_e - g_n)}$
P/FCFE	$\frac{P_0}{FCFE_1} = \frac{1}{k_e - g_n}$
Market-to-book equity	$\frac{P_0}{BV_0} = P/BV = \frac{ROE \times \text{Payout ratio} \times (1 + g_n)}{k_e - g_n}$
Price-to-sales ratio	$\frac{P_0}{Sales_0} = PS = \frac{\text{Profit margin} \times \text{Payout ratio} \times (1 + g_n)}{k_e - g_n}$

(6) Fonte: A. Damodaran, "Damodaran on Valuation"

È quindi visibile in che modo possono variare tali multipli a seconda di parametri che, erroneamente, vengono considerati come esclusivamente appartenenti ad una valutazione di tipo assoluto.

I Multipli di Valore

Se i precedenti multipli si basano sul valore dell'equity, i value multiples si basano invece sul cd. Enterprise Value, ottenuto valutando l'azienda nel suo complesso o i suoi asset operativi. La principale caratteristica di questi multipli è la loro maggiore semplicità di utilizzo, in quanto sono più facili da trattare rispetto agli equity multiples nei casi in cui le aziende oggetto di comparazione abbiano strutture finanziarie differenti.

Anche in questo caso, ovviamente, questi multipli hanno bisogno di due fattori per essere calcolati: in primis si necessita di una stima del valore dell'azienda o dei suoi asset operativi come numeratore, mentre come denominatore si utilizzano misure come fatturato, utili o valore contabile.

Il valore dell'azienda, ossia l'Enterprise Value, nel suo computo presenta le stesse criticità riscontrate nel calcolo del valore del capitale proprio (come, ad esempio, liquidità e opzioni) e in più presenta due ulteriori problemi, relativi a partecipazioni detenute in altre aziende e cosa includere quando si parla di debito.

Una distinzione poi necessaria da dover effettuare è quella che riguarda il cd. Firm Value e il già citato Enterprise Value. In particolare, si può stabilire che

$$\textit{Firm Value} = \textit{Market Value of Equity} + \textit{Market Value of Debt}$$

$$\textit{Enterprise Value} = \textit{Market Value of Equity} + \textit{Market Value of Debt} - \textit{Cash Holdings}$$

Si nota come la differenza tra i due riguarda esclusivamente la presenza della liquidità nel computo, dunque l'Enterprise Value in ultima istanza può essere considerato come il valore di mercato degli asset operativi dell'azienda.

Anche nel caso dell'Enterprise Value bisogna prendere in considerazione il valore delle opzioni citate precedentemente ed anche delle partecipazioni azionarie detenute dall'azienda oggetto di valutazione: specialmente queste ultime poi ricoprono un ruolo d'importanza e il loro trattamento può pregiudicare i risultati ottenuti. Solitamente, infatti, si preferisce utilizzare il valore dell'azienda al netto di tali partecipazioni detenute, in quanto queste soggette alle fluttuazioni di mercato.

Il secondo fattore da dover scegliere quando si opera con multipli di valore deve essere scelto in accordo con il principio di consistenza e dunque deve riguardare l'azienda nel suo complesso piuttosto che l'equity, come nel caso precedente. Anche in questo caso si possono effettuare delle distinzioni circa queste variabili, identificando:

• **Earnings Variables:** se nel caso precedente si utilizzavano gli utili nel loro complesso o gli EPS, in questo caso bisogna considerare gli “utili” che si riferiscono all’intera azienda e non solamente agli azionisti. In questo caso, dunque, sono tre le principali misure utilizzate per rappresentare gli utili operativi, ossia

1) EBITDA: si tratta degli Earnings before Interests, Tax, Depreciation and Ammortization, misura che può tranquillamente essere paragonata al Margine Operativo Lordo e che può essere considerata come un’approssimazione del flusso di cassa operativo generato dall’azienda prima delle tasse e dei reinvestimenti.

2) EBIT: ossia gli Earnings before Interests and Taxes, dunque nient’altro che l’EBIDTA al netto delle D&A

3) Earnings before interests but after taxes: si tratta del convertire l’utile operativo in un valore post-tassazione.

Queste tre variabili sono tutte calcolate prima di considerare eventuali operazioni tra partecipate/partecipanti e di conseguenza si riferiscono solamente l’azienda oggetto di valutazione, in accordo con quanto detto precedentemente circa il valore della stessa.

• **Book Value Variables:** si tratta di utilizzare i valori contabili degli asset aziendali, al netto della liquidità e partecipazioni in altre società. La seguente tabella mostra in che maniera associare correttamente tali valori contabili al relativo fattore di valore aziendale:

Book Value Measure	Value Measure
Book value of capital = Book value of equity + Book value of debt	Firm value = Market value of equity + Market value of debt
Book value of noncash (invested) capital = Book value of equity + Book value of debt - Cash	Enterprise value = Market value of equity + Market value of debt - Cash
Book value of consolidated capital = Book value of equity + Book value of debt - Cash + Minority interests (book value)	Enterprise value = Market value of equity + Market value of debt - Cash + Market value of minority interests

(7) Fonte: A. Damodaran, “Damodaran on Valuation”

• **Ricavi:** in questo caso i ricavi risultano una variabile consistente, essendo questi riferiti all'azienda nella sua totalità.

• **Activity Variables:** ultima categoria di variabili da utilizzare come denominatore, si tratta di variabili legate alla misura dell'attività operativa, andando dal numero di unità prodotte al numero di clienti. Sono quindi fattori strettamente dipendenti dalle performance operative dell'azienda

Di seguito si elencano i principali multipli appartenenti alla categoria dei Value Multiples.

Value to Operating Earnings Multiples

Si tratta di dividere l'Enterprise value per uno dei fattori appartenenti alla prima categoria di variabili prima citata.

$$\text{Valore/Utili Operativi} = \frac{EV}{EBITDA}$$

$$\text{Valore/Utili Operativi} = \frac{EV}{EBIT}$$

$$\text{Valore/Utili Operativi} = \frac{EV}{EBIT(1 - T)}$$

Value to Book Multiples

In questo secondo caso si divide il valore, arbitrariamente scelto tra Firm Value (FV) o Enterprise Value (EV) per il Valore Contabile (BV) dell'azienda, prestando attenzione a mostrare coerenza tra il numeratore e il denominatore: nel caso dell'EV si dovrà utilizzare un BV al netto della liquidità, mentre nel caso contrario no. I multipli sono i seguenti, dunque:

$$\frac{FV}{BV} = \frac{\text{Market Value of Equity} + \text{Market Value of Debt}}{\text{Book Value of Equity} + \text{Book Value of Debt}}$$

$$\frac{EV}{BV} = \frac{\text{Market Value of Equity} + \text{Market Value of Debt} - \text{Cash}}{\text{Book Value of Equity} + \text{Book Value of Debt} - \text{Cash}}$$

Value to Revenues

In questo ultimo caso si tratta semplicemente di dividere l'Enterprise Value per i Ricavi.

$$\text{Value to Revenues Multiple} = \frac{EV}{\text{Sales}}$$

Con i value multiples si conclude anche la descrizione del processo e degli strumenti utilizzati nel contesto di un'analisi relativa. Come si può notare, pur essendo strutturalmente differente rispetto ad una valutazione assoluta, le componenti su cui si basa sono estremamente correlate con le componenti del primo tipo di valutazione.

Una corretta valutazione dovrebbe dunque tener di conto, così come indicato dal GIV, di numerosi componenti e soprattutto del fatto che non esiste una sola via per ottenere i risultati, ma che il raggiungimento di questi è frutto dell'unione di più prospettive differenti, alle volte anche in contrasto tra loro.

Purtroppo, o per fortuna, le valutazioni sono compiute da esseri umani che, come tali, possono utilizzare gli strumenti a disposizione nei modi più differenti, usando l'apporto di assunzioni diverse, rendendo impossibile l'ottenimento di risultati uguali per tutti, nonostante si possa pensare il contrario. Un chiaro esempio si può vedere proprio nell'utilizzo dei multipli; logicamente la scelta del multiplo o dei multipli usati in fase di valutazione è puramente soggettiva, ma spesso a seconda dell'azienda che si sta analizzando e del mercato in cui questa opera, potrebbero preferirsi alcuni multipli ad altri o, addirittura, calcolarne di specifici ed inusuali.

Se nel caso delle banche e delle assicurazioni i multipli più comuni sono il P/BV o il P/E, in settori come quello delle costruzioni si preferiscono multipli come EV/EBITDA o EV/EBIT, così come anche per quei settori riguardanti il Food&Beverage, i Materiali da Costruzione o la Manifattura in generale e i Media. Inoltre, possono essere utilizzati tanto valori correnti quanto prospettici, a seconda dei casi. Per quanto riguarda l'adozione di multipli non convenzionali, si pensi ai business che si

basano su abbonamenti, come la TV via cavo, ossia settori in cui uno dei mutipli sviluppati è quello che rapporta al valore aziendale il numero di iscritti, ossia EV/Subscribers. Ancora, per settori molto specifici come Petrolio e Gas si usano anche multipli come EV/EBITDAX, ossia escludendo le “spese di esplorazione”, oppure EV/EBITDAR, quando vi sono significanti spese concernenti affitti e leasings.

CAPITOLO 3 – IL CASO BIRKENSTOCK

3.1 - Birkenstock: storia e descrizione dell'azienda¹

Birkenstock è un'azienda specializzata nella realizzazione di calzature, con una lunga storia che vede le sue origini nel lontano 1774. I prodotti di Birkenstock sono nel tempo variati, adattandosi sempre in maniera migliore alle esigenze del tempo e mostrando solidità tanto dal punto di vista manifatturiero quanto dal punto di vista strategico. Si può affermare che il successo di cui gode oggi l'azienda pone le sue radici profondamente nella dedizione con cui la famiglia da cui deriva il nome si è occupata di approfondire e tramandare l'arte calzaturiera, ottenendo, nei secoli, un vero e proprio tesoro di esperienze di altissimo valore.

Attualmente, Birkenstock è un marchio internazionale, i cui prodotti sono venduti in circa 90 paesi nel mondo, in tutti i continenti, e la cui fama le permette di inserirsi agevolmente nella top five mondiale dei marchi di calzature. Allo stesso tempo, risulta essere il marchio tedesco più famoso e riconosciuto al mondo. Nonostante la grande spinta internazionale di cui oggi può godere, l'azienda ha da sempre reso note le sue intenzioni nel mantenere salde le sue radici, risultando ad oggi uno dei maggiori datori di lavoro dell'intera industria calzaturiera tedesca, in quanto circa un quarto dei dipendenti del settore lavora per l'azienda. La maggior parte della produzione, inoltre, viene tutt'oggi effettuata nei suoi stabilimenti tedeschi.

Nei primi anni di attività la famiglia si concentra principalmente sull'attività di calzolaio, come attestato dall'iscrizione del fondatore Johan Adam Birkenstock nel registro ecclesiastico della sua città, Langen-Bergheim, in Assia, Germania

Successivamente, grazie all'ampliamento e allo spostamento dell'attività attraverso due botteghe a Francoforte, il mastro calzolaio Konrad Birkenstock attua per la prima volta un radicale cambiamento, che sarà un momento cardine della storia dell'azienda. Da quel momento in poi, infatti, Birkenstock cercherà di specializzarsi sempre di più nella produzione e vendita di solette flessibili, concependo per la prima volta l'idea di scarpa plastica su misura: in pochi anni sono numerose le conferenze specialistiche a cui l'azienda prende parte e innumerevoli diventano i contatti con esperti del settore e corporazioni, al fine di stipulare contratti per produrre scarpe con il plantare.

¹Fonte: <https://www.birkenstock.com/it/>

Tra il 1925 e il 1932 si ha un altro importante salto nella storia aziendale, grazie all'acquisizione di uno stabilimento dotato di una vasta area produttiva, in quanto l'ampia clientela continuava a crescere, così come la domanda per il loro prodotto principale, ossia il plantare "Blaues Fussbett". In questi anni si terranno anche numerosi corsi di formazione, divenuti successivamente famosi in quanto consigliati dai medici stessi, promuovendo così il "Sistema Carl Birkenstock". Tale sistema trovava fondamento dell'idea di "camminata naturale" e nell'utilizzo delle scarpe concepite per la salute di chi le indossa. Il libro in cui veniva spiegato tale sistema diventa il libro specialistico di ortopedia del piede più venduto al mondo.

Dagli anni Sessanta in poi il business cambia nuovamente, introducendo sul mercato il primo sandalo con plantare flessibile, di fatto ponendo le basi per l'odierno settore delle scarpe comode. Birkenstock già allora riuscì a detenere una posizione di avanguardia a livello mondiale, anche grazie a determinati strumenti in grado di rendere la personalizzazione delle calzature ancora più marcata ed efficace.

Dal '90 in poi l'azienda decide anche di implementare nei processi produttivi sempre più pratiche sostenibili, segnando un vero e sentito impegno sotto il punto di vista ambientale. L'ampliamento e la modernizzazione dell'apparato produttivo hanno reso poi tali pratiche ambientali sempre più diffuse e facilmente implementabili facendo diventare Birkenstock un modello unico a livello internazionale. Allo stesso tempo vengono creati vari marchi di licenza per offrire gruppi di prodotti affini o complementari aggiuntivi.

È però dal 2000 in poi che si ha un'ulteriore svolta significativa che impatta sul business dell'azienda. In quegli anni, infatti, Birkenstock diventa un vero e proprio complesso industriale, compiendo con successo il passaggio da un'unione slegata di quasi 40 aziende che operavano singolarmente ad un unico gruppo omogeneo che si occupa allo stesso tempo di produzione, distribuzione e servizi annessi. Sono anche gli anni in cui nel management non si trovano più esclusivamente figure appartenenti alla famiglia, ma anche dei veri e propri esperti aziendali, che man mano assumono cariche sempre più centrali all'interno del panorama aziendale. L'impatto di una direzione più esperta e meno familiare lo si nota anche nel fatto che il produttore di scarpe comode inizierà a conquistare nuovi campi strategici di attività, nuovi mercati e gruppi target, estendendo la sua linea di prodotto e incentrando l'attenzione principalmente su quattro temi, che ancora oggi possono essere visionati sul loro sito web: dormire e abitare in salute, lavorare in salute, piedi sani nonché corsa e vita all'insegna della salute.

Birkenstock, attraverso la sua storia, rappresenta una delle aziende più longeve e in crescita tra quelle che si possono trovare al giorno d'oggi: il suo core business, pur rappresentando inizialmente una

nicchia di mercato, si è espanso, grazie all'abilità del management nel saper interpretare correttamente i cambiamenti nelle abitudini di consumo e nei pensieri dei consumatori e ciò lo si può notare dal fatto che l'azienda è tutt'oggi in attività. A ciò poi si associa anche la capacità della direzione di trovare la propria identità nel panorama mondiale, in un ambiente in cui sempre di più vengono preferiti prodotti a prezzo basso e di qualità scadente, in cui si punta principalmente ad applicare il maggior margine possibile, spesso ignorando altri temi chiave come quelli inerenti al rispetto ambientale e alla sostenibilità. Nuovamente, le azioni intraprese dal management di Birkenstock mostrano solide basi sia dal punto di vista strategico che no e ciò è stato ben interpretato dal mercato, che ha portato ad una sempre più consistente crescita fino al momento in cui è stato ritenuto necessario effettuare un'importante mossa strategica: la quotazione in borsa.

3.2 - La compagine azionaria²

Al giorno d'oggi, Birkenstock presenta una capitalizzazione di mercato pari a circa 8 miliardi e mezzo di dollari, per un totale di 187.825.592 azioni. Per comprendere al meglio la composizione della sua compagine azionaria, è utile trattare brevemente quanto accaduto nel febbraio 2021, periodo in cui la maggioranza dell'azienda tedesca è stata acquisita per un'operazione dal valore stimato di 4 miliardi di euro.

L'acquisizione della maggioranza di Birkenstock è avvenuta da parte del fondo di investimento L-Catterton, controllato a sua volta dal colosso del lusso LVMH³. Tale acquisizione ha confermato due tendenze principali, ossia il fatto che vi sia molto interesse da parte delle aziende di lusso "tradizionale" nei confronti di prodotti casualwear e sportswear, oltre che, collegato a quanto appena detto, sempre più clienti richiedono tali prodotti comodi. Nell'operazione un ruolo importante è stato ricoperto anche dalla stessa finanziaria della famiglia Arnault, ossia Financière Agache.

² Fonte: <https://it.marketscreener.com/quotazioni/azione/BIRKENSTOCK-HOLDING-PLC-160375221/azienda/>

³ Fonte: <https://www.ilsole24ore.com/art/moda-fondo-colosso-francese-lvmh-controllo-sandali-birkenstock-ADQZTMB>

Nel maggio 2024 l'azionariato di Birkenstock si configura principalmente come segue:

- *Catteron Management Co. LLC* – 81,08%
- *Financière Agache* – 5,51 %
- *Durable Capital Partners LP* – 2,16 %
- *Norges Bank* – 1,9%
- *BAMCO Inc.* – 1,5%
- *T. Rowe Price Investment Management* – 1,5 %
- *Morgan Stanley Investment Management* – 1,5 %
- *Healthcare of Ontario Pension Plan Trust Fund* – 1,25 %
- *Capital Research & Management Co.* – 0,78%

3.3 - I prodotti di Birkenstock

Birkenstock Holding plc, già Birkenstock Holding Limited, è la società madre di Birkenstock Group B.V. & Co. KG e le sue filiali. Birkenstock è un marchio globale che ha sviluppato un portafoglio unisex di prodotti basati su plantare, con le sue iconiche Core Silhouette, Madrid, Arizona, Boston, Gizeh e Mayari. L'Azienda produce e vende prodotti basati sul plantare, tra cui sandali, silhouette a punta chiusa e altri prodotti, come la cura della pelle e gli accessori, per tutti i giorni, il tempo libero e il lavoro. L'Azienda vende i suoi prodotti attraverso due canali principali: business-to-business (B2B) (che comprende le vendite effettuate a reti consolidate di negozi di terzi) e direct-to-consumer (DTC) (che comprende le vendite effettuate nei negozi online di proprietà globale tramite il dominio Birkenstock.com e le vendite effettuate nei negozi al dettaglio Birkenstock). L'Azienda opera in quattro segmenti basati sui suoi hub regionali: Americhe; Europa; Asia, Sud Pacifico e Australia; Medio Oriente, Africa e India.⁴

⁴ Fonte: <https://it.marketscreener.com/quotazioni/azione/BIRKENSTOCK-HOLDING-PLC-160375221/>

3.4 - L'IPO di Birkenstock: la valutazione aziendale

I motivi per cui in un certo momento della sua storia un'azienda decide di effettuare un'operazione di IPO (Initial Public Offering) sono molteplici e l'azienda in questione non ha pensato diversamente. Dal semplice reperimento di nuovi capitali alla maggiore trasparenza ed affidabilità che un'azienda quotata riesce a trasmettere rispetto ad una non quotata, possiamo riassumere in due parole tali motivazioni: affermazione e crescita.

Ciò che un'azienda, implicitamente, intende trasmettere, attraverso una quotazione in borsa, riguarda in primis il lanciare un messaggio nei confronti dei suoi investitori attuali e potenziali: sottoporre la propria azienda al complesso processo con cui determina un prezzo che, per molti, rappresenterà l'effettivo valore dell'impresa, trasmette chiaramente che il management è sicuro delle proprie potenzialità ed è cosciente dei punti di forza e di debolezza del business. Non a caso i momenti in cui un'azienda decide di quotarsi sono quelli in cui si è più certi della propria redditività e del proprio valore: se a questi periodi si hanno congiuntamente periodi di crescita, si ha un incentivo ulteriore a quotarsi.

Proprio di crescita bisogna parlare in merito alle quotazioni in borsa. Nella loro essenza, le quotazioni permettono all'azienda di reperire nuovo capitale attraverso il piazzamento di titoli presso il pubblico: tanto più questi titoli acquistano valore, tanto più poi l'azienda potrebbe sfruttare tali dinamiche per effettuare nuovi investimenti e aumentare complessivamente la sua redditività. L'obiettivo ultimo è sicuramente quello di ottenere e mantenere una crescita sostenibile nel tempo.

È quindi chiaro come un processo di valutazione aziendale ricopra un ruolo chiave nel processo di IPO: la collocazione dei titoli sul mercato, infatti, è frutto tanto di abilità di negoziazione quanto di dati che supportano le proprie tesi. Collocare un'azione ad un prezzo piuttosto che ad un altro deve essere fatto in maniera consapevole, capendo tutte le dinamiche che potrebbero impattare negativamente sull'azienda, in caso di errate stime. Il range di prezzo che è possibile desumere dal processo di valutazione aziendale, come visto in precedenza, è frutto in parte di stime che vengono effettuate in maniera arbitraria e non sempre ciò porta a risultati congrui con quelli preventivati. Considerando poi che sui mercati azionari regnano anche fattori come irrazionalità, paura e montature, è facile comprendere che l'esito dell'operazione dipende tanto dalla valutazione effettuata quanto dalle interpretazioni che di questa si effettuano.

Nel corso di questa disamina, verrà preso in considerazione come oggetto di analisi un interessante articolo a cura di A. Damodaran del 2023, in cui fornisce una propria interpretazione della valutazione dell'azienda in questione (prima che si quotasse) in modo tale da ottenere quello che per lui era un fair price delle azioni. In particolare, si prenderà come riferimento il modello del Discounted Cash Flow da lui sviluppato, andando ad analizzare le metodologie di calcolo dei vari fattori che in ultima istanza portano alla determinazione del valore di Birkenstock.

Andando a richiamare la teoria precedentemente trattata, possiamo riassumere l'utilizzo del DCF nel calcolo di alcuni fattori chiave, i quali verranno trattati singolarmente di seguito:

- Flussi di Cassa
- Tassi di Crescita
- Tassi di Sconto
- Terminal Value

I Flussi di Cassa di Birkenstock e Tassi di Crescita

Innanzitutto, è utile identificare il periodo prospettico e il periodo oltre l'orizzonte di piano: in questo particolare caso, a partire dall'anno 2023, si considera come piano previsionale un orizzonte di 10 anni e a partire dal decimo anno si considera una crescita stabile.

Birkenstock è stata, come già detto precedentemente, un'azienda che ha mostrato una solida crescita grazie al suo management e al suo business model: considerando l'anno 2020, quello precedente all'acquisizione da parte di LVMH, si può notare un fatturato pari a circa 728 milioni di euro che nel corso di due soli anni ha raggiunto e superato il miliardo. Per l'anno 2023 in particolare, sono stati stimati ricavi totali pari a poco meno di 1,5 miliardi di euro, nel caso in esame. Negli anni successivi, la stima dei ricavi è stata compiuta attraverso l'utilizzo di un tasso di crescita stimato del 25% nell'anno successivo (grazie a quello che nel successivo capitolo verrà definito "Effetto Barbie"), per poi attestarsi a circa il 15% fino al quinto anno. Tale stima è stata ottenuta considerando il mercato di riferimento, in cui Birkenstock si posiziona nel percentile più redditizio, dunque triplicando la media del tasso di crescita dei ricavi del settore (4,62%). In base all'analisi svolta, è stato stimato che durante il quinto anno prospettico si raggiungono e superano i 3 miliardi di euro di fatturato.

In accordo con la teoria del Three Stage Model, è possibile poi stimare un graduale calo del tasso di crescita, il quale, con il passare del tempo, tenderà a stabilizzarsi: in questo caso, il tasso di crescita

stabile, raggiunto al decimo anno previsionale e mantenuto stabile da quel momento in poi, in base alle assunzioni del modello. Il calo di tale tasso, che nel caso in esame passa dal 15% del quinto anno al 2,74% del decimo anno, viene ottenuto attraverso una progressione matematica, di arbitraria scelta. È già palese in questo caso come le assunzioni del modello giochino un ruolo primario, come detto precedentemente. Si stima quindi un totale del fatturato pari a poco più di 4 miliardi e mezzo, a partire dal decimo anno, i quali cresceranno ad un tasso del 2,76% annuo.

Nel modello si passa poi al calcolo dei costi, ottenuti in questo caso attraverso una percentuale sul totale dei ricavi: ciò è stato fatto principalmente in quanto, nel lungo termine, si punta ad ottenere un margine operativo stabile, che nel caso in questione può essere interpretato come un EBIT in percentuale del fatturato stabile. Nel modello si nota come Birkenstock abbia un elevato margine, dovuto anche a fattori che verranno discussi successivamente, in quanto la media del settore è del circa 14% (globale), quando quella dell'azienda in questione è, per il 2023, circa il 22,3%. Si fissa dunque un margine target, che in questo caso risulta essere del 25% e si assume inoltre una crescita organica del margine a partire da quello registrato nell'anno della valutazione, fino a raggiungere il target alla fine del periodo previsionale in un anno intermedio. Tale margine sarà anche quello che verrà utilizzato successivamente al periodo previsionale, dall'anno decimo in poi. Nel modello di Damodaran, Birkenstock risulta avere un EBIT prospettico che passa da circa 400 milioni del primo anno prospettico a circa 1,1 miliardi nel decimo anno. Nel lunghissimo termine, dunque si assume che Birkenstock mantenga un margine operativo di poco più di 1 miliardo di euro.

Si assume poi un'aliquota d'imposta, in questo caso pari al 30%, che andrà sottratta all'EBIT per ottenere una prima approssimazione del flusso di cassa operativo prospettico dell'azienda: considerando poi i reinvestimenti effettuati dall'azienda, il cui ammontare si basa sempre su assunzioni, si può ottenere una buona approssimazione dei flussi di cassa oggetto di indagine: nel caso in esame, sono stati stimati i seguenti FCFF, in migliaia di euro:

Anno	1	2	3	4	5
FCFF	186.743	226.346	266.964	314.673	400.152

Anno	6	7	8	9	10	10+
FCFF	483.523	568.847	651.629	726.800	746.714	629.629

Fonte: A. Damodaran, *Invisible, yet Invaluable: Valuing intangibles – The Birkenstock IPO*

Costo del Capitale e Terminal Value

Si passa dunque alla determinazione del costo del capitale di Birkenstock: avendo preso come riferimento i flussi di cassa FCFF, il costo del capitale da calcolare sarà, per essere coerenti, il WACC e non solo il costo dell'equity R_e .

Nel caso specifico, e dato il periodo in cui tale modello è stato formulato, il Risk-Free Rate ammontava al 2,74%, considerando i bond statali, mentre il premio di mercato (ERP, Equity Risk Premium) a 5,48%. L'ERP è stato calcolato a partire dalle regioni di operatività dell'azienda, soppesando l'ERP specifico di ciascuna area per un dato peso, scelto a seconda delle aree di operatività stesse del business. Per quanto riguarda il Beta, ultima componente per valutare il solo costo dell'equity, questo ammonta a 0,96.

In seguito, in base al rating dell'azienda e al tax rate assunto, si determina un costo del debito pari al 3,84%.

Considerando l'ammontare totale di equity e del debito, si giunge ad un WACC pari al 7,45%: anche in questo caso è necessaria fare un'ulteriore assunzione, ossia specificare come nel modello considerato tale costo del capitale aumenta nel tempo, raggiungendo in ultima istanza un valore di 7,74%. Attraverso tali valori si possono poi calcolare i relativi fattori di attualizzazione specifici di ogni anno, oltre che al terminal value dell'azienda. I fattori di attualizzazione mostrano ovviamente un andamento decrescente, a causa di quanto si affermava circa il valore del tempo, mentre per quanto riguarda il valore terminale, questo lo si ottiene dividendo l'ultimo flusso di cassa previsionale (segnato al tempo "10+" nella precedente tabella) per il valore del WACC assunto a partire dall'ultimo anno in poi.

Il Valore di Birkenstock

Si hanno così tutti gli elementi necessari ad effettuare una valutazione dell'azienda in questione.

Innanzitutto, si può partire dalla somma dei valori attuali di ciascun FCFF individuato: moltiplicando ciascun flusso per il fattore di attualizzazione relativo all'anno in questione (ottenuto utilizzando come tasso di sconto il WACC) si può notare come il valore attuale cumulativo dei flussi di cassa per i 10 anni del periodo previsionale sia di circa 2.8 miliardi di euro.

A questa cifra va poi sommato il terminal value, ottenuto, come detto in precedenza, dividendo l'ultimo flusso di cassa calcolato per il WACC relativo al periodo di maturità, al netto del tasso di crescita stabile stimato. Il terminal value in questo caso sarà di circa 12,5 miliardi di euro. Tale valore, però, ha come riferimento l'anno 10, dunque deve essere nuovamente attualizzato per permettere il confronto con gli altri flussi di cassa. Il valore attuale del terminal value risulta essere di circa sei miliardi.

Considerando gli ultimi due risultati calcolati e sommandoli, si giunge ad un valore complessivo degli asset operativi di circa 8,9 miliardi di euro. Si assume poi un rischio di default dell'azienda pari allo 0% e si procede andando a calcolare il debito che questa detiene. Tale debito, che nel caso in questione ammonta a circa 1.87 miliardi, deve essere sottratto al valore degli asset operativi, in modo da trovare l'effettivo valore dell'equity.

Si considerano infine i proventi ricevuti con il processo di IPO e la liquidità detenuta dall'azienda, andando a sommarli, per ottenere il valore dell'equity dell'azienda in questione che, in questo caso e secondo le stime del modello, risulta essere intorno agli 8,3 miliardi di euro.

Nel caso dell'IPO, il passaggio successivo è quello di dividere tale valore per il numero di azioni, ottenendo così il prezzo della singola azione. Stimando, nel caso del modello, un numero di azioni pari a 202 milioni, si ottiene un prezzo di circa 41,33 euro ad azione. Nell'ottica di un investitore, tale valore andrebbe confrontato con l'effettivo prezzo di emissione, decretando se tale valore è sovrastimato o sottostimato. Dal punto di vista dell'offerente, invece, il prezzo per azione ricercato non è singolo, ma si tratta di un intervallo e il prezzo finale scelto è frutto di accordi da emittitore e investitori istituzionali.

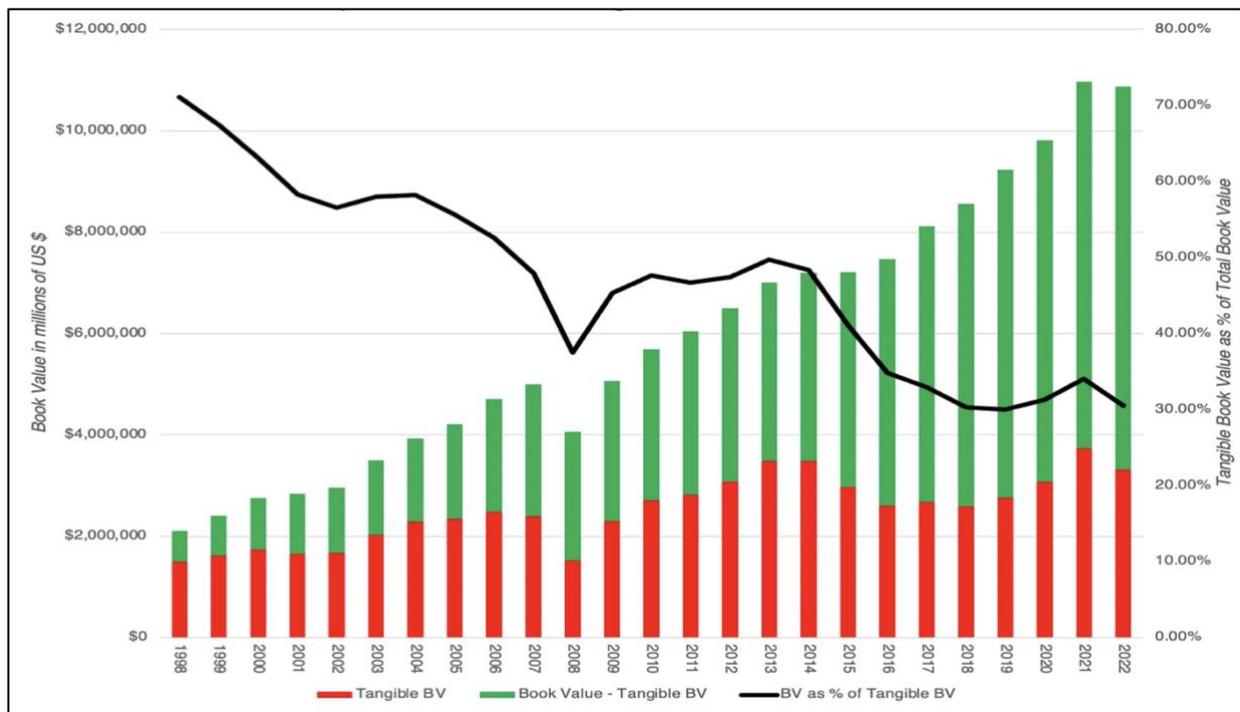
3.5 - La valutazione di Birkenstock: il ruolo degli intangibili

Una interessante chiave di lettura è quella che riguarda il ruolo degli intangibili nel processo di valutazione dell'azienda. Per intangibili, come fa intuire la parola stessa, si intendono tutte quelle risorse e quella parte di patrimonio che un'azienda non può incorporare in beni fisici: si tratta essenzialmente di una serie di assets che non possono essere visti, toccati o misurati in maniera univoca. Nonostante ciò, gli intangibili svolgono spesso e sempre maggiormente un ruolo chiave all'interno di qualsiasi azienda, che si tratti di manifattura o di servizi. Per meglio comprendere in che modo gli intangibili assumono un ruolo primario all'interno delle imprese, si pensi ai brevetti, licenze o marchi, che rappresentano quella che assume il nome di proprietà intellettuale, oppure a fattori puramente competitivi, come il capitale umano, i processi organizzativi e l'innovazione che contraddistingue un'impresa. Tutti questi elementi sono indispensabili per un'azienda e con l'avanzare del tempo e il conseguente passaggio da un'economia prettamente manifatturiera ad un'economia di servizi e tecnologia, il loro ruolo ha avuto un impatto sempre più importante. Non da meno accade in fase valutativa, con la differenza che se dal punto di vista qualitativo è più semplice capire gli effetti degli intangibili su un'azienda o su un'economia, dal punto di vista quantitativo la questione è molto più articolata. È stato visto come il processo di valutazione mira a stimare il valore di un'azienda basandosi o sulla capacità che questa ha di generare flussi di cassa oppure sulla base delle valutazioni effettuate su altre aziende comparabili: capire quale valore attribuire agli intangibili fa spesso la differenza, portando a valutare un'azienda in maniera superiore o inferiore rispetto ad un'altra. L'importanza degli intangibili nel contesto valutativo e la particolare cura che a questi bisogna destinare è relativamente recente, anche se è possibile immaginare come da sempre ci si sia chiesti del loro effettivo ruolo in un'azienda: non è impensabile che, durante gli anni, nel valutare aziende non si sia messo in conto anche, a titolo di esempio, la forza del nome del marchio o il fatto che si detenessero determinati brevetti (si pensi alle case farmaceutiche, in quest'ultimo caso).

È chiaro dunque che gli intangibili giochino un ruolo chiave e come il dibattito riguardante questi si sia inasprito specialmente negli ultimi venti anni, rappresentando oramai questi una percentuale molto consistente del complessivo valore attribuibile ad un'azienda. Affermare quanto di preciso in media continuo gli intangibili nel valore aziendale risulta complesso, specialmente in quanto, come già affermato, è difficile dare univocamente un valore a ciascuno di essi, ma per capire maggiormente il loro impatto nella storia e nell'economia basta vedere quali aziende figurano nelle prime dieci posizioni in merito a capitalizzazione di mercato durante i vari decenni: se negli anni '80 ben otto

aziende su dieci erano aziende manifatturiere o petrolifere, nel 2020 tra le aziende di maggiore capitalizzazione di mercato figurano Apple, Aramco, Microsoft, Amazon, Facebook, JP Morgan Chase e Visa, mostrando un chiaro cambiamento nel paradigma. Il problema si infittisce maggiormente se si considera che un altro cambiamento che ha impattato sui mercati finanziari è la quotazione non più di sole aziende stabili e quasi mature, ma anche di aziende più giovani che hanno intenzione di scalare velocemente il loro business. In fase di valutazione, dunque, si ha una maggiore difficoltà circa quanto valore deriva da investimenti che queste giovani società hanno già effettuato e quanto valore bisogna attribuire invece alle aspettative che si creano sulla crescita di queste aziende. Se da un lato, infatti, si possono valutare le aziende tramite dati storici e informazioni contenute nei bilanci, oltre che da precedenti modelli e valutazioni, nel caso di aziende giovani parte del valore trovato si basa su assunzioni di possibili investimenti e del possibile introito che questi potrebbero generare.

Uno dei principali ostacoli circa il dibattito che riguarda gli intangibili è sicuramente il se e il come questi debbano essere considerati all'interno del bilancio: tale questione presenta non poche conseguenze, se si considera il semplice stato patrimoniale, in cui l'obiettivo è quello di contenere tutto ciò che un business possiede in termini di attività e passività. Si può fare un semplice paragone tra il modo in cui vengono trattate solitamente le spese che riguardano immobilizzazioni materiali e quello in cui vengono trattati alcune categorie di intangibili. Si pensi alle Capex (Capital Expenditures) e al modo in cui queste vengono originate e inserite in bilancio: tali spese infatti vengono solitamente separate rispetto alle spese operative correnti e solo una piccola porzione di queste, che si riferisce all'ammortamento o alla svalutazione, viene trattata come spesa corrente. La restante parte invece trova collocazione all'interno dello stato patrimoniale che figura come immobilizzazioni materiali. Riferendosi invece alle spese riguardanti gli intangibili, queste non hanno un chiaro iter come quello delle capex, in quanto spesso non vengono trattate in maniera consistente, come nel caso di spese di ricerca e sviluppo o le spese associate al costruire la propria reputazione aziendale o ancora alcune riguardanti le proprie risorse umane. Tutte queste spese vengono trattate nella quasi totalità dei casi come spese correnti, imputando non correttamente dal punto di vista contabile, di fatto, l'effetto di queste sul valore aziendale. Tutto ciò ha anche delle conseguenze dal punto di vista dei risultati aziendali, in quanto il trattamento di determinati costi come spese correnti o spese da capitalizzare potrebbe incidere su valori chiave come utili o reddito operativo. Il seguente grafico permette di capire agilmente il ruolo effettivamente rivestito da beni intangibili nel panorama aziendale (in questo caso considerando aziende USA dal 1988 al 2022).



(8) Fonte: A. Damodaran, "Invisible, yet Invaluable: Valuing Intangibles - The Birkenstock IPO"

È possibile notare come il valore degli asset tangibili espressi relativamente al complessivo Book Value sia scesa da circa il 70% al 30% nel corso di circa 40 anni.

La questione degli intangibili non è nuova, come già detto, e attualmente grandi passi in avanti sono stati fatti e vengono tutt'oggi fatti, basi pensare ai principi contabili internazionali come gli IFRS e gli IAS. Ciò però non è ancora sufficiente e vi è necessità di accelerare quanto più i processi di modernizzazione e regolamentazione, anche in virtù di fornire apporti utili e quanto più veritieri ad analisti.

Gli intangibili hanno dunque un valore intrinseco, che si può riversare sia in maniera diretta che in maniera indiretta, influenzando su altre misure e altri valori: ed è proprio sui collegamenti indiretti che spesso vengono commesse le misinterpretazioni principali oppure vengono effettuate sovrastime o sottostime eccessive. Tutto ciò ha ovviamente impatto sul valore dell'azienda e tanto più gli errori si possono cumulare e influiscono su altre misure, tanto più vi sarà un discostamento tra il valore trovato e l'effettivo valore dell'azienda. Può essere utile in questo caso visualizzare i principali aggregati su cui alcuni intangibili possono avere effetto, modificando in ultima istanza il valore aziendale ricercato.

- Crescita dei ricavi: di base sono funzione dell'ampiezza del mercato di riferimento e della propria percentuale di mercato detenuta, alcuni intangibili potrebbero impattare su tale crescita, come nel caso di un management particolarmente visionario oppure, ad esempio, connessioni forti con governi. In questo modo si potrebbero trovare nuovi mercati e in generale registrare una maggiore crescita dei ricavi.
- Margini Operativi: anche in questo caso intangibili come marchio, reputazione e protezione legale aiuterebbero ad ampliare i propri margini operativi, andando possibilmente ad aumentare gli eventuali utili conseguiti. L'effetto principale lo si ha sul pricing e su eventuali efficienze di costo. Tali effetti potrebbero portare in ultima istanza un aumento del valore aziendale.
- Crescita: anche in merito alla crescita del proprio business si può constatare l'effetto degli intangibili circa la possibilità di scalare il proprio business, anche attraverso innovazioni di prodotto e/o processi. I business che hanno maggiori possibilità di scalare in maniera rapida e poco costosa mostrano ovviamente un valore maggiore, dovuto a maggiori flussi di cassa.

Queste tre variabili in particolare e soprattutto gli effetti degli intangibili connessi, hanno impatto sulle aspettative dei flussi di cassa di un'impresa e quindi si hanno possibili variazioni sia con l'utilizzo di modelli valutativi assoluti che con l'utilizzo di modelli relativi.

Allo stesso modo l'effetto degli intangibili può essere riscontrato circa i costi del capitale proprio e del debito.

- Costo del Capitale Proprio: aziende che possono accedere al mercato di capitali in maniera semplice e "sicura" hanno un costo del capitale minore
- Costo del Debito: la storia creditizia dell'azienda insieme alle eventuali connessioni con governi e al nome stesso del marchio riescono a far sì che il costo per prendere in prestito capitale sia minore rispetto al caso contrario.

Ovviamente questi sono solo alcuni degli aspetti più palesi a cui gli intangibili possono contribuire, tanto in maniera positiva quanto negativa, ma si intuisce agilmente che hanno un ruolo fondamentale tanto nel contesto aziendale quanto in ambito valutativo. Nulla vieta inoltre che nel tempo possano entrare in gioco altri fattori che impatteranno in maniera più o meno marcata le misure prima descritte: si pensi, in questo caso, alla sempre più rilevanza delle politiche ESG nel contesto aziendale.

Un interessante articolo di A. Damodaran nel 2023 approfondisce il discorso riguardante gli intangibili e, allo stesso tempo, offre un chiaro esempio del loro ruolo proprio nel caso di Birkenstock. In particolare, viene offerta un'analisi tanto qualitativa quanto quantitativa circa i vari intangibili di Birkenstock da cui parte del valore totale dell'azienda deriva. È utile anche sottolineare l'approccio utilizzato dallo stesso Damodaran al fine di quantificare il peso, all'interno del valore aziendale, di ciascuno dei principali intangibili di cui gode l'azienda, di fatto andando a misurare l'incidenza di ciascuno di questi sul totale. Tale approccio, ovviamente, non è l'unico che può essere utilizzato e soprattutto, come meglio verrà specificato successivamente, si basa su delle necessarie assunzioni, che se trattate in maniera differente potrebbero far variare i differenti risultati ottenuti. Nel corso della seguente analisi, dunque, più che concentrarsi sui meri numeri sarà interessante capire il meccanismo di fondo e gli effetti prodotti da ciascuno degli aspetti esaminati. È quindi possibile distinguere dal punto di vista qualitativo i seguenti principali intangibili di cui Birkenstock gode:

- *Brand*: la forza del marchio e del suo nome sul panorama delle calzature internazionale gioca sicuramente un ruolo chiave. Non solo ciò è desumibile dalla storia stessa dell'azienda, che, come è stato già visto, risulta essere una dei leader di settore in merito alla sua attività, ma anche dal fatto che l'azienda stessa può permettersi di applicare politiche di prezzo più aggressive, in maniera tale da aumentare i propri margini, facendo dunque pagare un premio proprio in funzione di ciò che rappresenta. In primis si può dire che parte del suo prestigio, oltre che dalla sua storia, dalla sua mission, ossia quella di assicurare un impareggiabile comfort delle calzature senza sacrificare la propria salute fisica: qualità e design si fondono nelle calzature commercializzate in modo tale da mantenere salda la reputazione costruita nei decenni ed è anche per questo che molte delle attività non sono state esternalizzate in paesi differenti dalla Germania. In secondo luogo, vi è la capacità dell'azienda di non uniformarsi necessariamente alle tendenze di mercato, rimanendo unici in ciò che producono e nel modo in cui producono, rendendo le calzature una vera e propria icona nel panorama mondiale.

- *Management*: sicuramente uno dei ruoli più importanti all'interno del contesto aziendale, il management ha la possibilità tanto di affossare un'azienda quanto di elevarla estraendone quanto più potenziale possibile. Ed è proprio questo quanto accaduto con Birkenstock, la quale ha potuto vedere una grande crescita negli anni anche grazie al management visionario, al business plan di lungo termine e alle varie scelte che sono state effettuate nel corso del tempo. Scelte che, inoltre, non sono

mai state compiute in maniera tale da modificare radicalmente la natura dell'azienda o che abbiano impattato negativamente sulla sua immagine.

- *Celebrità*: non è recente il fatto che molte celebrità hanno nel tempo mostrato pubblicamente l'utilizzo di prodotti dell'azienda e questo, in un mercato del genere, rappresenta un grande plus. Essendo le calzature, al giorno d'oggi, non solo percepite in base alla loro funzione strumentale, ma anche in base alla loro funzione "estetica", avere delle icone della cultura pop che indossano i prodotti di Birkenstock sicuramente non può aver fatto altro che giovare l'azienda. È spesso a causa di questi fenomeni che si instaurano nelle persone meccanismi emulativi di qualsiasi sorta, definendo ultimamente una maggiorazione del valore di una società, tanto di quello percepito quanto di quello effettivo.

- *L'effetto Barbie*: strettamente collegato al punto precedente, ma di portata talmente significativa da meritare una netta distinzione, è poi l'effetto dovuto all'uscita e al successo del film "Barbie". Essendo stato questo un vero e proprio film di straordinario successo commerciale (cd. "Blockbuster"), e diventando il quattordicesimo film con maggiori incassi nella storia del cinema, è semplice capire come l'apparizione e il ruolo ricoperto dalle calzature Birkenstock all'interno del film abbia generato un vero e proprio picco nella domanda delle stesse. È certo che l'effetto di tale picco nel tempo svanisce, ma ciò non toglie che, essendo il film uscito poco prima dell'effettiva IPO, questo abbia giocato un ruolo significativo nel processo valutativo; nulla toglie che, pur svanendo il picco della domanda che si è potuto registrare in quel periodo, nel futuro la domanda stessa si possa stabilizzare a livelli superiori rispetto a quelli pre-picco, determinando in ultima battuta un aumento di valore dell'azienda.

La modalità di calcolo del valore aggiunto che Damodaran propone si basa essenzialmente sull'identificazione del parametro aziendale su cui maggiormente incide un intangibile e sullo stimare gli effetti che lo stesso ha sul parametro in questione. Tale metodo, pur non essendo l'unico, è facilmente applicabile e inoltre facilmente visualizzabile. Per ciascun intangibile, dunque, dopo aver associato la principale misura su cui incide, vengono ipotizzati due scenari differenti, ossia un primo scenario in cui è presente l'intangibile (e dunque il suo effetto sul parametro scelto) e un secondo scenario caratterizzato dall'assenza dell'intangibile. A seconda dello scenario preso in considerazione si avranno delle assunzioni differenti che andranno ad impattare il proprio modello di valutazione

fornendo dei risultati dissimili tra loro: dalla differenza di questi due valori aziendali, si potrà percepire l'apporto dell'intangibile.

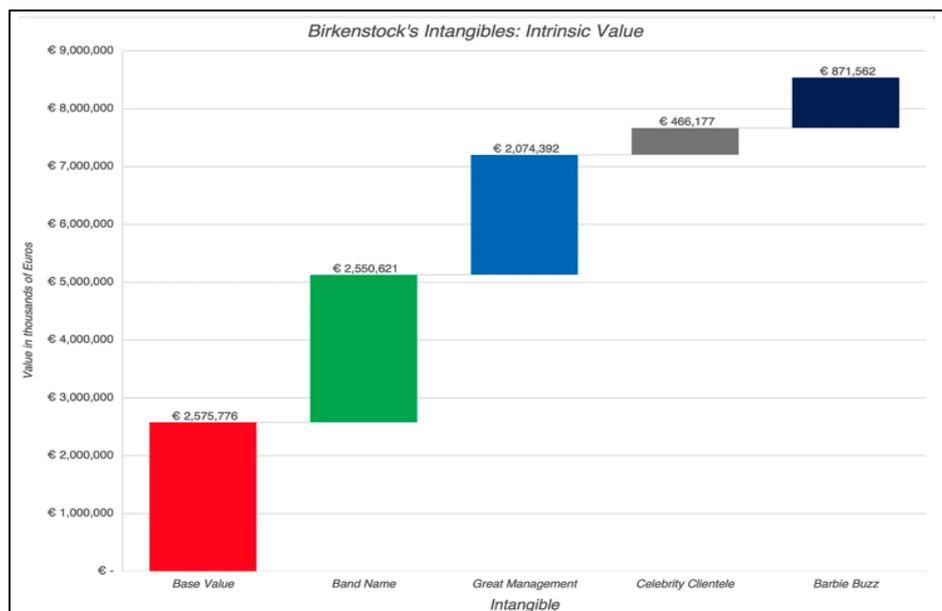
Nel caso specifico, per esempio, si potrebbe considerare il tasso di crescita dei ricavi: prendendo in esame un periodo previsionale di dieci anni, sarebbe possibile stimare l'impatto della visione del management sul valore aziendale, ipotizzando in un primo caso un tasso di crescita composto annuo (cd. CAGR) pari all'8,66% (rappresentante la media del tasso di crescita annuo composto delle principali grandi aziende di abbigliamento e calzature) e in un secondo caso un CAGR del 15%. Ecco come la crescita dei ricavi futuri ha impatto sulla valutazione, facendo sì che si ottengano flussi di cassa maggiori oppure multipli maggiori: dalla differenza tra il valore aziendale con un CAGR pari al 15% e tra il valore aziendale con un CAGR pari alla media di mercato è possibile apprezzare l'effetto di un intangibile, ossia il "buon management", sul valore totale aziendale. In questo caso, per Damodaran, tale valore si attesta intorno ai 2 miliardi di dollari.

Volendo prendere in esame l'effetto provocato dal film Barbie, allora si potrebbe pensare che grazie a questo, nell'anno successivo alla sua anteprima nei cinema, ci si potrebbe aspettare una crescita dei ricavi straordinaria, che potrebbe essere stimata attraverso l'aumento del numero di ordini causato dal film. Ecco come nel modello valutativo utilizzato, si potrebbe ipotizzare che nel primo anno il CAGR non è più quello del 15% dovuto al management, ma aumenta arrivando, per esempio, al 25%. Nuovamente cambierebbero i flussi di cassa o i multipli, favorendo una valutazione maggiore di cui si potrebbe calcolare l'impatto facendo la differenza tra questa e quella precedentemente trovata. In tal caso, Damodaran attesta tale valore intorno agli 871 milioni circa.

Di nuovo, se si pensa all'effetto che potrebbero apportare le celebrità che usano i prodotti dell'azienda in generale, si potrebbe stimare uno scenario che prevede una crescita distribuita in maniera pari a quella delle comparabili, oppure in un rapporto maggiore, che Damodaran stima essere, in termini di valore, pari a circa 466 milioni di dollari.

Infine, è possibile vedere l'effetto del nome del marchio stesso, che permette come detto precedentemente, di applicare un premium price, facendo sì che si ottengano margini maggiori: se la media del margine del settore di riferimento risultava essere circa 14.74%, nel caso di Birkenstock questa presentava un margine del 23%, facendo alzare la valutazione aziendale, secondo le stime di

Damodaran, di circa 2 miliardi e mezzo di dollari. La seguente tabella riassume in maniera facilmente intellegibile una possibile scomposizione del valore degli intangibili di Birkenstock, così come descritto finora. Nuovamente, si sottolinea come questi numeri siano solo frutto di stime e dunque opinabili, ma ciò non toglie come la metodologia usata sia utile a comprendere quanto impattano gli intangibili in un'azienda.



(9) Fonte: A. Damodaran, "Invisible, yet Invaluable: Valuing Intangibles - The Birkenstock IPO"

Tralasciando le effettive cifre, è possibile vedere che gli intangibili giocano un ruolo cruciale, tanto dal punto di vista strategico quanto dal punto di vista valutativo. Se in base a poche, ma fondamentali, assunzioni uno stesso modello valutativo utilizzato può fornire dei risultati tanto divergenti, allora sicuramente vuol dire che tali assunzioni debbano essere trattate con estrema cautela e debbano essere frutto di accurate stime, oltre al fatto che bisognerebbe provarne la dimostrabilità. Nel caso in esame, per esempio, utilizzando lo stesso modello valutativo si può tranquillamente constatare come gli intangibili, in base alle stime effettuate, rappresentino gran parte del valore totale: volendo poi ricordare che il risultato di una valutazione non è mai univoco, è però comprensibile come l'impatto degli intangibili non possa essere trascurato o trattato con poca attenzione, in quanto potrebbe sensibilmente far variare i risultati ottenuti, andando alle volte a creare divergenze sostanziali circa l'argomento del valore. Allo stesso modo, dal punto di vista strategico, Birkenstock è il chiaro esempio di come gli intangibili, se ben amministrati, possono portare all'ottenimento di un corposo vantaggio competitivo, il quale poi si declina automaticamente in una maggiore creazione di valore

(e dunque una maggiore valutazione): brand, reputazione e management sono solo alcuni degli asset di questa categoria che possono risultare cruciali per il successo a lungo termine delle aziende.

Le diverse interpretazioni degli effetti degli intangibili potrebbero aver portato in fase di valutazione delle sovrastime, il cui effetto si è potuto vedere nel brevissimo termine: un esempio potrebbe essere quello dell'effetto Barbie, che potrebbe aver condotto ad una sovrastima dei ricavi previsti o all'utilizzo di multipli più elevati. La scomposizione del peso degli intangibili prima discussa, mostra come possano sopravvenire delle chiare criticità in fase valutativa, anche in virtù delle differenti interpretazioni di fattori non propriamente osservabili ed univocamente misurabili.

Ad oggi la questione inerente al trattamento degli intangibili in fase di valutazione è ancora in atto e sempre più metodologie di calcolo e di rendicontazione di questi stanno venendo sviluppate: altresì il loro ruolo dal punto di vista strategico (e dunque inerente alla creazione di valore) è ormai palese, spingendo quindi ad una più stringente ed accurata regolamentazione. Se è stato infatti posto un focus maggiore sul loro effetto positivo, si pensi invece al caso contrario, ossia quello in cui un'azienda mostra scarsa capacità di pianificazione strategica, condizioni di lavoro non adatte, cattiva reputazione e così via: in tal caso sarebbe anche possibile notare come il valore aziendale risulta essere addirittura inferiore a quello ottenuto meramente considerando il valore contabile delle sue attività al netto delle passività. Ci si troverebbe in questo caso in presenza, anziché di Attività Intangibili (cd. Intangible Assets), di Passività Intangibili (cd. Intangible Liabilities), ma la discussione dal punto di vista accademico è tutt'ora in atto. Il caso di Birkenstock fa notare agevolmente come, dato un modello valutativo, cambiando poche ma decisive assunzioni riguardanti le misure su cui determinati intangibili hanno peso, si possono ottenere dei valori sensibilmente differenti, dunque bisogna necessariamente agire con cura nel trattamento di questi.

3.6 - I multipli di Birkenstock

Infine, è interessante osservare le modalità attraverso cui si può effettuare una valutazione tramite multipli, considerando i valori a sei mesi dall'IPO, ossia quelli disponibili al momento della scrittura di questo elaborato. In tal modo è possibile sia osservare l'altro metodo valutativo trattato oltre al DCF, sia osservare in che modo sono cambiate le grandezze chiave oggetto di analisi. Come detto precedentemente, i multipli ci permettono di effettuare un'analisi del tutto empirica, basata sul rapporto tra grandezze desumibili dai bilanci, sia passati che prospettici, che permette anche un immediato confronto con le altre aziende comparabili. Nel caso in esame, i dati sono stati ottenuti attraverso la piattaforma Bloomberg e risalgono a metà maggio 2024.

Partendo proprio dai bilanci di Birkenstock, si possono notare tre periodi ben distinti, ossia quello passato rispetto al momento dell'indagine (dunque che si riferisce ai bilanci dal 2020 al 2023), quello attuale, a cui invece fanno riferimenti valori desumibili dall'andamento dell'azienda a partire da inizio 2024 fino al momento dell'indagine (dunque valori "parziali", ossia che fanno riferimento solamente al primo trimestre dell'anno) e infine valori prospettici, che invece riguardano previsioni circa l'andamento complessivo del 2024 e quello del 2025. Di seguito vengono riportati i dati, in cui figurano voci principali quali Capitalizzazione di mercato (se disponibile), Ricavi, Utili lordi e netti, EBITDA, EPS, Spese Capitali e Cash Flows.

In Milioni di EUR fine di 12 mesi	FY 2020 09/30/2020	FY 2021 09/30/2021	FY 2022 09/30/2022	FY 2023 09/30/2023	LTL/corr 03/31/2024	FY 2024 Stm 09/30/2024	FY 2025 Stm 09/30/2025
Capitalizzazione mercato	—	—	—	—	10.335,0		
- Cash, equivalenti	96,2	235,3	307,1	344,4	175,7		
+ Preferred e altro	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0		
+ Debito tot	220,4	1.922,7	2.082,7	1.983,1	1.501,2		
Valore avviamento	—	—	—	—	11.660,9		
Ricavi, rett	727,9	962,0	1.242,8	1.491,9	1.632,4	1.781,2	2.092,2
% Crescita a/a	—	32,2	29,2	20,0	21,2	19,4	17,5
Utile lordo, rett	399,6	437,1	749,8	925,8		1.067,7	1.263,8
% Margine	54,9	45,4	60,3	62,1		59,9	60,4
EBITDA, rett	191,4	172,5	398,8	417,3		545,2	649,6
% Margine	26,3	17,9	32,1	28,0		30,6	31,0
Redd net, rett	101,3	81,8	187,1	110,4	123,6	235,5	320,6
% Margine	13,9	8,5	15,1	7,4	7,6	13,2	15,3
EPS, rett	—	-0,09	1,02	0,60	0,66	1,26	1,71
% Crescita a/a	—	—	—	-40,80	-28,44	108,83	35,37
Cash da operazioni	192,2	175,8	166,2	246,7			
Spese capitali	-19,8	-16,3	-70,8	-102,2	-59,5	-139,3	-78,0
free cash flow	172,4	159,5	95,4	144,6		164,8	410,5

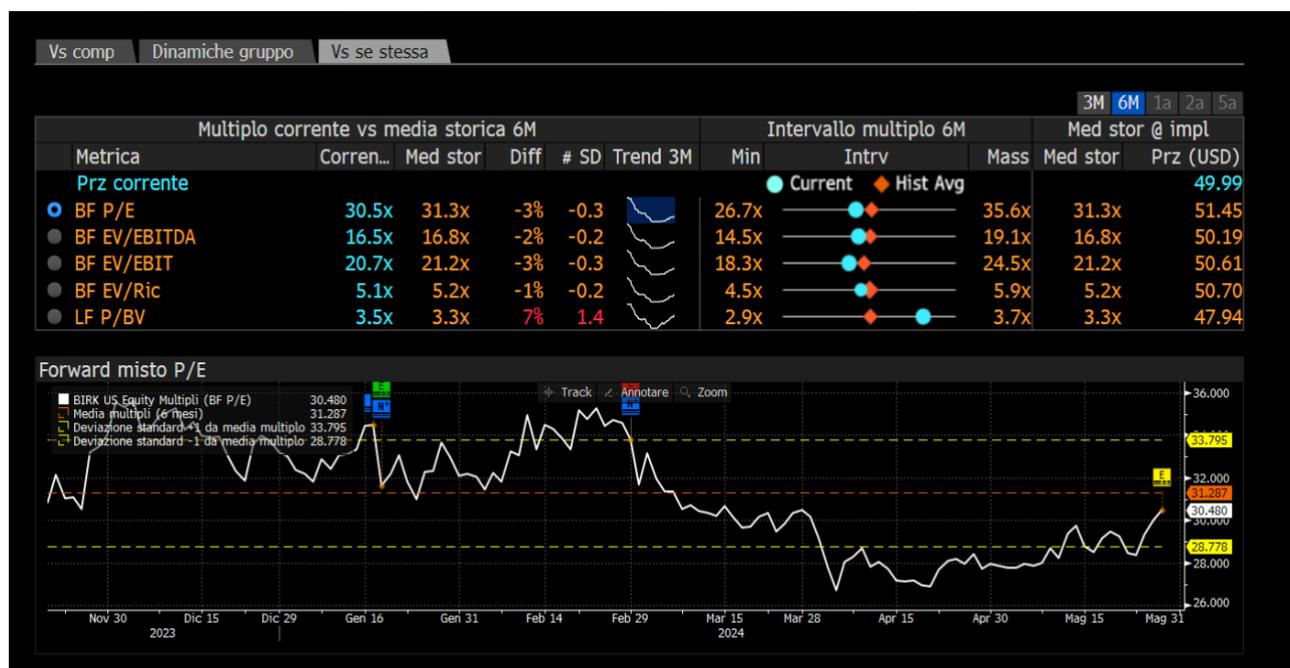
(10) Fonte: Bloomberg

Interessante notare anche i valori relativi alla crescita annua dei Ricavi, i quali risultano man mano minori, in accordo con il Modello a Tre Stadi ipotizzato da Gordon, che passano da un picco nel periodo 2021-2022, proprio prima dell'IPO, ad un valore (seppur prospettico) più stabilizzato ed inferiore.

Si può passare adesso all'analisi dei principali multipli di Birkenstock, ossia

- P/E (30,5x)
- EV/EBITDA (16.5x)
- EV/EBIT (20.7x)
- EV/ Ricavi (5.1x)
- P/BV (3.5x)

Di seguito vengono riportati nel dettaglio i dati tratti dal terminale Bloomberg.



(11) Fonte: Bloomberg

Ciò che appare utile confrontare, in questo caso, sono i valori attuali con quelli medi del periodo considerato, rispetto i quali si possono apprezzare le differenze: nel caso di Birkestock, i valori si discostano in negativo, rispetto alla media storica a 6 mesi, di un ammontare compreso tra l'1% e il 3%, eccezion fatta per il P/BV che invece è aumentato del 7%. Tali informazioni possono essere

considerate positivamente, in quanto sinonimo di stabilità a causa della bassa oscillazione dei valori considerato l'arco temporale e anche considerando i multipli del cluster di comparabili.

Per apprezzare ancor di più il dettaglio dell'analisi, infatti, è possibile confrontare i multipli di Birkenstock con quelli delle sue comparabili, ossia le seguenti aziende: Capri Holdings, Adidas, Puma, Kering, Prada, Calida Holding e On Holding⁵. In questo caso si riportano i premi dei multipli considerati rispetto alle comparabili, dunque la differenza in percentuale (che può essere tanto in aumento quanto in diminuzione) di Birkenstock rispetto alla media corrente del gruppo. Di seguito si riportano i dati nel dettaglio:

Analisi di BIRK US multipli- Premio/Comp										
Metrica	Attuale vs 6M Premio medio storico					6M Intrv premio storico			Med stor @ impl	
	Corren...	Med stor	Diff	# SD	Trend 3M	Min	Intrv	Mass	Multipli	Prz (USD)
Prz corrente							● Current	◆ Hist Avg		49.99
1) BF P/E	17%	28%	-11%	-0.7		5%		61%	33.3x	54.74
2) BF EV/EBITDA	24%	39%	-14%	-1.0		19%		67%	18.4x	55.67
3) BF EV/EBIT	3%	15%	-12%	-0.9		-3%		44%	23.0x	55.52
4) BF EV/Ric	87%	104%	-16%	-0.9		77%		140%	5.6x	54.88
5) LF P/BV	-24%	-17%	-6%	-0.9		-29%		-1%	3.8x	55.37

(12) Fonte: Bloomberg

Come si può notare, in quattro casi su cinque Birkenstock presenta dei premi rispetto ai suoi competitors, che vanno da un valore minimo del 3% per quanto riguarda il multiplo EV/EBIT fino ad un massimo pari a 87% nel caso del multiplo EV/RIC. Anche in questo caso il P/BV si comporta in maniera differente, presentando uno sconto rispetto alla media dei competitors (-24%) nonostante l'aumento del multiplo prima sottolineato. Inoltre, tali multipli si attestano molto vicini ai minimi registrati, piuttosto che ai massimi, ben al di sotto della media storica raggiunta.

⁵ Fonte: Bloomberg, Birkemstock, Metrica P/E, Società simili vs media gruppo (Dinamiche di Gruppo)

È utile riportare a questo punto anche gli stessi multipli per ciascuno dei competitors, evidenziandone la media.

Name	Ticker	BF P/E	BF EV/EBITDA	BF EV/EBIT	BF EV/Ric	LF P/BV
Birkenstock Holding Plc	BIRK US	30,4805	16,4897	20,654	5,1207	3,5261
Premio corrente a media comp		17,1367	24,2468	3,3241	87,4212	-23,6378
Media (Including BIRK US)		26,0213	13,2717	19,9896	2,7322	4,6176
On Holding AG	ONON US	45,7687	29,0745	39,9416	4,8333	9,5867
Calida Holding AG	CALN SW	17,7447	7,3426	14,36	0,9793	2,2655
adidas AG	ADS GR	48,1365	17,9892	32,8973	1,9066	8,9119
Puma SE	PUM GR	17,6435	7,7896	11,8827	0,9214	2,5483
Kering SA	KER FP	16,8408	9,9152	14,2336	2,7969	2,5975
Capri Holdings Ltd	CPRI US	7,9562	7,0024	9,2905	1,3835	2,4931
PRADA SpA	1913 HK	23,5995	10,5705	16,6567	3,916	5,0119

(13) Fonte: Bloomberg

Si nota agevolmente come Bloomberg, in tutti i casi tranne uno (P/BV) mostri dei multipli più alti della media, calcolata tenendo in considerazione Birkenstock stessa: a parità di denominatore, dunque, rispetto alla media altre aziende mostrerà un valore o un prezzo maggiore.

In che modo, dunque, tutti questi dati impattano sulla valutazione di Birkestock? Ebbene secondo un recente articolo di Michael J. Maouboussin e Dan Callahan⁶, i multipli più utilizzati in ambito di valutazione di imprese e azioni sono il P/E ed il EV/EBITDA, e già basandosi esclusivamente su questi due, si nota agevolmente come il mercato attribuisca a Birkenstock un premio rispetto ai competitors, denotando come all'azienda si attribuiscono performance superiori in termini di prospettive di crescita, efficienza operativa e posizionamento stesso di mercato. Allo stesso tempo, si potrebbero considerare anche migliori risultati circa le strategie di marketing e innovazione dell'azienda e della sua solidità finanziaria. La qualità del marchio è dunque indubbiamente riconosciuta, anche come è possibile vedere dalle analisi storiche trattate precedentemente e, da ultimo, la presenza di tali multipli (e il loro andamento nel tempo) riflette come la situazione in cui versa l'azienda sia interpretata con grande fiducia da parte del mercato, pur implicando questi anche un maggiore e costante impegno al fine di soddisfare e superare le aspettative degli investitori.

⁶ Fonte: Morgan Stanley, Valuation Multiples: what they miss and why they differ. Aprile 2024

CONCLUSIONI

Attraverso questo breve excursus è stato possibile comprendere in che maniera la pratica della valutazione sia fondamentale sia dal punto di vista interno all'azienda che dal punto di vista esterno, ai fini di una migliore gestione e rendicontazione delle performances, per pratiche inerenti alle garanzie societarie o ai fini dello sviluppo stesso dell'azienda.

Il concetto di valore è stato analizzato partendo dalla prima concezione dello stesso fino ad arrivare al dominante ruolo che al giorno d'oggi ricopre nel contesto aziendale. Altresì è stata discussa la differenza tra il concetto di valore e quello di prezzo, spesso confusi tra di loro, ma che in realtà fanno riferimento a sfere completamente differenti. La sempre più grande attenzione posta nei confronti del processo valutativo ha portato poi all'elaborazione di differenti metodologie di individuazione e calcolo del valore aziendale e all'identificazione di best practices da utilizzare in ambito valutativo, come proposto dal Giudizio Integrato di Valutazione e, per esempio, dai Principi di Valutazione Italiani. Il focus, dunque, nel tempo si è spostato, non concentrandosi più esclusivamente sugli strumenti utilizzati, quanto anche sulle motivazioni stesse della valutazione e il contesto macro e microeconomico in cui versa l'azienda oggetto di valutazione: il tutto viene infatti ricompreso in uno dei "pilastri" fondamentali della valutazione, ossia la base informativa (congiuntamente all'analisi fondamentale).

Successivamente sono state analizzate le due principali metodologie di valutazione diffuse e utilizzate al giorno d'oggi, che si basano, rispettivamente, su approcci assoluti e su approcci relativi. La prima metodologia si basa sul calcolo e sull'attualizzazione delle variazioni di cassa dell'azienda, identificando sia flussi strettamente pertinenti alla gestione operativa, che flussi invece disponibili ai singoli azionisti: considerando poi il costo opportunità, la presenza di passività ed altre grandezze contabili, si giunge in ultima istanza al valore aziendale, quale frutto delle prospettive future dell'azienda stessa. Nel caso invece delle valutazioni a stampo relativo, vengono invece considerate una serie di aziende che presentano determinati requisiti di comparabilità, e sulla base di queste si cerca di calcolare il valore dell'azienda oggetto di valutazione attraverso il rapporto di determinate grandezze contabili, attraverso il calcolo dei cosiddetti indici: ciascun settore predilige l'uso di determinati indici su altri, così come lo si può scegliere in base all'azienda e al suo business di riferimento. Nessuno dei due metodi è quello univocamente corretto, in quanto ognuno presenta punti di forza e debolezza, dunque una buona valutazione deve tener di conto del confronto dei risultati ottenuti dalle diverse metodologie utilizzate.

Per capire in che modo poi la valutazione è un processo che necessita di soggettività, seppur in una minima parte, è stato analizzato un recente caso di IPO, ossia quello di Birkenstock, focalizzandosi anche sulla presenza dei cosiddetti intangibili, ossia delle attività caratterizzate dal fatto di non poter essere materialmente visualizzate o misurate in maniera univoca, ma che, sempre di più, svolgono un ruolo di rilievo all'interno del contesto aziendale. La loro presenza, ovviamente, ha impatti anche sul valore aziendale e il loro trattamento può incidere in maniera più o meno preponderante all'interno del computo, a seconda delle assunzioni che si fanno e del modo in cui gli intangibili vengono considerati. Nel caso in esame si propone l'analisi di alcuni degli intangibili che maggiormente hanno impatto su Birkenstock, come la presenza di un management visionario, la potenza e la storia del marchio e le diverse collaborazioni. Attraverso una semplice metodologia è stato possibile vedere in che modo ciascuno di questi contribuisce alla creazione del valore aziendale, andando a studiare le voci su cui tali intangibili agiscono, sia in maniera diretta che no.

Per concludere l'analisi sulle metodologie di valutazione riguardanti l'azienda, sono stati trattati i principali multipli che questa presenta a maggio 2024, periodo di scrittura del presente elaborato: sono stati dunque osservati i valori ed è stata effettuata una comparazione rispetto alle medie storiche ed anche rispetto ai competitors appartenenti al cluster di comparabili.

Infine, è possibile affermare la centralità del processo di valutazione nel contesto aziendale, sottolineando come questo non sia un semplice calcolo algebrico da effettuare, ma come invece sia frutto di analisi approfondite di settore, dell'azienda in questione e dell'ambiente competitivo in cui opera: vi è bisogno di chiarezza, trasparenza e dimostrabilità in un simile processo, in quanto necessariamente vi sarà bisogno di effettuare stime, assunzioni e di fornire pareri che, da ultimo, impatteranno sulla valutazione stessa e sull'obiettivo per cui questa è stata effettuata.

BIBLIOGRAFIA E SITOGRAFIA

BIBLIOGRAFIA

- *Beneda, N. (2003). Estimating free cash flows and valuing a growth company. Journal of Asset Management, 4(4), 247–257.*
- *Berk, J., & DeMarzo, P. (2023). Corporate Finance, Global Edition.*
- *Biancone, P. P. (2006). Le attività immateriali, l'avviamento e l'impairment nei bilanci. Principi contabili internazionali (IAS/IFRS) e US GAAP.*
- *Brealey, R. A., & Myers, S. C. (2020). Principi di finanza aziendale.*
- *Broekema, M. J. R. (2020, April 1). Cognitive bias in the judgment of business valuations and valuers : how systematic patterns of irrationality affect entrepreneurs, legal professionals and business valuers.*
- *Caroli, M. (2021). Economia e gestione sostenibile delle imprese.*
- *Chandrasekhar, K., Viswanath, K. &., & R, V. S. (2010). Advanced Corporate Finance.*
- *Clausen, S., & Hirth, S. (2016). Measuring the value of intangibles. Journal of Corporate Finance, 40, 110–127.*
- *Damodaran, A. (1995). Investment valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset.*
- *Damodaran, A. (2016). Damodaran on valuation: Security Analysis for Investment and Corporate Finance.*
- *Damodaran, A. (2008). Strategic risk taking: A Framework for Risk Management.*
- *Fazzini, M. (2018). Business valuation: Theory and Practice.*
- *Guatri, L., & Bini, M. (2009). Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende.*

- Jing, L., Nissim, D., & Thomas, J. K. (2002). *Equity valuation using multiples*. *Journal of Accounting Research*, 40(1), 135–172.
- Madden, B. J. (2017). *The purpose of the firm, valuation, and the management of intangibles*. *The Bank of America Journal of Applied Corporate Finance*, 29(2), 76–86.
- Mercer, Z. C., & Harms, T. W. (2020). *Business valuation: An Integrated Theory*.
- Miciuła, I., Kadhubek, M., & Stępień, P. (2020). *Modern Methods of Business Valuation—Case study and New Concepts*. *Sustainability*, 12(7), 2699.
- Mishkin, F.S., Eakins, S.G., Beccalli, E. (2019). *"Istituzioni e mercati finanziari"(Nona Edizione)*, Pearson
- Oriani, R., & Iacovone, D. (2023). *Le nuove sfide della valutazione d'azienda. Innovazione, sostenibilità e competenze*.
- Pinto, J. E. (2015). *Equity asset valuation*
- Pozzoli, S., Bottega, D., & Zamboni, M. (2022). *Valutare una azienda*.
- Salvi, A., & Salsa, R. (2022). *Valutazione d'azienda*.
- Schreiner, A., & Spremann, K. (2007). *Multiples and their valuation accuracy in European equity markets*. *Social Science Research Network*.
- Sharma, M., & Prashar, E. (2013). *A conceptual framework for relative valuation*. *The Journal of Private Equity*, 16(3), 29–32.
- Young, A. (1998). *Towards an Interim Statistical Framework: Selecting the Core Components of Intangible Investment*.

SITOGRAFIA

- Agicap. (2024, April 16). *Che cos'è il flusso di cassa e come calcolarlo*. Agicap. <https://agicap.com/it/articolo/cosa-e-il-flusso-di-cassa/>
- Azioni BIRKENSTOCK HOLDING PLC. (2024, May 23). MarketScreener. <https://it.marketscreener.com/quotazioni/azione/BIRKENSTOCK-HOLDING-PLC-160250578/>
- Beneda, N. L. (2003). *Estimating free cash flows and valuing a growth company*. *Journal of Asset Management*, 4(4), 247–257. <https://doi.org/10.1057/palgrave.jam.2240106>
- Birkenstock Italy | Shop online. (n.d.). <https://www.birkenstock.com/it-en>
- Crivelli, G. (2021, February 26). *Moda, al fondo del colosso francese Lvmh il controllo dei sandali Birkenstock*. *Il Sole 24 ORE*. <https://www.ilsole24ore.com/art/moda-fondo-colosso-francese-lvmh-controllo-sandali-birkenstock-ADQIZTMB>
- Damodaran, A. (2023, October 6). *Invisible, yet invaluable: Valuing Intangibles - The Birkenstock IPO*. *Musings on Markets*. <https://aswathdamodaran.substack.com/p/invisible-yet-invaluable-valuing>
- EBITDA multiples by industry chart. (n.d.). <https://howtoplanandsellabusiness.com/how-to-value-a-business/ebitda-multiples-by-industry/#:~:text=Note%20for%20a%20small%20business,financial%20performance%2C%20and%20financial%20metrics>
- Free cash flow valuation. (n.d.). CFA Institute. <https://www.cfainstitute.org/en/membership/professional-development/refresher-readings/free-cash-flow-valuation>
- Industry specific multiples — Valuation Academy. (n.d.). <https://valuationacademy.com/industry-specific-multiples/>
- *La quotazione in borsa di Birkenstock è stata deludente*. (2023, October 12). *Il Post*. <https://www.ilpost.it/2023/10/12/birkenstock-quotazione-deludente/>
- Mje. (2023, November 30). *What went wrong with the Birkenstock IPO – Michigan Journal of Economics*. <https://sites.lsa.umich.edu/mje/2023/11/30/what-went-wrong-with-the-birkenstock-ipo/>

- Team, C. (2023, November 22). *Free Cash flow to Firm (FCFF)*. Corporate Finance Institute. <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/financial-modeling/free-cash-flow-to-firm-fcff/>
- Team, C. (2024, February 14). *FCFF vs FCFE vs Dividends*. Corporate Finance Institute. <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/valuation/fcff-vs-fcfe-vs-dividends/#:~:text=The%20FCFF%20method%20utilizes%20the,the%20intrinsic%20value%20of%20equity>
- Thakur, M. (2023, October 30). *FCFF vs FCFE*. EDUCBA. <https://www.educba.com/fcff-vs-fcfe/>
- *What Are IPO proceeds?* (2023, September 11.). <https://www.sofi.com/learn/content/what-are-ipo-proceeds/>
- Yahoo Finance, *Birkensstock*. <https://it.finance.yahoo.com/quote/BIRK>