



Corso di laurea in Strategic Management

Cattedra Finanza Aziendale Avanzata

## **La valutazione dell'operazione di IPO: il Caso Iveco Group**

---

Prof. Adalberto Pellegrino

RELATORE

---

Prof. Arturo Capasso

CORRELATORE

---

Vincenzo Settipani

---

CANDIDATO

Anno Accademico 2023/2024





*Dedica eventuale (altrimenti eliminare questa pagina)*



# Indice

<b>Introduzione .....</b>	<b>5</b>
<b>Capitolo 1: IPO e Valutazione d'azienda .....</b>	<b>7</b>
1.1 IPO .....	9
1.1.1 Vantaggi e svantaggi della quotazione.....	9
1.1.2 Tipi di offerta .....	10
1.1.3 Processo di IPO.....	111
1.1.4 Underpricing .....	15
1.1.5 Costo di un IPO.....	17
1.2 <i>Metodo Discount Cash Flow</i> .....	18
1.2.1 Flussi di cassa e VAN .....	21
1.2.3 Terminal value .....	26
1.2.4 Vincoli alla crescita stabile .....	27
1.2.5 Analisi di sensibilità e analisi per scenari .....	28
1.3 <i>Modigliani Miller II: Indebitamento, rischio e costo del capitale</i> .....	29
1.3.1 Indebitamento e costo del capitale proprio .....	29
1.3.2 Capital budgeting e costo medio ponderato del capitale.....	30
1.3.3 Calcolo del WACC in presenza di vari tipi di titoli.....	31
1.3.4 Beta levered e unlevered .....	31
1.3.5 Tassazione .....	32
1.3.6 La formula del WACC .....	33
1.4 <i>Metodo dei multipli del valore</i> .....	34
1.4.1 Determinanti dei multipli del valore .....	36
1.4.2 Relazione tra i multipli e le proprie variabili .....	37
1.4.3 EV/EBITDA.....	39
1.4.4 EV/Ricavi .....	40
1.4.5 P/E .....	41

1.4.6	EV/EBIT .....	42
1.4.7	Processo di valutazione .....	43
1.4.8	I limiti dei multipli .....	44
1.4.9	Confronto dei metodi e conclusioni sulle tecniche di valutazione .....	45
<i>1.5</i>	<i>Informazioni, concorrenza e prezzi delle azioni</i> .....	47
1.5.1	Le informazioni si riflettono sul prezzo delle azioni.....	47
1.5.2	Concorrenza e mercati efficienti .....	48
1.5.3	Conseguenze per gli investitori e manager .....	48
1.5.4	Ipotesi del mercato efficiente e assenza d'arbitraggio a confronto .....	49
<b>Capitolo 2: Il settore dei veicoli commerciali.....</b>	<b>51</b>	
<i>2.1</i>	<i>Il settore dei veicoli commerciali</i> .....	56
2.1.1	Analisi della domanda .....	58
2.1.2	Analisi dell'offerta .....	61
<i>2.2</i>	<i>Gruppo Iveco S.P.A</i> .....	63
2.2.1	La storia di Iveco.....	688
2.2.2	SWOT Analysis.....	70
2.2.3	Gli investimenti .....	75
<i>2.3</i>	<i>Principali competitors</i> .....	79
2.3.1	Daimler Truck .....	80
2.3.2	Traton .....	82
2.3.3	Volvo .....	84
<i>2.4</i>	<i>Criticità del settore</i> .....	87
<b>Capitolo 3: La valutazione di Iveco S.P.A.....</b>	<b>91</b>	
<i>3.1</i>	<i>Riclassificazione dei bilanci</i> .....	91
3.1.1	Riclassificazione finanziaria dello Stato Patrimoniale.....	93
3.1.2	Riclassificazione “a costo del valore” del Conto Economico .....	97
3.1.3	Gli indici di bilancio.....	103
<i>3.2</i>	<i>Business plan</i> .....	105

<i>3.3 Valutazione con il Metodo DCF – FCFF</i> .....	108
3.3.1    Stima dei Free Cash Flow to the Firm.....	109
3.3.2    Definizione del valore di Iveco .....	111
<i>3.4 Valutazione con i Multipli del valore</i> .....	119
<i>3.5 Confronto dei risultati e conclusioni</i> .....	125
<i>3.6 Andamento del titolo</i> .....	125
<b>Conclusioni</b> .....	<b>131</b>
<b>Riferimenti bibliografici</b> .....	<b>135</b>
<b>Ringraziamenti (opzionale)</b> .....	Errore. Il segnalibro non è definito.



# Introduzione

Negli ultimi anni, il mercato dei veicoli commerciali ha subito una trasformazione significativa, caratterizzata da innovazioni tecnologiche, cambiamenti normativi e una crescente attenzione verso la sostenibilità. In questo contesto, l'IPO (Offerta Pubblica Iniziale) di Iveco rappresenta un evento cruciale non solo per l'azienda stessa, ma anche per l'intero settore. Fondata nel 1975, Iveco è emersa come un leader globale nella progettazione e produzione di veicoli commerciali, autobus e veicoli speciali. La decisione di quotarsi in borsa segna un passo importante verso l'espansione e la solidificazione della sua posizione nel mercato, consentendo all'azienda di raccogliere capitali per investimenti strategici e innovazioni.

La domanda di ricerca di questa tesi si concentra sulla stima del prezzo per azione di Iveco in vista della sua IPO e sul confronto tra tale stima e il prezzo effettivo di quotazione. L'obiettivo è comprendere le differenze tra il valore stimato e quello realizzato al momento della quotazione, analizzando le ragioni di eventuali discrepanze e le implicazioni per gli investitori e per la strategia futura dell'azienda. Per andare ad indagare questo argomento, nel primo capitolo ho trattato di un'analisi dettagliata del settore dei veicoli commerciali, esaminando le dinamiche di domanda e offerta, le tendenze emergenti e le sfide che le aziende devono affrontare. Questa analisi è fondamentale per comprendere il contesto in cui si inserisce l'IPO di Iveco, poiché le condizioni di mercato influenzano direttamente le decisioni strategiche dell'azienda. Viene inoltre esplorato il contesto economico e normativo che ha spinto Iveco a intraprendere il percorso dell'IPO, evidenziando le opportunità e i rischi associati a tale scelta.

Successivamente, il secondo capitolo si concentra specificamente sul Gruppo Iveco, analizzando la sua storia, la sua evoluzione e le strategie che hanno portato alla sua attuale posizione di mercato. Questo capitolo si collega strettamente al primo, poiché le sfide e le opportunità identificate nel settore influenzano direttamente le scelte strategiche di Iveco. Viene presentata una SWOT analysis per identificare i punti di forza, le debolezze, le opportunità e le minacce che l'azienda affronta nel contesto competitivo. Inoltre, si evidenziano le iniziative di innovazione e sostenibilità che Iveco ha intrapreso, sottolineando l'importanza di tali fattori nel processo di IPO. La capacità di adattarsi alle nuove esigenze del mercato e di investire in tecnologie sostenibili è cruciale per il successo dell'IPO e per il futuro dell'azienda.

Infine, il terzo capitolo si dedica alla valutazione di Iveco, analizzando i metodi di valutazione utilizzati per determinare il valore dell'azienda in vista dell'IPO. Questo capitolo è strettamente connesso ai precedenti, poiché una comprensione approfondita delle dinamiche di mercato e delle strategie aziendali è fondamentale per una valutazione accurata. Viene approfondito il metodo Discount Cash Flow (DCF) e si discute l'importanza di una corretta riclassificazione dei bilanci per una valutazione precisa. Inoltre, si esaminano le implicazioni dell'indebitamento e del costo del capitale, seguendo i principi di Modigliani e Miller, per comprendere come questi fattori influenzino le decisioni strategiche di finanziamento dell'azienda. La valutazione non è solo un esercizio numerico, ma deve riflettere le reali potenzialità di crescita e le sfide che Iveco si trova ad affrontare nel contesto attuale.

# Capitolo 1: IPO e Valutazione d'azienda

L'Initial Public Offering (IPO) rappresenta un momento cruciale nella vita di un'azienda, segnando il passaggio da società privata a società quotata in borsa. Questo processo complesso e articolato permette alle aziende di raccogliere capitali dai mercati finanziari, offrendo per la prima volta le proprie azioni al pubblico. L'IPO comporta diversi vantaggi, come l'accesso a nuove risorse finanziarie e una maggiore liquidità per gli investitori, ma presenta anche sfide e svantaggi, tra cui i costi associati all'aumento della trasparenza e i costi associati al rispetto delle normative, maggiormente stringenti per le società quotate in borsa (Berk, J. B., DeMarzo, P. M., Morresi, O., & Venanzi, D., 2018).

Il capitolo analizza i diversi aspetti e le fasi del processo di IPO, a partire dalla pianificazione iniziale fino all'aftermarket, comprendendo la strutturazione dell'offerta, il marketing e il processo di pricing. Inoltre, viene approfondito il ruolo degli intermediari finanziari e la struttura dei consorzi di collocamento, essenziali per il successo dell'operazione.

La valutazione aziendale è una componente fondamentale dell'IPO e richiede un'analisi dettagliata delle condizioni di mercato, dei comparabili, dei dati storici e previsionali dell'azienda. Il processo di valutazione si articola in fasi come il pitch, la due diligence, il pre-marketing e il bookbuilding, ognuna delle quali è cruciale per determinare il prezzo di offerta delle azioni. In questo contesto, verranno esaminati i principali approcci valutativi comunemente adottati nella valutazione d'azienda, tra cui (Berk, J. B., DeMarzo, P. M., Morresi, O., & Venanzi, D., 2018):

1. Il metodo del Discount Cash Flow (DCF), utilizzato sia con i flussi di cassa "to the firm" sia con i flussi di cassa "to equity". Questo metodo considera una prospettiva futura nella valutazione, rendendo cruciale la stima accurata dei prospetti economico-finanziari futuri nel periodo considerato. Grazie alla sua natura prospettica, il DCF è il metodo più utilizzato per valutare asset o aziende.
2. Il metodo Patrimoniale, suddiviso in semplice e complesso, che si concentra sulla definizione di un valore basato esclusivamente sullo stato patrimoniale. Questo metodo consente di ottenere un valore dell'azienda basato sugli asset più che sull'andamento dei risultati.
3. Il metodo dell'Economic Value Added (EVA), che si focalizza sul rendimento e sul costo del capitale investito operativo. Questo approccio misura la capacità dell'azienda di generare valore oltre il costo del capitale impiegato valutando i flussi economici e non finanziari.
4. Il metodo dei multipli del valore, in cui si analizzano tre distinti multipli: EV/EBITDA, EV/EBIT e EV/RICAVI. Questi metodi offrono un confronto diretto tra l'azienda in esame e altre aziende simili, basato su parametri finanziari economici e patrimoniali standardizzati.
5. Il metodo del Price/Earnings (P/E), che utilizza il rapporto prezzo/utili per valutare un'azienda. Il P/E si calcola dividendo il prezzo di un'azione per l'utile per azione (EPS). Questo metodo è particolarmente utile per valutare aziende

con utili stabili e offre un confronto immediato con altre società simili, basato sulla loro capacità di generare utili.

Inoltre, viene trattato il meccanismo della green shoe, una strategia utilizzata per stabilizzare il prezzo delle azioni post-IPO, e i requisiti per la quotazione su Borsa Italiana, che includono standard di free float, bilanci certificati e governance aziendale.

Infine, il capitolo esplora il fenomeno dell'underpricing, le sue cause e conseguenze, e fornisce un'analisi dettagliata dei costi associati a un'IPO, illustrando come questi possano variare a seconda delle dimensioni dell'offerta e delle condizioni di mercato. Attraverso questo esame, si offre una visione completa e integrata dei processi e delle dinamiche che guidano l'IPO e la valutazione aziendale, fornendo le basi per comprendere le strategie e le decisioni che le aziende devono affrontare per accedere ai mercati (Berk, J. B., DeMarzo, P. M., Morresi, O., & Venanzi, D., 2018).

## 1.1 IPO

L'Initial Public Offering (IPO) è il processo attraverso il quale una società vende per la prima volta le proprie azioni al pubblico. Questa operazione permette alle aziende di raccogliere fondi da investitori esterni, diventando così società quotate in borsa. Nel paragrafo 11.3, analizzeremo i dettagli delle IPO e discuteremo alcune delle questioni (Berk, J. B., DeMarzo, P. M., Morresi, O., & Venanzi, D., 2018).

### 1.1.1 Vantaggi e svantaggi della quotazione

I principali benefici della quotazione in borsa includono la possibilità di ottenere maggiore liquidità a disposizione dell'azienda per investimenti, con accesso più

agevole al capitale. Quando le aziende si quotano, offrono agli investitori l'opportunità di diversificare i loro portafogli. Inoltre, le aziende quotate solitamente ottengono più facilmente grandi quantità di capitale, sia durante l'IPO che in successive offerte di azioni. Ad esempio, diverse delle maggiori IPO negli Stati Uniti fino all'autunno del 2015 hanno raccolto oltre 5 miliardi di dollari ciascuna. Tuttavia, la maggior parte delle IPO è significativamente più piccola, con una dimensione mediana di 100 milioni di dollari nel 2014. Un esempio è RealNetworks, che nel luglio del 1997 ha raccolto circa 30 milioni di dollari. Quando la società si è quotata nel novembre dello stesso anno, ha raccolto ulteriori 43 milioni di dollari, e meno di due anni dopo ha aumentato il capitale di altri 267 milioni di dollari vendendo altre azioni. Come società quotata, RealNetworks è stata in grado di raccogliere molto più capitale rispetto a una società non quotata (Berk, J. B., DeMarzo, P. M., Morresi, O., & Venanzi, D., 2018).

Tuttavia, il principale vantaggio dell'IPO può anche rappresentare uno dei suoi maggiori svantaggi: la dispersione degli azionisti. Una minore concentrazione proprietaria rende più difficile per gli investitori monitorare la gestione dell'azienda, rappresentando una perdita di controllo. Inoltre, una volta quotata, l'azienda deve rispettare tutti i vincoli normativi, inclusi i requisiti di trasparenza finanziaria e contabile imposti da enti come la SEC negli Stati Uniti. Sebbene questi standard mirino a proteggere gli investitori, il loro rispetto comporta costi elevati e richiede tempo.

### 1.1.2 Tipi di offerta

Dopo aver deciso di procedere con la quotazione, i dirigenti della società collaborano con un sottoscrittore o underwriter, una banca di investimento che gestisce l'offerta e ne pianifica la struttura. Le opzioni includono il tipo di azioni da vendere e il

meccanismo di vendita (Berk, J. B., DeMarzo, P. M., Morresi, O., & Venanzi, D., 2018):

- Offerta primaria e secondaria: Durante l'IPO, una società può offrire un ampio pacchetto di azioni per la prima volta. Questo può riguardare nuove azioni per raccogliere capitale fresco (offerta primaria o OPS), oppure azioni esistenti vendute dagli azionisti attuali come parte della loro strategia di uscita (offerta secondaria o OPV).
- Vendite al meglio, impegno di sottoscrizione a fermo e IPO ad asta: Per IPO di dimensioni ridotte, il sottoscrittore solitamente accetta l'accordo basato sulla vendita al meglio, senza garantire la vendita completa delle azioni. Più frequentemente, un sottoscrittore assume un impegno di sottoscrizione a fermo, garantendo la vendita di tutte le azioni al prezzo concordato. Se le azioni non vengono vendute, il sottoscrittore deve vendere le rimanenti a un prezzo inferiore, subendo una perdita. Un'alternativa è l'IPO ad asta, dove il prezzo delle azioni viene determinato attraverso un meccanismo d'asta. Ad esempio, la banca d'investimento WR Hambrecht & Company ha introdotto l'OpenIPO, dove gli investitori fanno offerte e il prezzo finale è determinato in base alle offerte ricevute. Tuttavia, questo metodo non ha avuto una diffusione ampia (Berk, J. B., DeMarzo, P. M., Morresi, O., & Venanzi, D., 2018).

### 1.1.3 Processo di IPO

Il processo di offerta pubblica iniziale (IPO) è un percorso articolato e complesso attraverso il quale un'azienda si quota in borsa per raccogliere capitali dai mercati

finanziari. Questo iter, che può durare circa 5-6 mesi, si compone di diverse fasi chiave, tra cui la pianificazione, la preparazione, la strutturazione, il marketing, l'offerta vera e propria e l'aftermarket

Durante la fase di pianificazione, che avviene circa 8-10 settimane prima dell'inizio del marketing, l'azienda identifica gli obiettivi principali e le aree critiche del processo, predisponendo un calendario dettagliato. In questa fase vengono assegnati incarichi agli advisor e analizzata la struttura del capitale, preparando la valutazione preliminare e il pitch iniziale (Gobler, 2022).

Nella fase di preparazione, l'azienda elabora la propria equity story e svolge attività di due diligence legale e finanziaria. Viene predisposto il prospetto informativo e preparata la presentazione per gli analisti (Corrigan, 2021).

Quattro settimane prima del pricing, nella fase di strutturazione, si definisce la struttura del sindacato di sottoscrizione e collocamento e si revisione la valutazione preliminare basata sui risultati della due diligence. In questa fase viene determinato il fair value dell'azienda e strutturata l'offerta (Gonzalez Ribeiro, 2022).

Successivamente, nella fase di marketing, si elabora il piano di marketing dell'offerta, si prepara il roadshow e si pubblicano i report di ricerca degli analisti. L'annuncio dell'intenzione di quotarsi viene comunicato e gli investitori vengono informati sull'offerta, con la determinazione di un livello indicativo di prezzo (Gobler, 2022).

La fase di offerta comprende il roadshow, il bookbuilding e il pricing, seguiti dal processo di allocazione delle azioni.

Dopo l'IPO, si svolgono attività di market making, stabilizzazione e ulteriori adempimenti societari post-quotazione (Corrigan, 2021).

Le IPO vengono realizzate attraverso il collocamento di titoli sul mercato da parte di consorzi di collocamento, che sono gruppi di intermediari autorizzati. Il Testo Unico della Finanza prevede tre tipi di consorzi: semplice collocamento, garanzia e assunzione a fermo.

Nel semplice collocamento, gli intermediari vendono una parte dei titoli al pubblico; nella garanzia, gli intermediari si impegnano a sottoscrivere eventuali titoli invenduti; nell'assunzione a fermo, gli intermediari acquistano i titoli direttamente dall'emittente e li collocano presso il pubblico degli investitori in un periodo stabilito.

La struttura del consorzio di collocamento può includere una banca internazionale e, eventualmente, una banca italiana focalizzata sulla tranches retail. Le banche capofila (Global Co-ordinator o Joint Global Co-ordinator) coordinano tutte le attività del processo di quotazione, mantenendo un contatto diretto e continuo con la società. I Joint Global Co-ordinator svolgono anche il ruolo di Joint Bookrunner per la componente istituzionale dell'offerta. La selezione del consorzio si basa su criteri come la comprensione della equity story dell'azienda, la valutazione e la credibilità dei metodi utilizzati, l'esperienza del team di lavoro, la capacità di marketing e le credenziali. Altri fattori considerati sono la struttura dell'offerta, la strategia di marketing e la tempistica (Corrigan, 2021).

La fase di valutazione è essenziale per determinare il prezzo di offerta di una società quotanda. Questo processo richiede una base informativa solida, che include le condizioni di mercato, l'analisi dei comparables, i valori contabili storici, i dati previsionali e le informazioni gestionali (Gonzalez Ribeiro, 2022). La valutazione parte da una stima preliminare del valore della società (pitch) e si evolve fino alla determinazione del prezzo di offerta finale, tenendo conto delle indicazioni degli

investitori durante le attività di pre-marketing e del contesto di mercato (Gobler, 2022).

Il processo di valutazione di un'IPO si articola in quattro fasi principali:

1. Pitch: La società seleziona l'intermediario che la supporterà nella quotazione. In questa fase, le banche d'affari presentano proposte per ottenere l'incarico di sponsor o global coordinator, includendo valutazioni preliminari della società.
2. Due Diligence: L'intermediario, dopo aver analizzato il piano industriale, presenta una stima del valore economico della società. Viene predisposto il Documento di Valutazione, parte integrante della domanda di ammissione alla quotazione (Latham & Watkins LLP, 2021).
3. Pre-marketing: Si effettua un'indagine presso gli investitori istituzionali per definire un intervallo indicativo di prezzo. Al termine di questa fase, si confrontano i riscontri sul prezzo con la società emittente e gli eventuali azionisti venditori, definendo un range indicativo di prezzo.
4. Pricing (Bookbuilding): Attraverso il roadshow, si raccolgono le manifestazioni di interesse e si determina il prezzo finale di offerta sulla base della domanda degli investitori istituzionali e retail. Le manifestazioni di interesse sono ordinate per prezzo, priorità temporale e dimensione, e il prezzo finale viene determinato per allocare efficacemente le azioni (Corrigan, 2021).

Il meccanismo della green shoe è un'opzione che permette di aumentare la dimensione dell'offerta in risposta alla domanda di mercato, migliorando la stabilità del prezzo post-quotazione (Gonzalez Ribeiro, 2022). Questa opzione, solitamente della durata di 30 giorni, consente ai sottoscrittori di acquistare ulteriori azioni direttamente dagli azionisti esistenti, riducendo così la loro quota di partecipazione.

L'esercizio della green shoe è deciso dai sottoscrittori in base alla domanda di mercato, contribuendo a mantenere il prezzo delle azioni stabile (Gobler, 2022).

Infine, per quotarsi su Borsa Italiana, le società devono soddisfare specifici requisiti.

Ad esempio, per l'Euronext Milan (ex MTA), è richiesto un free float di almeno il 25%, bilanci certificati degli ultimi tre anni e un'offerta rivolta a investitori professionali e privati (Corrigan, 2021). Inoltre, la corporate governance deve essere conforme al codice raccomandato, le relazioni con gli investitori devono essere solide e devono essere rispettati obblighi di disclosure e procedure per le parti correlate. I dati economico-finanziari devono includere bilanci annuali, semestrali e resoconti intermedi di gestione.

In conclusione, il processo di IPO è complesso e richiede una pianificazione meticolosa, valutazioni precise e una comunicazione efficace con il mercato per garantire una quotazione di successo e soddisfare le aspettative degli investitori (Gobler, 2022).

#### **1.1.4 Underpricing**

L'underpricing, o sottoprezzamento, è un fenomeno molto studiato nel contesto delle IPO, in cui il prezzo delle azioni offerte al pubblico è inferiore al loro valore di mercato al termine del primo giorno di contrattazione. In media, tra il 1960 e il 2016, il prezzo

delle azioni nei mercati azionari statunitensi al termine del primo giorno di negoziazione era superiore del 17% rispetto al prezzo di offerta iniziale. Questo comportamento è stato osservato anche in altre parti del mondo, come evidenziato dai dati aggiornati al 2017 (Berk, J. B., DeMarzo, P. M., Morresi, O., & Venanzi, D., 2018).

Un esempio significativo è rappresentato dall'IPO di RealNetworks nel 1997, dove le azioni furono offerte a 12,50 dollari ciascuna e, nel primo giorno di contrattazione al NASDAQ, il prezzo delle azioni salì fino a 19,375 dollari per poi chiudere a 17,875 dollari. Questo fenomeno non è un'anomalia, ma piuttosto una caratteristica ricorrente delle IPO. I beneficiari principali dell'underpricing sono i sottoscrittori e gli investitori iniziali. I sottoscrittori traggono vantaggio riducendo i rischi associati alla vendita delle azioni, mentre gli investitori che acquistano al prezzo di offerta iniziale possono ottenere un guadagno immediato rivendendo le azioni a un prezzo più alto. Tuttavia, chi paga il costo dell'underpricing sono gli azionisti preesistenti della società emittente, che vedono le loro azioni vendute a un prezzo inferiore rispetto a quello che potrebbero ottenere sul mercato (Berk, J. B., DeMarzo, P. M., Morresi, O., & Venanzi, D., 2018). Una spiegazione comune suggerisce che gli azionisti della società emittente tollerano questa sottostima del prezzo perché non hanno alternative, dato che un numero ristretto di sottoscrittori controlla il mercato. Tuttavia, questa spiegazione non è del tutto convincente poiché il mercato delle sottoscrizioni è teoricamente competitivo. Anche tentativi di introdurre alternative più economiche, come quelle offerte da WR Hambrecht con il metodo OpenIPO, non hanno ottenuto un successo significativo. Il motivo per cui non tutti gli investitori approfittano dell'underpricing è legato al fatto che, quando un'IPO

ha successo, la domanda supera di gran lunga l'offerta, limitando la quantità di azioni disponibili per ogni investitore. Inoltre, nelle IPO meno attraenti, gli ordini non vengono soddisfatti completamente, il che rende impraticabile una strategia di reinvestimento continuo basata su IPO successive (Berk, J. B., DeMarzo, P. M., Morresi, O., & Venanzi, D., 2018).

Il fenomeno dell'underpricing può essere spiegato attraverso diverse teorie, tra cui:

1. **Asimmetria informativa:** Le differenze nelle informazioni disponibili tra emittente, sottoscrittori e investitori. L'underpricing può servire come compensazione per i sottoscrittori che fissano il prezzo delle azioni e gestiscono la vendita (Berk, J. B., DeMarzo, P. M., Morresi, O., & Venanzi, D., 2018).
2. **Teorie istituzionali:** L'underpricing potrebbe derivare da pratiche istituzionali e regolamentari.
3. **Teorie legate alla proprietà e al controllo:** Questo fenomeno può essere utilizzato per mantenere il controllo aziendale e prevenire acquisizioni ostili.
4. **Teorie comportamentali:** Comportamenti e aspettative degli investitori possono influenzare il prezzo di offerta.
5. **Conflitti di agenzia:** Conflitti tra gli interessi degli azionisti, dei manager e degli underwriter possono portare a un underpricing strategico.

In sintesi, l'underpricing rappresenta una caratteristica complessa e multi-fattoriale delle IPO, influenzata da dinamiche di mercato, pratiche istituzionali e comportamenti degli investitori.

### 1.1.5 Costo di un IPO

Il costo di un'offerta pubblica iniziale (IPO) comprende diverse componenti, tra cui lo spread sul prezzo di emissione. Lo spread rappresenta lo sconto sul prezzo di emissione al quale il sottoscrittore acquista le azioni dalla società emittente. Generalmente, questo spread si aggira intorno al 7%. Per esempio, per un'emissione del valore di 50 milioni di dollari, lo spread corrisponde a un costo di 3,5 milioni di dollari. Questo costo è particolarmente significativo quando si tiene conto anche del costo aggiuntivo associato al fenomeno dell'underpricing ne risulta che il costo complessivo dell'IPO è notevolmente superiore rispetto a quello di altre tipologie di emissioni (Berk, J. B., DeMarzo, P. M., Morresi, O., & Venanzi, D., 2018).

Un aspetto sorprendente è che le commissioni non sembrano variare proporzionalmente con la dimensione dell'emissione. Anche se un'emissione di grande entità richiede uno sforzo aggiuntivo, non ci si aspetterebbe che tale sforzo giustifichi commissioni così elevate. Chen e Ritter (2000) hanno mostrato che quasi tutte le emissioni, indipendentemente dalle loro dimensioni, presentano commissioni elevate. Questo fenomeno suggerisce che le commissioni non siano adeguatamente adattate in base alla dimensione dell'offerta, risultando in costi elevati anche per emissioni di rilevante importo (Berk, J. B., DeMarzo, P. M., Morresi, O., & Venanzi, D., 2018).

In sintesi, il costo di un'IPO è composto dallo spread sul prezzo di emissione e dalle commissioni, che tendono ad essere elevate indipendentemente dalla dimensione dell'offerta. Questo comporta un onere significativo per le società che decidono di quotarsi in borsa, rendendo l'IPO una scelta costosa rispetto ad altre forme di raccolta di capitali.

## 1.2 Metodo Discounted Cash Flow

Parker R.H., nel 1968, ha evidenziato una connessione tra l'origine dei criteri di calcolo basati sull'attualizzazione dei flussi di cassa e l'introduzione degli investimenti ferroviari, che richiedevano ingenti risorse finanziarie. Tuttavia, Wellington nel 1887 e Pennell nel 1914 introdussero rispettivamente i concetti di valore attuale dei costi e di scelta alternativa di investimento. Una delle prime applicazioni pratiche del metodo Discounted Cash Flow (DCF) risale alla fine degli anni '50, mentre il suo utilizzo diffuso avvenne a metà degli anni '60, supportato dalle teorie di Gordon, Shapiro, Modigliani e Miller (Monteforte, D., 2004).

Il modello DCF si basa sul valore attuale dei flussi di cassa attesi, scontati a un tasso che riflette il loro rischio. In sostanza, flussi di cassa elevati e prevedibili conferiscono un valore maggiore rispetto a flussi di cassa bassi e volatili. Generalmente, si sommano i flussi di cassa generati per un periodo pari al Business Plan (3-5 anni), e successivamente si calcola il Terminal Value dal quinto anno in poi, stimando così il valore complessivo dell'azienda fino alla fine dell'orizzonte temporale considerato (Berk, J. B., DeMarzo, P. M., Morresi, O., & Venanzi, D., 2018).

Esistono due metodi principali per la valutazione basata sui flussi di cassa. Il primo metodo riguarda la valutazione del Valore dell'Impresa (Enterprise Value, EV, che corrisponde al valore complessivo dell'azienda comprensivo dell'indebitamento) mediante l'attualizzazione dei flussi di cassa liberi per l'impresa (Free Cash Flow to the Firm, FCFF), utilizzando il Costo Medio Ponderato del Capitale (WACC, che rappresenta il costo medio ponderato del capitale, ovvero il costo che un'azienda

deve sostenere per raccogliere risorse finanziarie presso soci e terzi.) come tasso di sconto. Per determinare il valore dell'Equity dell'azienda, ovvero il suo valore reale, è necessario sottrarre dall'EV la Posizione Finanziaria Netta (PFN), calcolata come:

$$PFN = \text{Debiti Finanziari a Breve Termine} + \text{Debiti Finanziari a Lungo Termine} - \text{Disponibilità Liquide}$$

Questo approccio beneficia dei vantaggi fiscali dell'indebitamento, poiché gli interessi passivi sono deducibili. Tuttavia, l'indebitamento aumenta anche la rischiosità dell'azienda, incrementando il costo del capitale proprio. Inoltre, si assume che l'azienda raggiunga un tasso di crescita stabile dopo il periodo coperto dal Business Plan; questo tasso di crescita è indicato con  $g_n$  (Damodaran, A., 2014).

Il calcolo dell'Enterprise Value può essere espresso come:

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

dove la seconda parte della formula rappresenta il Terminal Value.

Un metodo alternativo prevede la stima diretta del valore netto del capitale proprio dell'impresa (Equity Value), utilizzando i flussi di cassa disponibili per gli azionisti (Free Cash Flows to Equity, FCFE) attualizzati al costo del capitale proprio ( $Ke$ ) (Damodaran, A., 2014). Anche in questo caso, si assume un tasso di crescita costante

$(g_n)$  inferiore al tasso di crescita dell'economia, per stimare il Terminal Value. Il calcolo del valore dell'Equity Value è quindi:

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

Entrambi gli approcci sono alternativi e producono risultati coerenti tra loro.

Tuttavia, è importante chiedersi: perché scegliere di valutare l'EV anziché l'Equity?

I valori risultanti dai due approcci saranno coerenti tra loro? Un vantaggio dell'approccio basato sull'Enterprise Value è che non richiede la considerazione esplicita dei flussi di cassa relativi al debito, mentre per stimare i flussi di cassa disponibili per gli azionisti (FCFE) è necessario includere questi flussi. Questo è particolarmente vantaggioso in situazioni in cui si prevede un cambiamento significativo della leva finanziaria; tuttavia, richiede informazioni dettagliate sul rapporto di indebitamento e sui tassi di interesse per la stima del WACC (Aswath Damodaran, Valutazione delle aziende, 2014).

Gli elementi chiave del modello che richiedono una maggiore attenzione e analisi includono:

- i flussi di cassa operativi previsti;
- il Costo Medio Ponderato del Capitale (WACC), utilizzato come tasso di attualizzazione;
- il Terminal Value (Berk, J. B., DeMarzo, P. M., Morresi, O., & Venanzi, D., 2018).

### 1.2.1 Flussi di cassa

L'utile rappresenta solo una misura contabile della performance aziendale e non riflette il vero profitto: l'impresa non può utilizzare l'utile per acquistare beni, pagare i dipendenti, finanziare nuovi investimenti o distribuire dividendi agli azionisti. Per fare tutto questo, l'impresa ha bisogno di liquidità. Pertanto, per valutare una decisione di capital budgeting, è fondamentale comprendere l'impatto sulla disponibilità di cassa dell'azienda. L'effetto incrementale di un progetto sulla disponibilità di cassa aziendale, distinto da qualsiasi decisione di finanziamento, è conosciuto come flusso di cassa disponibile (free cash flow) del progetto.

I flussi di cassa sono fondamentali nel modello DCF, rendendo cruciale la loro accurata stima e calcolo. Generalmente, la stima dei flussi di cassa parte dalla previsione degli utili dell'impresa. Per calcolare il Free Cash Flow to Firm (FCFF), il punto di partenza è l'EBITDA, mentre per il Free Cash Flow to Equity (FCFE) si parte dal FCFF o dal reddito netto.

La Tabella 1 illustra il procedimento analitico per calcolare il Free Cash Flow to Firm (FCFF):

Tabella 1

<b>EBITDA (Margine operativo lordo)</b>
- Ammortamenti (e accantonamenti)
<b>EBIT</b>
- Imposte

+ Ammortamenti
- Investimenti operativi
+ Disinvestimenti operativi
+/- Variazione capitale circolante operativo
+/- Altre Variazioni non finanziarie SP
<b>Free Cash Flow to the Firm - FCFF</b>

La Tabella 2 mostra il procedimento analitico per calcolare il Free Cash Flow to Equity (FCFE):

Tabella 2

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

La determinazione del flusso di cassa richiede aggiustamenti per considerare le differenze tra utili e flussi di cassa. Gli utili includono alcuni costi che non influenzano la liquidità, come gli ammortamenti, ma non tengono conto degli investimenti di capitale.

L'ammortamento non costituisce un'uscita di cassa: è un metodo utilizzato per scopi contabili e fiscali, per ripartire il costo storico di un bene nel corso della sua vita utile.

Poiché l'ammortamento non è un flusso di cassa, non verrà incluso nelle nostre stime, che considereranno invece l'esborso effettivo del bene al momento dell'acquisto. Per

calcolare il flusso di cassa, dobbiamo quindi aggiungere all'utile le quote di ammortamento per l'attrezzatura, precedentemente sottratte per il calcolo dell'utile, e dedurre la spesa effettiva in conto capitale per l'acquisto dell'attrezzatura.

Il capitale circolante netto è definito come la differenza tra attività correnti e passività correnti. Le componenti principali del capitale circolante netto sono la cassa, le scorte di magazzino, i crediti commerciali e i debiti commerciali. La maggior parte dei progetti richiede un investimento in capitale circolante netto. Le imprese devono mantenere un livello minimo di liquidità per affrontare spese impreviste, così come un livello minimo di scorte di materie prime e prodotti finiti per rispondere a variazioni nella produzione e a fluttuazioni della domanda. Inoltre, i clienti potrebbero non pagare immediatamente per i beni acquistati.

Le vendite vengono contabilizzate immediatamente nell'utile, ma l'impresa non riceve entrate di cassa finché i clienti non pagano. Nel frattempo, l'impresa include nei suoi crediti l'ammontare dovuto, e i crediti commerciali misurano il credito totale concesso alla clientela. Allo stesso modo, i debiti commerciali misurano il credito che l'impresa riceve dai fornitori. La differenza tra crediti e debiti commerciali rappresenta l'ammontare netto di capitale aziendale impiegato in queste transazioni, noto come credito di fornitura.

Ogni incremento di capitale circolante netto rappresenta un investimento che riduce la cassa disponibile e quindi il flusso di cassa. L'incremento del capitale circolante netto per un anno  $t$  è definito come:

$$\Delta CCN = CCN_t - CCN_{t-1}$$

Per la previsione dei flussi di cassa, si possono utilizzare diverse metodologie. Un approccio è analizzare il tasso di crescita storico dell'azienda, mentre un altro è combinare la crescita storica con la politica d'investimento. In questa analisi, ci concentreremo sul tasso di crescita storico utilizzando il calcolo della media geometrica degli utili su un determinato periodo. Questo metodo tiene conto non solo degli utili dell'azienda, ma anche della sua capitalizzazione, migliorando l'accuratezza del calcolo.

La formula per la media geometrica è:

$$\text{Media geometrica} = \left[ \frac{\text{Utile}_0}{\text{Utile}_{-n}} \right]^{\frac{1}{n}} - 1$$

Dove Utile <sub>-n</sub> = utile n anni fa.

Per calcolare il VAN, occorre attualizzare il flusso di cassa al costo del capitale appropriato. Il costo del capitale di un progetto corrisponde al rendimento che gli investitori si aspetterebbero di ottenere se investissero nella migliore alternativa possibile equiparabile in termini di rischio e durata, invece che nel progetto. Supponiamo che il progetto abbia lo stesso rischio degli altri progetti simili e che il costo del capitale appropriato sia il x%.

Fissato il costo del capitale, siamo in grado di calcolare il valore attuale di ogni flusso di cassa futuro. Se il costo del capitale è  $r = x\%$ , il valore attuale del flusso di cassa nell'anno  $t$  ( $FCF_t$ ) sarà:

$$VA(FCF_t) = \frac{FCF_t}{(1+r)^t} = FCF_t \cdot \frac{1}{\underbrace{(1+r)^t}_{\text{fattore di sconto anno } t}}$$

Sulla base delle nostre stime, il VAN sarà pari alla differenza tra il valore attuale dei flussi di cassa incrementali e l'esborso iniziale del progetto. Realizzare il progetto equivale quindi ad avere oggi un incremento della disponibilità liquida pari al VAN calcolato.

### 1.2.3 Terminal value

Poiché è impossibile prevedere i flussi di cassa all'infinito, per "chiudere" una valutazione si utilizza una durata entro la quale i flussi stimati sono considerati affidabili, solitamente corrispondente al periodo del Business Plan (3-5 anni). Al termine di questo periodo, è necessario stimare il valore terminale (Terminal Value) alla data di fine periodo. Il Terminal Value può essere calcolato in diversi modi: il primo metodo prevede la liquidazione delle attività alla data di fine periodo al miglior offerente; il secondo metodo utilizza un multiplo basato sugli utili, ricavi o valore contabile del capitale; infine, si può determinare un tasso di crescita costante (indicato come "g") che consente di stimare il valore terminale come una rendita perpetua con rendimenti (Damodaran, A., 2014), (Berk, J. B., DeMarzo, P. M., Morresi, O., & Venanzi, D., 2018).

Il Terminal Value calcolato sulla base della liquidazione delle attività può essere determinato in due modi. Il primo approccio consiste nel rettificare il valore contabile di bilancio delle attività per l'inflazione, tenendo conto del reddito che tali attività

possono generare. Il secondo approccio considera la capacità delle attività di generare reddito, stimando i flussi di cassa attesi e attualizzandoli.

Il Terminal Value può anche essere calcolato utilizzando i multipli. In questo caso, è fondamentale scegliere il multiplo appropriato e il relativo metodo di calcolo, che può essere applicato sia agli utili che ai ricavi.

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

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

dove  $FCFF_{n+1}$  rappresenta il flusso di cassa dell'ultimo periodo,  $g_n$  il tasso di crescita perpetuo e WACC il tasso di sconto applicato (Berk, J. B., DeMarzo, P. M., Morresi, O., & Venanzi, D., 2018).

#### 1.2.4 Vincoli alla crescita stabile

Il tasso di crescita stabile è un elemento cruciale nella valutazione DCF, in quanto le sue variazioni possono avere un impatto significativo sul valore terminale. Questo tasso deve essere inferiore al tasso di crescita del mercato per evitare che l'impresa

cresca più velocemente dell'economia. Per stabilire la stabilità della crescita, è necessario considerare diverse variabili.

In primo luogo, è importante determinare se l'azienda opera solo sul mercato domestico o anche su quello internazionale. Se l'impresa opera esclusivamente nel mercato domestico, il tasso di crescita massimo sarà quello dell'economia nazionale.

Se l'azienda è attiva su mercati internazionali, il tasso di crescita massimo applicabile sarà quello dell'economia globale o dei paesi in cui l'azienda opera.

In secondo luogo, la valutazione può essere espressa in termini reali o nominali. Se la valutazione è espressa in termini nominali, il tasso di crescita stabile deve includere una componente per l'inflazione prevista. Se la valutazione è in termini reali, il tasso di crescita sarà inferiore poiché esclude l'inflazione (Damodaran, A., 2014).

Le previsioni dei flussi di cassa sono fondamentali per la valutazione DCF e richiedono un'analisi accurata dei tassi di crescita storici e delle politiche d'investimento dell'impresa. Inoltre, è essenziale considerare variabili macroeconomiche e specifiche dell'azienda nel calcolo del tasso di crescita, poiché un'analisi dettagliata può portare a previsioni più accurate e affidabili (Berk, J. B., DeMarzo, P. M., Morresi, O., & Venanzi, D., 2018).

### **1.2.5 Analisi di sensibilità e analisi per scenari**

L'analisi di sensibilità è uno strumento fondamentale per valutare gli investimenti.

Questo tipo di analisi scomponete il calcolo del VAN nelle sue componenti e nelle ipotesi su cui si basa, mostrando come varia il VAN al variare di queste ipotesi.

Attraverso l'analisi di sensibilità, è possibile esplorare l'impatto degli errori di stima sui fattori determinanti del VAN del progetto. Tale analisi consente di identificare quali ipotesi sono più critiche in termini di variazione del VAN, permettendo di

dedicare maggiori risorse e attenzione a perfezionarle. Inoltre, mette in evidenza quali variabili del progetto sono particolarmente cruciali durante la fase di realizzazione (Berk, J. B., DeMarzo, P. M., Morresi, O., & Venanzi, D., 2018).

Le stime ottimistiche e pessimistiche delle variabili chiave del progetto sono essenziali per valutare l'incertezza associata a ciascuna variabile. Identificando le ipotesi più rilevanti, come il numero di unità vendute e il prezzo unitario, si può garantire che queste variabili ricevano la massima attenzione durante il processo di stima e gestione del progetto.

L'analisi per scenari, invece, esamina gli effetti sul VAN derivanti dalla modifica simultanea di più variabili del progetto. Questo approccio consente di valutare strategie alternative, evidenziando le combinazioni di variabili che portano a risultati ottimali. Solo le strategie che combinano favorevolmente le variabili critiche riusciranno a produrre un VAN più elevato (Berk, J. B., DeMarzo, P. M., Morresi, O., & Venanzi, D., 2018).

## **1.3 Il costo medio ponderato del capitale**

### **1.3.1 Indebitamento e costo del capitale proprio**

La teoria di Modigliani-Miller afferma che il valore di un'azienda non viene influenzato dalle sue scelte di finanziamento. Tuttavia, c'è una differenza tra i costi del capitale derivanti da varie fonti di finanziamento, come il debito e il capitale proprio. Quando un progetto è finanziato esclusivamente attraverso azioni, gli azionisti si aspettano un certo rendimento. Se invece l'azienda opta per l'indebitamento a un tasso

di interesse inferiore, il costo del capitale di debito può risultare più conveniente rispetto al capitale proprio.

Anche se il costo del capitale di debito è generalmente più basso rispetto al costo del capitale proprio, non possiamo considerare questa scelta isolatamente. Infatti, un aumento dell'indebitamento tende a incrementare il costo del capitale proprio a causa del maggior rischio percepito dagli investitori. L'impatto del livello di indebitamento sul rendimento atteso del capitale proprio può essere analizzato utilizzando un'equazione che collega il rendimento del capitale proprio levered (con debito) al rendimento unlevered (senza debito) e al costo del debito (Berk, J. B., DeMarzo, P. M., Morresi, O., & Venanzi, D., 2018):

$$r_E = r_U + \frac{D}{E} (r_U - r_D)$$

### **1.3.2 Capital budgeting e costo medio ponderato del capitale**

Per capire l'effetto dell'indebitamento sul costo del capitale dei nuovi investimenti, è utile calcolare il costo medio ponderato del capitale (WACC). Quando un'azienda è finanziata sia con capitale proprio che con debito, il rischio complessivo delle sue attività riflette una combinazione di queste due fonti di finanziamento. Il WACC rappresenta quindi una media ponderata del costo del capitale proprio e del costo del debito (Berk, J. B., DeMarzo, P. M., Morresi, O., & Venanzi, D., 2018):

$$r_A = \frac{E}{E + D} r_E + \frac{D}{E + D} r_D$$

In assenza di imposte e in un mercato dei capitali perfetto, il WACC è indipendente dalla struttura finanziaria dell'azienda. Questo significa che il costo del capitale di un'azienda finanziata con debito e capitale proprio può essere calcolato come una media ponderata dei rendimenti richiesti su ciascuna di queste componenti. In altre parole, anche se l'aumento dell'indebitamento modifica i costi specifici del capitale proprio e del debito, il WACC rimane invariato in queste condizioni (Berk, J. B., DeMarzo, P. M., Morresi, O., & Venanzi, D., 2018):

$$r_{WACC} = r_U = r_A$$

### **1.3.3 Calcolo del WACC in presenza di vari tipi di titoli**

Il calcolo del WACC descritto in precedenza presuppone che l'azienda emetta solo due tipi di titoli: azioni e debito. Tuttavia, se la struttura del capitale fosse più complessa e comprendesse diverse categorie di titoli, il WACC dovrebbe essere calcolato come una media ponderata dei costi del capitale di tutti i titoli emessi. Questo metodo permette di riflettere accuratamente il costo complessivo del capitale in contesti reali, dove le aziende possono emettere una varietà di strumenti finanziari (Berk, J. B., DeMarzo, P. M., Morresi, O., & Venanzi, D., 2018).

### **1.3.4 Beta levered e unlevered**

Il beta di un'azienda misura il rischio sistematico delle sue attività e può essere calcolato sia per un'azienda senza debito (beta unlevered) sia per un'azienda con debito (beta levered). Il beta unlevered riflette il rischio delle attività aziendali indipendentemente

dalla struttura del capitale, mentre il beta levered tiene conto dell'effetto dell'indebitamento (Berk, J. B., DeMarzo, P. M., Morresi, O., & Venanzi, D., 2018):

$$\beta_U = \frac{E}{E+D} \beta_E + \frac{D}{E+D} \beta_D$$

Il beta levered aumenta con l'aumentare del livello di indebitamento, a causa del maggior rischio finanziario associato al debito. Questo incremento del rischio finanziario è rappresentato nell'equazione che collega il beta levered al beta unlevered e al rapporto tra debito e capitale proprio (Berk, J. B., DeMarzo, P. M., Morresi, O., & Venanzi, D., 2018):

$$\beta_E = \beta_U + \frac{D}{E} (\beta_U - \beta_D)$$

È importante notare che il beta levered cambia con la struttura del capitale, mentre il beta unlevered rimane costante per le stesse attività aziendali.

### 1.3.5 Tassazione

A tutte queste considerazioni va aggiunto l'effetto dello scudo fiscale sull'indebitamento che porta un contro-effetto positivo e lo inseriamo in questo modo all'interno della formula:

$$\beta_U = \frac{\beta_L}{1 + (1 - T) * \frac{D}{E}}$$

Dove  $T$  è la tassazione dell'impresa,  $D$  il valore di mercato del suo debito,  $E$  il valore di mercato del suo capitale. In tal modo si ottiene il rischio operativo (specifico) dell'impresa depurandolo dal rischio finanziario (sistemico).

### 1.3.6 La formula del WACC

Una volta stabiliti il costo del capitale proprio e quello del debito (al netto delle aliquote fiscali di cui sopra) non resta che spiegare i rispettivi fattori di moltiplicazione nella formula generale del costo medio ponderato del capitale:

$$WACC = C_e * \frac{E}{(E + D)} + C_d * (1 - T) * \frac{D}{(D + E)}$$

Non sono altro che dei rispettivi fattori di ponderazione del il peso rispettivo di capitale e debito nel costo medio. Infatti il costo del capitale viene moltiplicato che per il peso complessivo del capitale proprio ( $E=Equity$ ) sul totale delle fonti di finanziamento (il passivo  $E+D$ ). Il costo del debito al netto della deducibilità fiscale viene invece moltiplicato per il peso del debito ( $D=Debt$ ) sul totale dei fondi propri (appunto patrimonio netto e debito, ossia  $E+D$ ).

## 1.4 Metodo dei multipli del valore

La valutazione basata sui multipli del valore è chiamata "relativa" perché permette di confrontare diverse aziende tra loro. Tuttavia, questo metodo perde affidabilità se il campione selezionato non è omogeneo.

Finora abbiamo valutato un'impresa e le sue azioni considerando i flussi di cassa futuri che verranno distribuiti agli azionisti. La legge del prezzo unico afferma che il valore di un'impresa è pari al valore attuale dei suoi flussi di cassa futuri, poiché l'importo che si dovrebbe investire in alternative di mercato per replicare i flussi di cassa con lo stesso rischio (Berk, J. B., DeMarzo, P. M., Morresi, O., & Venanzi, D., 2018).

Un'altra applicazione della legge del prezzo unico è il cosiddetto metodo dei comparabili (comparables), in cui invece di stimare direttamente il valore dei flussi di cassa aziendali, si stima il valore dell'azienda basandosi sul valore di altre aziende o investimenti comparabili che si prevede generino flussi di cassa simili in futuro. Per esempio, nel caso di una nuova impresa quotata sui mercati finanziari, se queste imprese generano flussi di cassa identici, per la legge del prezzo unico si può usare il valore della società esistente per stimare il valore della nuova società.

Nella realtà, ovviamente, non esistono due società identiche. Anche due società appartenenti allo stesso settore e con gli stessi tipi di prodotti presentano differenze di scala quando utilizziamo il metodo dei comparabili per stimare il valore di un'impresa; successivamente saranno discussi i punti di forza e di debolezza di questo approccio (Berk, J. B., DeMarzo, P. M., Morresi, O., & Venanzi, D., 2018).

In questa analisi, esploreremo il metodo dei multipli del valore totale dell'impresa, approfondendo alcuni multipli e i loro fattori determinanti. Secondo Aswath Damodaran (2014), "Sebbene l'approccio dei flussi di cassa attualizzati sia il più considerato a livello accademico e didattico, nella pratica la maggior parte delle valutazioni avviene tramite metodi di valutazione relativa, dove il valore di un'attività viene stimato basandosi sui prezzi correnti assegnati dal mercato ad attività simili". I multipli del valore sono più semplici da applicare rispetto ad altri metodi di valutazione e sono quindi ampiamente utilizzati nelle piccole e medie imprese (Damodaran, A., 2014).

I multipli richiedono due elementi per formare il rapporto di valutazione: al numeratore, una stima del valore dell'impresa o delle sue attività operative; al denominatore, una misura degli utili, dei ricavi o di altre metriche di performance delle attività. Per stimare il valore dell'impresa o delle attività operative, si utilizza generalmente l'Enterprise Value (EV). Al denominatore possono essere utilizzate diverse alternative.

L'utile, che può essere espresso come EBITDA (utile prima di interessi, imposte, svalutazioni e ammortamenti), come Reddito operativo (utile al netto di interessi e imposte) o come EBIT (utile operativo al netto delle imposte ma prima degli interessi).

I ricavi, che di solito rappresentano i ricavi totali al netto delle rettifiche per partecipazioni di maggioranza o minoranza in altre società.

Altre misure di performance operativa, come il numero di unità prodotte, il numero di clienti, il numero di visitatori web o il numero di abbonati (Damodaran, A., 2014).

Le differenze di scala tra le aziende possono essere regolate esprimendo il loro valore in termini di un multiplo di valutazione, che è il rapporto tra il valore dell'impresa e alcune misure di scala. Come analogia, si potrebbe pensare di valutare un edificio commerciale utilizzando il prezzo al metro quadrato di altri edifici venduti recentemente nella stessa area. Moltiplicando la dimensione dell'edificio in questione per il prezzo medio al metro quadrato, si otterrebbe una stima ragionevole del valore dell'edificio. Questo concetto può essere applicato anche alle aziende, sostituendo il metro quadrato con altre unità di misura appropriate per la scala aziendale (Berk, J. B., DeMarzo, P. M., Morresi, O., & Venanzi, D., 2018).

Questa metodologia è particolarmente utile per le piccole e medie imprese grazie alla sua semplicità e facilità di applicazione.

#### **1.4.1 Determinanti dei multipli del valore**

In questa analisi, i modelli di valutazione relativa assumono un contesto di crescita stabile nel tempo, il che rende più facile determinare i fattori che influenzano i multipli del valore.

$$\text{Valore dell'impresa} = \frac{\text{FCFF}}{\text{Costo del capitale} - \text{Tasso di crescita}}$$

Il Free Cash Flow to Firm (FCFF) dell'azienda può essere sostituito con il reddito operativo corretto per le imposte e il tasso di reinvestimento del capitale, portando alla seguente formula:

$$\text{Valore dell'impresa} = \frac{\text{EBIT} \times (1 - \text{Aliquota fiscale}) \times (1 - \text{Tasso di reinvestimento})}{\text{Costo del capitale} - \text{Tasso di crescita}}$$

Usando  $g$  per il tasso di crescita e  $t$  per l'aliquota fiscale, possiamo derivare l'equazione del Valore dell'impresa come multiplo dell'EBIT e dell'EBIT al netto delle imposte:

$$\frac{\text{Valore dell'impresa}}{\text{EBIT}} = \frac{(1 - t) \times (1 - \text{Tasso di reinvestimento})}{\text{Costo del capitale} - g}$$

$$\frac{\text{Valore dell'impresa}}{\text{EBIT} \times (1 - t)} = \frac{1 - \text{Tasso di reinvestimento}}{\text{Costo del capitale} - g}$$

Si può concludere che, a parità di condizioni, sia il multiplo EV/EBIT che EV/EBIT\*(1-t) aumentano con l'incremento del tasso di crescita ( $g$ ) e con la diminuzione del costo del capitale (WACC). Inoltre, i multipli aumentano con la riduzione del tasso di reinvestimento, ovvero aumentano con l'aumento del ROIC (Return on Invested Capital, ovvero il rendimento del capitale investito esprime la bontà con la quale una società sta utilizzando il proprio denaro).

Un modo per calcolare il ROIC consiste nella formula seguente:

$$ROIC = \frac{\text{Margine operativo netto delle imposte} \times \text{Ricavi}}{\text{Capitale investito}}$$

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

Esaminiamo di seguito come ciascun multiplo dell'Enterprise Value (EV) sia influenzato dalle variabili determinanti, concentrando su crescita, rischio, qualità degli investimenti e aliquote fiscali.

Un aumento della crescita, mantenendo costanti tutte le altre variabili, comporta un incremento del valore dell'impresa. È anche fondamentale considerare il periodo di crescita: più lungo è il periodo di crescita, maggiori saranno i multipli dell'EV. Le imprese che godono di vantaggi competitivi sostenibili tendono ad avere multipli più elevati.

Il rischio ha un impatto significativo sui multipli dell'EV perché influenza il costo del capitale investito e il rapporto tra indebitamento e costo del debito. Le aziende mature e con basso rischio possono ottenere prestiti consistenti a tassi d'interesse ridotti, il che abbassa il costo del capitale complessivo. Al contrario, le aziende più rischiose devono sostenere costi più elevati sia per il capitale che per il debito. Di conseguenza, i multipli dell'EV diminuiscono con l'aumento del costo del capitale. Questa situazione crea una disparità nella valutazione tra aziende che operano in mercati differenti, con le aziende nei mercati sviluppati che ottengono multipli più alti rispetto a quelle nei mercati emergenti (Berk, J. B., DeMarzo, P. M., Morresi, O., & Venanzi, D., 2018).

La qualità degli investimenti e della crescita è un altro fattore che incide sui multipli del valore. La qualità della crescita è rappresentata dal ROIC (Return on Invested Capital). Un ROIC più alto indica un tasso di reinvestimento inferiore e maggiori flussi di cassa per gli investitori.

L'aliquota fiscale è una variabile cruciale per i multipli del valore. Il suo effetto è più evidente sui multipli che hanno grandezze pre-imposta, come l'EBITDA e i ricavi, al denominatore. Un aumento dell'aliquota fiscale provoca una riduzione dei multipli dell'EV. È interessante notare che la differenza tra i multipli pre-imposta (EV/EBITDA) e i multipli post-imposta (EV/EBIT\*(1-t)) cresce con l'aumento dell'aliquota fiscale. Questa analisi è fondamentale quando si confrontano aziende in aree geografiche con diversi regimi fiscali. Ad esempio, un'azienda tedesca con

un'aliquota intorno al 40% avrà un multiplo dell'EBITDA più basso rispetto a un'azienda irlandese con una tassazione del 15%, a parità di altre condizioni. Anche all'interno dello stesso settore, le aziende con aliquote effettive più basse, dovute a perdite operative nette, registreranno multipli più alti.

I multipli dell'Enterprise Value sono influenzati positivamente dalla crescita, dalla durata del periodo di crescita e dai vantaggi competitivi, mentre sono negativamente influenzati dal rischio e dal costo del capitale. La qualità degli investimenti e le aliquote fiscali giocano un ruolo significativo nella determinazione di questi multipli.

#### **1.4.3 EV/EBITDA**

Il multiplo EV/EBITDA è ampiamente utilizzato per valutare aziende nei settori manifatturiero e delle infrastrutture, grazie alla sua capacità di escludere variabili non monetarie come ammortamenti e svalutazioni dal calcolo del denominatore (EBITDA) (Berk, J. B., DeMarzo, P. M., Morresi, O., & Venanzi, D., 2018).

Tuttavia, poiché questo multiplo non tiene conto degli investimenti effettuati, è fondamentale considerare anche il ROIC (Return on Invested Capital) e il rapporto Capex/EBITDA per ottenere una valutazione più accurata e completa (Berk, J. B., DeMarzo, P. M., Morresi, O., & Venanzi, D., 2018).

In un contesto di parità di EBITDA, le aziende avranno lo stesso Enterprise Value se il multiplo viene applicato all'EBITDA medio del settore. Poiché l'EBITDA non considera gli ammortamenti, possono verificarsi due scenari distinti: una società con maggiori ammortamenti potrebbe essere sopravvalutata, poiché non riesce a sfruttare appieno i propri investimenti, ottenendo lo stesso risultato di una società con minori investimenti; al contrario, una società con minori ammortamenti potrebbe essere sopravvalutata e affrontare un deficit operativo a causa di investimenti insufficienti. In

entrambi i casi, è essenziale analizzare anche il ROIC per valutare la qualità degli investimenti effettuati (Berk, J. B., DeMarzo, P. M., Morresi, O., & Venanzi, D., 2018).

Il multiplo EV/EBITDA, non considerando gli ammortamenti, può portare a una sopravvalutazione o sottovalutazione delle aziende a seconda della loro capacità di gestire gli investimenti. È per questo motivo che il ROIC e il rapporto Capex/EBITDA diventano cruciali per una valutazione che rifletta accuratamente la qualità e l'efficacia degli investimenti. Un'analisi completa richiede dunque la considerazione di queste variabili aggiuntive per garantire che il valore stimato dell'azienda sia il più accurato possibile (Berk, J. B., DeMarzo, P. M., Morresi, O., & Venanzi, D., 2018).

#### **1.4.4 EV/Ricavi**

I multipli dei ricavi sono ampiamente utilizzati per valutare le imprese al dettaglio, ma sono anche molto versatili e spesso impiegati per approfondire l'analisi a supporto di altri multipli. Questi multipli sono comunemente usati nelle start-up, che spesso mostrano margini economici e flussi di cassa negativi nel breve termine. In queste aziende, i ricavi rappresentano spesso l'unica misura di performance disponibile.

L'EV/Ricavi ha il vantaggio di non essere influenzato dalle diverse politiche fiscali dei vari paesi e di non subire gli effetti dei differenti principi contabili adottati a livello internazionale. Inoltre, può essere applicato anche ad aziende con margini negativi. Tuttavia, il principale svantaggio dell'EV/Ricavi è che non tiene conto della redditività, che è una variabile critica per determinare il valore aziendale. Di conseguenza, in alcuni casi, potrebbe portare a valutazioni errate.

Dunque, mentre i multipli dei ricavi sono utili per valutare aziende in settori specifici e situazioni particolari, è fondamentale utilizzarli in combinazione con altri indicatori per ottenere una valutazione aziendale completa e accurata.

#### 1.4.5 P/E

Il rapporto prezzo/utili (price/earnings ratio = P/E) è uno dei multipli più utilizzati per valutare un'azienda. Si calcola dividendo il prezzo di un'azione per l'utile per azione (EPS). L'idea alla base di questo indicatore è che acquistare un'azione equivale, in qualche modo, a ottenere i diritti sugli utili futuri dell'azienda. Poiché le differenze di scala degli utili tra le aziende tendono a mantenersi nel tempo, gli investitori sono disposti a pagare di più per un'azione con utili correnti più alti. Pertanto, è possibile stimare il valore di un'azienda moltiplicando i suoi utili per azione attuali per il P/E medio di aziende simili (Berk, J. B., DeMarzo, P. M., Morresi, O., & Venanzi, D., 2018).

Per comprendere meglio il P/E, consideriamo la formula del prezzo delle azioni in caso di crescita costante dei dividendi:

$$P_0 = \frac{\text{Div}_1}{r_E - g}$$

Dividendo entrambi i termini di questa equazione per  $\text{EPS}_1$ , otteniamo la seguente formula per il P/E futuro:

$$\text{forward P/E} = \frac{P_0}{\text{EPS}_1} = \frac{\text{Div}_1/\text{EPS}_1}{r_E - g} = \frac{\text{payout}}{r_E - g}$$

Questa equazione fornisce una formula per il P/E futuro dell'azienda, che è il multiplo P/E calcolato in base agli utili futuri (stimati per i prossimi 12 mesi). Si può calcolare anche il P/E attuale utilizzando gli utili degli ultimi 12 mesi. Per la valutazione, di solito si preferisce utilizzare il P/E futuro, poiché focalizza l'attenzione sugli utili futuri (Berk, J. B., DeMarzo, P. M., Morresi, O., & Venanzi, D., 2018).

La formula esprime il P/E come una funzione del payout ratio, del tasso di crescita dell'EPS e del costo del capitale proprio. All'aumentare del tasso di crescita degli utili, il P/E aumenta. Le aziende che operano in settori con alta crescita degli utili e che generano liquidità in eccesso rispetto alle loro esigenze di investimento tendono ad avere P/E più elevati. Al contrario, le aziende con utili volatili o con alti costi del capitale avranno P/E più bassi (Berk, J. B., DeMarzo, P. M., Morresi, O., & Venanzi, D., 2018).

#### **1.4.6 EV/EBIT**

Questo multiplo possiede una logica e coerenza solide: infatti, l'utile operativo (EBIT) rappresenta il flusso di reddito che remunerà l'intero capitale investito, includendo sia i finanziatori che i proprietari.

Il multiplo presenta sia punti di forza che di debolezza. Un vantaggio è che l'EV/EBIT, come anche l'EV/EBITDA, essendo un risultato operativo al lordo delle imposte, non è influenzato dai diversi sistemi fiscali. Inoltre, come tutti i multipli del valore basati su una logica asset side, consente il confronto tra società con differenti strutture finanziarie.

Tra i principali limiti dell'EBIT, è importante evidenziare che esso include componenti derivanti dalle valutazioni di fine esercizio, come ammortamenti, svalutazioni e accantonamenti. Un punto di debolezza del multiplo risiede nella sua suscettibilità e manipolabilità da parte delle politiche di bilancio adottate.

#### **1.4.7 Processo di valutazione**

La valutazione utilizzando i multipli è un'attività complessa e soggettiva, che richiede un approccio razionale e trasparente. Le scelte compiute durante il processo di valutazione possono influenzare notevolmente i risultati ottenuti. Il processo di valutazione si articola in diverse fasi logiche:

1. Ricerca e identificazione delle aziende comparabili;
2. Selezione delle aziende più simili a quella da valutare;
3. Scelta dei multipli da utilizzare;
4. Calcolo dei multipli delle aziende comparabili selezionate e determinazione dei multipli medi del campione;
5. Applicazione dei multipli scelti per effettuare la valutazione.

La prima fase consiste nell'identificazione di aziende simili a quella oggetto di valutazione, note come "comparabili", ossia aziende che operano nello stesso settore o sono influenzate dalle stesse variabili economiche. Il cuore della valutazione con i multipli sta proprio nella selezione delle aziende comparabili, e prima ancora, nell'adozione di criteri adeguati per effettuare questa selezione. In questa fase iniziale, si cerca di ottenere un primo gruppo di aziende comparabili; successivamente, si selezionano le unità con parametri qualitativi e quantitativi più allineati a quelli

dell'azienda da valutare, come il modello di business o la redditività, effettuando una scrematura del campione.

Una volta individuate le aziende comparabili, si procederà alla scelta dei multipli più appropriati, tenendo conto delle caratteristiche del settore di appartenenza dell'azienda target. A questo punto, sarà possibile stimare i multipli basandosi sulle grandezze che caratterizzano le aziende comparabili selezionate. Per ciascuna azienda verranno calcolati i rapporti prescelti e, una volta ottenuti, si calcolerà la loro media (o mediana). Con i dati sui multipli medi del campione, sarà infine possibile valutare l'azienda target applicando i multipli alle corrispondenti grandezze economiche, finanziarie o patrimoniali dell'azienda in questione.

#### **1.4.8 I limiti dei multipli**

Se le aziende comparabili fossero perfettamente uguali, i multipli di valutazione sarebbero identici. Tuttavia, nella realtà, non esistono due aziende completamente identiche. L'efficacia di un multiplo di valutazione dipende dalla natura delle differenze tra le imprese e dalla sensibilità del multiplo a queste differenze (Berk, J. B., DeMarzo, P. M., Morresi, O., & Venanzi, D., 2018).

Le variazioni nei multipli possono essere dovute a diversi fattori, come i tassi di crescita previsti, la redditività, il rischio (e quindi il costo del capitale) e le differenze nei principi contabili adottati. Gli investitori sono consapevoli di queste differenze e il prezzo delle azioni viene determinato di conseguenza. Tuttavia, quando si valuta un'azienda utilizzando i multipli, non si dispone di una guida chiara su come correggere queste differenze, a meno di ridurre il numero di aziende comparabili realmente utilizzate.

Un importante limite del metodo dei comparabili è che non tiene conto delle rilevanti differenze tra le aziende. Ad esempio, una società potrebbe avere un team di gestione eccezionale, un'altra potrebbe aver sviluppato un processo di produzione più efficiente e un'altra ancora potrebbe possedere un brevetto per una nuova tecnologia. Queste differenze non sono adeguatamente considerate in un multiplo di valutazione (Berk, J. B., DeMarzo, P. M., Morresi, O., & Venanzi, D., 2018).

Un ulteriore svantaggio del metodo dei comparabili è che le informazioni sull'azienda possono essere incomplete o imprecise, rendendo difficile trovare comparabili significativi. Questo problema è particolarmente rilevante per le start-up o per aziende che stanno attraversando periodi di rapida crescita. Poiché molte aziende non erano in grado di giustificare il loro prezzo per azione basato sui flussi di cassa attuali o previsti, si faceva affidamento su multipli più alti per spiegare il valore di un'impresa rispetto ad altre dello stesso settore. In queste situazioni, è molto più difficile giustificare il prezzo delle azioni utilizzando stime realistiche dei flussi di cassa e il modello dei flussi di cassa scontati (Berk, J. B., DeMarzo, P. M., Morresi, O., & Venanzi, D., 2018).

#### **1.4.9 Confronto dei metodi e conclusioni sulle tecniche di valutazione**

La valutazione delle azioni può essere effettuata utilizzando vari metodi, ciascuno con i propri vantaggi e svantaggi. Uno dei metodi più utilizzati è quello dei multipli basati su aziende comparabili. Questo approccio è considerato una via più rapida rispetto ai metodi che impiegano i flussi di cassa futuri o i flussi di cassa scontati. Anziché stimare il costo del capitale aziendale e gli utili futuri, ci si affida al mercato per valutare aziende con caratteristiche simili. La semplicità di questo metodo è uno dei suoi principali vantaggi, insieme al fatto che riflette le valutazioni basate sui prezzi correnti

di aziende simili. Tuttavia, un limite significativo è che le previsioni sui flussi di cassa futuri potrebbero non essere (Berk, J. B., DeMarzo, P. M., Morresi, O., & Venanzi, D., 2018).

Un altro metodo di valutazione è quello dei flussi di cassa scontati, che ha il vantaggio di includere informazioni specifiche sul costo del capitale dell'azienda e sulla sua crescita futura. Poiché il vero motore del valore di un'impresa è la sua capacità di generare flussi di cassa per gli investitori, i metodi che utilizzano i flussi di cassa scontati tendono ad essere più precisi rispetto all'utilizzo dei multipli. In particolare, questi metodi chiariscono quale performance futura l'azienda deve raggiungere per giustificare il suo valore attuale (Berk, J. B., DeMarzo, P. M., Morresi, O., & Venanzi, D., 2018).

Tuttavia, nessuna tecnica riesce a fornire una risposta definitiva sul "vero" valore di un'azione. Tutti gli approcci richiedono ipotesi e previsioni che sono soggette a incertezze, rendendo difficile ottenere una valutazione definitiva del valore dell'azienda. Per questo motivo, molti esperti combinano diversi metodi di valutazione, ottenendo risultati coerenti che riducono il margine di errore. L'utilizzo simultaneo di vari approcci permette di triangolare il valore stimato dell'azienda, aumentando la fiducia nei risultati ottenuti.

I metodi basati sui multipli offrono semplicità e riflettono le valutazioni di mercato attuali, mentre i metodi dei flussi di cassa scontati offrono una maggiore precisione incorporando le specificità dell'azienda. La scelta del metodo di valutazione dipende dalle circostanze specifiche e dall'accuratezza delle informazioni disponibili. Utilizzare una combinazione di metodi può offrire una valutazione più robusta e affidabile, riducendo l'impatto delle singole incertezze e fornendo una visione più

completa del valore dell'azienda (Berk, J. B., DeMarzo, P. M., Morresi, O., & Venanzi, D., 2018).

## **1.5 Informazioni, concorrenza e prezzi delle azioni**

I modelli di valutazione collegano i flussi di cassa futuri dell'azienda con il costo del capitale, determinato dal rischio, e con il valore delle azioni. Se il prezzo di mercato di un'azione differisce significativamente dal valore stimato, ci si deve chiedere se il modello utilizzato sia incompleto o se vi siano errori nella valutazione del rischio e dei futuri flussi di cassa dell'azienda. È essenziale considerare questa questione per comprendere le implicazioni per i manager aziendali (Berk, J. B., DeMarzo, P. M., Morresi, O., & Venanzi, D., 2018).

### **1.5.1 Le informazioni si riflettono sul prezzo delle azioni**

Quando si esegue un'analisi del valore di un'azienda, è comune confrontare i risultati con quelli di altri analisti esperti. Supponiamo che un analista junior valuti un'azione a \$30 per azione e scopra che un analista più esperto ha stimato lo stesso titolo tra \$15 e \$20. In questa situazione, l'analista junior potrebbe rivedere la propria analisi per avvicinarsi alla stima dell'analista esperto (Berk, J. B., DeMarzo, P. M., Morresi, O., & Venanzi, D., 2018).

Questo tipo di dinamica si verifica spesso sul mercato azionario, dove molte analisi e opinioni si riflettono nel prezzo delle azioni. Se un modello di valutazione suggerisce che un'azione vale \$30, ma il mercato la scambia a \$20, ciò implica che molti investitori, spesso con accesso alle migliori informazioni disponibili, non concordano

con quella valutazione. Questo dovrebbe indurre a una riflessione critica sull'analisi effettuata.

L'informazione disponibile per due delle tre variabili principali (flussi di cassa futuri, costo del capitale e prezzo delle azioni) permette di trarre conclusioni sulla terza. In generale, il prezzo di mercato di un'azienda quotata riflette già una valutazione molto accurata, frutto dell'aggregazione di molteplici opinioni di investitori (Berk, J. B., DeMarzo, P. M., Morresi, O., & Venanzi, D., 2018).

### **1.5.2 Concorrenza e mercati efficienti**

La concorrenza tra investitori è fondamentale per l'efficienza del mercato. Se è disponibile l'informazione che l'acquisto di un'azione genererà un valore attuale netto (VAN) positivo, gli investitori agiranno di conseguenza, facendo salire il prezzo dell'azione per riflettere il valore previsto. Allo stesso modo, se l'informazione suggerisce che la vendita di un'azione produrrà un VAN positivo, il prezzo dell'azione scenderà (Berk, J. B., DeMarzo, P. M., Morresi, O., & Venanzi, D., 2018).

Questa dinamica è alla base dell'ipotesi del mercato efficiente, secondo la quale i prezzi delle azioni riflettono tutte le informazioni disponibili. La presenza di concorrenza tra gli investitori garantisce che ogni nuova informazione sia rapidamente incorporata nei prezzi di mercato.

### **1.5.3 Conseguenze per gli investitori e manager**

L'efficienza del mercato ha implicazioni importanti sia per gli investitori che per i manager aziendali. Gli investitori devono identificare opportunità di trading con VAN positivo solo in presenza di barriere alla concorrenza. Un vantaggio competitivo può

derivare da informazioni esclusive o da costi di transazione inferiori rispetto agli altri operatori di mercato (Berk, J. B., DeMarzo, P. M., Morresi, O., & Venanzi, D., 2018).

Per i manager, il valore di un'azione dipende dai flussi di cassa che l'azienda genera per i suoi investitori. Pertanto, è cruciale concentrarsi su decisioni che aumentino i flussi di cassa futuri dell'azienda. Inoltre, evitare illusioni contabili e utilizzare le transazioni finanziarie per sostenere investimenti con VAN positivo sono strategie essenziali per allineare gli interessi degli investitori con quelli (Berk, J. B., DeMarzo, P. M., Morresi, O., & Venanzi, D., 2018).

#### **1.5.4 Ipotesi del mercato efficiente e assenza d'arbitraggio a confronto**

L'ipotesi del mercato efficiente afferma che i prezzi delle azioni riflettono tutte le informazioni disponibili e che non esistono opportunità di arbitraggio persistenti. In altre parole, è impossibile ottenere profitti straordinari senza assumere rischi aggiuntivi. Questa ipotesi presuppone che le informazioni siano equamente distribuite tra tutti gli investitori e che questi agiscano razionalmente e tempestivamente.

L'assenza di arbitraggio si basa sull'idea che qualsiasi discrepanza di prezzo tra titoli simili sarà rapidamente eliminata dagli investitori che sfruttano queste differenze. Questa teoria implica che le opportunità di arbitraggio emergono e scompaiono rapidamente, mantenendo l'efficienza del mercato nel lungo periodo (Berk, J. B., DeMarzo, P. M., Morresi, O., & Venanzi, D., 2018).

Per testare l'ipotesi del mercato efficiente, è utile concentrarsi sulla relazione tra informazione e prezzi e capire se la valutazione del mercato riflette il valore economico delle aziende. Questo approccio permette di esaminare come il rischio e il rendimento influenzino il comportamento degli investitori, fornendo una base teorica per le

decisioni di investimento (Berk, J. B., DeMarzo, P. M., Morresi, O., & Venanzi, D., 2018).

## Capitolo 2: Il settore dei veicoli commerciali

Il settore dei veicoli commerciali è un mercato dinamico e strategicamente importante che svolge un ruolo cruciale nell'economia globale. Questo settore comprende una vasta gamma di veicoli utilizzati per il trasporto di merci e persone, tra cui camion leggeri e pesanti, autobus e veicoli speciali. La domanda di veicoli commerciali è strettamente correlata alla crescita economica, alle attività industriali, alle infrastrutture di trasporto e alla logistica, rendendolo un indicatore chiave della salute economica (Commercial Vehicle Market Size, Share | Industry Report [2032], n.d.).

Per analizzare il settore dei veicoli commerciali in cui opera prettamente Iveco group bisogna avere un'idea delle dimensioni di questo rispetto al contesto automotive nella sua interezza. Un'importante considerazione da fare in studi di settori che abbraccino questo periodo di riferimento (post covid) sono gli impatti che ha avuto il covid su questo e gli strascichi che si porta e si porterà dietro per molto tempo. In particolare, il settore dell'automotive ha sicuramente risentito dei vari lockdown in diversi modi. Sicuramente l'essere “bloccati” in casa e quindi non dovendo utilizzare l'auto e l'incertezza economica hanno permesso di rimandare molti acquisti di autoveicoli e quindi ha ridotto drasticamente le vendite. Tali blocchi dati dai vari lockdown hanno messo in crisi le catene di approvvigionamento che ormai si erano estese a livello globale portando a fenomeni come il nearshoring e il reshoring.

A tutto ciò si aggiunge un'ulteriore crisi esterna causata principalmente dal covid, la crisi dei semi conduttori. A causa dell'interruzione della produzione come accaduto anche nel settore automotive ha ridotto di molto la produzione di componenti elettroniche a cui si va ad aggiungere l'aumento elevato di computer e simili per supportare lo smartworking e le lezioni a distanza per gli studenti. Tutto ciò ha limitato

la reperibilità di semiconduttori che vengono utilizzati per assemblare i chip e altri elementi di base di qualsiasi prodotto elettronico e che servono anche per la produzione di auto. Tale crisi è finita per perdurare anche quando il covid era diventato un ricordo e soprattutto ha portato diverse case automobilistiche a muoversi in ottiche di “insourcing” per le attività di estrazione di semiconduttori e produzione di chip.

I dati dell’OICA nel 2020 mostrano una riduzione della produzione a livello globale del 16% che arriva ad un 22% per l’Europa che mostrava una quota rilevante a livello mondiale. Tutti i grandi paesi produttori mostrano una riduzione compresa tra l’11% e il 40%. Tale crisi e contrazione ha portato alcuni produttori che avevano nel loro portafoglio prodotti sia veicoli commerciali che automobili a sacrificare capacità produttiva, che in questo caso era intesa come disponibilità di semiconduttori, a favore di quest’ultime e quindi ha portato questi produttori a contrarre l’esposizione nel mercato dei veicoli commerciali. Confrontando i dati riportati dall’OICA notiamo come il mercato dei veicoli commerciali rappresenti il 30% circa dell’intera vendita di veicoli venduti nel mondo. Arrivando a registrare nel 2021 una dimensione di 821 miliardi di dollari (OICA, n.d.):

Tabella 3

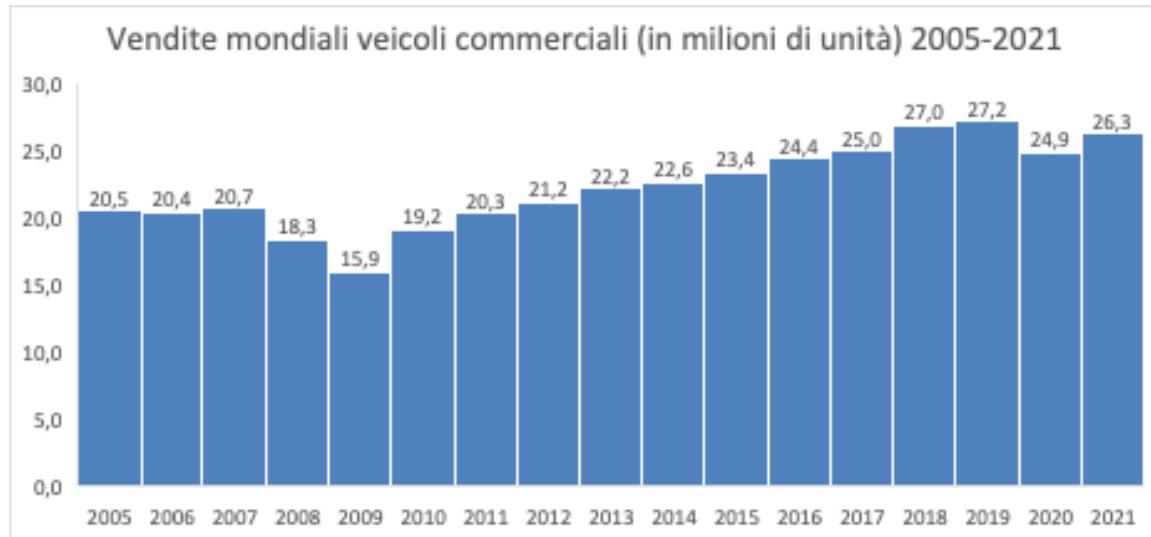
Vendite	2019	2020	2021
Tutti i veicoli	92.065.258	79.668.562	83.638.420
Veicoli commerciali	27.261.838	24.926.445	26.362.380
	29,6%	31,3%	31,5%

*Fonte: OICA, n.d.*

Tali dati se osservati insieme ai dati di produzione mondiale mostrano una battuta d’arresto nella crescita che andava avanti dal 2009 a causa del covid come citato prima.

Tale informazione fa immaginare come nel tempo tale crescita possa essere ripresa come mostrano già i dati del 2021 (Statista Reaserch Department, 2023).

Figura 1



*Fonte: (Statista Reaserch Department, 2023)*

Per quanto riguarda invece la struttura interna del settore possiamo notare come si suddivida a seconda del tipo di veicolo (Bus, veicoli leggeri e camion) e tale struttura tende a rimanere stabile nel tempo e mostra come i veicoli leggeri la fanno da padroni per tale motivo troviamo tra i key player produttori di automobili come Toyota, Fiat, Volkswagen e altri che si ritagliano una posizione rilevante nell'intero mercato dei veicoli commerciali contro i produttori più specializzati come Daimler, Scania e Iveco che si concentrano soprattutto su veicoli “pesanti”.

Daimler AG viene infatti considerato l'attore leader nel mercato mondiale grazie alla sua presenza geografica e ampio portafoglio prodotti che include BhratBenz, Freightliner, Wester star, Mercedes-Benz, Fuso, Setra e Thomas Built Buses.

Tabella 4

Vendite	2019	2020	2021
Bus	14%	15%	14%
Veicoli leggeri	74%	72%	73%
Camion	12%	13%	13%
<b>Totale</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

*Fonte: Commercial vehicle market size, share: Industry report [2032]*

Un ultimo accenno va dato a quello che sarà il futuro del settore, come il più grande settore dell'automotive, ci si muoverà sempre di più sulla mobilità sostenibile e per questo tale settore sta subendo ma soprattutto in futuro subirà molte trasformazioni. Con la spinta delle istituzioni e la voglia di rimanere competitivi tutti i player stanno già lavorando allo sviluppo della propulsione elettrica vedendo per esempio l'affacciarsi di nuovi player come, per esempio, Tesla che promette prodotti futuristi con addirittura la possibilità di avere la guida autonoma oltre l'eliminazione dei motori termici. All'interno della mobilità su gomme, i veicoli commerciali presentano la percentuale minore di elettrificazione e per questo che con la tecnologia giusta tale settore mostrerebbe una crescita ingente (Commercial vehicle market size, share: Industry report [2032]).

Nel corso degli anni, il settore dei veicoli commerciali ha visto significativi sviluppi tecnologici e cambiamenti strutturali. L'adozione di tecnologie avanzate, come i veicoli elettrici e a idrogeno, e l'integrazione di sistemi digitali e connessi stanno trasformando il panorama del settore. Questi progressi non solo migliorano l'efficienza

operativa e la sicurezza, ma rispondono anche alle crescenti preoccupazioni ambientali e alle normative sempre più stringenti sulle emissioni (Iveco Group, n.d.)

I principali attori del settore, tra cui Daimler Truck, Traton, Volvo e Iveco, stanno investendo pesantemente in ricerca e sviluppo per mantenere la loro competitività e rispondere alle nuove sfide del mercato. Questi investimenti sono essenziali per innovare e sviluppare nuove soluzioni che soddisfino le esigenze in continua evoluzione dei clienti e delle normative (Wikimedia Foundation, 2024).

Il mercato dei veicoli commerciali è caratterizzato da una forte concorrenza e da una distribuzione geografica diversificata. Regionale, le dinamiche del mercato variano significativamente, con la Grande Cina che domina il mercato dei camion pesanti, seguita da Europa e Nord America. Ogni regione presenta opportunità e sfide uniche, influenzate da fattori economici, tecnologici e normativi (OICA, n.d.).

In questo capitolo, esploreremo in dettaglio il settore dei veicoli commerciali, analizzando la domanda e l'offerta, le strategie dei principali produttori, le innovazioni tecnologiche e le sfide critiche che il settore deve affrontare. Particolare attenzione sarà dedicata al Gruppo Iveco, un leader nel mercato europeo con una forte presenza globale, e ai suoi principali concorrenti. Inoltre, verranno esaminati i diversi metodi di valutazione d'azienda applicati nel settore, inclusi il Discount Cash Flow (DCF), il metodo patrimoniale, l'Economic Value Added (EVA) e i multipli di valore, compreso il Price/Earnings (P/E).

Attraverso questa analisi, cercheremo di fornire una comprensione approfondita delle dinamiche che guidano il settore dei veicoli commerciali e delle strategie che le aziende devono adottare per rimanere competitive e sostenibili in un mercato in rapida evoluzione.

## 2.1 Il settore dei veicoli commerciali

Il settore dei veicoli commerciali è un mercato dinamico e in continua evoluzione, caratterizzato da una forte domanda globale e da significativi investimenti in innovazione e sostenibilità. Analizzando la dimensione del mercato dei camion con una capacità superiore a 15 tonnellate, si osserva che la Grande Cina domina con 848.902 unità, seguita da Europa (401.597 unità) e Nord America (301.242 unità). L'Asia meridionale, il Sud America, il Giappone/Corea e il Medio Oriente/Africa completano il quadro, contribuendo complessivamente a un totale di 2.158.858 unità nel 2022 (Commercial Vehicle Market Size, Share | Industry Report [2032], n.d.; Yahoo! Finance, n.d.).

I principali attori nel segmento dei camion con capacità superiore a 15 tonnellate includono Daimler Truck, Traton, FAW, CNHTC e Volvo, con Daimler Truck in testa con quasi 300.000 unità vendute. Iveco si colloca tra i primi venti, evidenziando la sua presenza significativa nel mercato globale (Wikimedia Foundation, 2024). Questa posizione di rilievo è il risultato di una strategia mirata di espansione e consolidamento del mercato (Iveco Group, n.d.).

Dal punto di vista geografico, Daimler Truck domina in Europa e Nord America, mentre FAW e CNHTC sono leader in Cina. Iveco, con una forte presenza in Europa, detiene il 73% della sua esposizione geografica nel continente, con una presenza limitata in altre regioni. Questa distribuzione geografica evidenzia l'importanza strategica del mercato europeo per Iveco e la necessità di espandere ulteriormente in altre regioni per diversificare le fonti di reddito (Iveco Group, n.d.; Giay-Levra, n.d.).

L'esposizione per segmento mostra che Daimler Truck, Traton e Volvo sono fortemente orientati verso i veicoli pesanti (>15t), mentre Iveco mantiene una presenza bilanciata tra veicoli leggeri (6-15t) e pesanti (>15t) (Wikimedia Foundation, 2024). Questa

diversificazione permette a Iveco di rispondere in modo flessibile alle diverse esigenze del mercato e di ottimizzare la sua offerta.

Le prospettive di mercato sono influenzate da vari fattori, tra cui il registro degli ordini arretrati e le problematiche della catena di fornitura, come la carenza di semiconduttori. Tuttavia, si prevede una ripresa della produzione, con stime di crescita a una cifra singola in Europa, Nord America e Brasile. Questa ripresa è sostenuta da un robusto registro degli ordini arretrati e dalla continua domanda di veicoli commerciali pesanti.

Il mix geografico dei ricavi del Gruppo Iveco mostra che quasi il 75% dei propri ricavi proviene dall'Europa, il 6% dal Sud America e il 5% dal Nord America. Questa distribuzione sottolinea la forte dipendenza dal mercato europeo e la necessità di espandersi ulteriormente in altre regioni per ridurre i rischi e aumentare le opportunità di crescita (Iveco Group, n.d.).

Oltre alle dinamiche di mercato, un altro aspetto cruciale del settore dei veicoli commerciali è l'innovazione tecnologica. Le aziende stanno investendo pesantemente in tecnologie di propulsione alternativa, come i veicoli elettrici e a idrogeno, per rispondere alle crescenti preoccupazioni ambientali e alle normative più rigorose. Iveco, ad esempio, ha stabilito una joint venture con Nikola per sviluppare camion elettrici a batteria e a celle a combustibile a idrogeno, dimostrando il suo impegno verso la sostenibilità e l'innovazione (Iveco Group, n.d.; Giay-Levra, n.d.).

Le collaborazioni strategiche tra i produttori di veicoli commerciali e le aziende tecnologiche stanno accelerando lo sviluppo di veicoli autonomi e connessi, migliorando l'efficienza operativa e la sicurezza. Ad esempio, Iveco ha stretto partnership con Amazon Web Services per l'uso di servizi basati su intelligenza artificiale e con Plus per la guida autonoma (Wikimedia Foundation, 2024). Queste

collaborazioni permettono a Iveco di integrare tecnologie avanzate nei suoi veicoli e di espandere la sua offerta di prodotti a zero emissioni.

Il futuro del settore dei veicoli commerciali sarà caratterizzato da un'ulteriore integrazione di tecnologie avanzate e da un impegno costante verso la sostenibilità. Le previsioni di crescita del volume dei veicoli pesanti indicano un trend positivo, con un aumento della produzione previsto in tutte le principali regioni, sostenuto dalla domanda di soluzioni di trasporto più efficienti e sostenibili (Commercial Vehicle Market Size, Share | Industry Report [2032], n.d.; Yahoo! Finance, n.d.).

In conclusione, il settore dei veicoli commerciali rappresenta una componente vitale dell'economia globale, con un impatto significativo sul commercio e sulla logistica. Le aziende che riusciranno a innovare e a rispondere alle esigenze in evoluzione del mercato, come il Gruppo Iveco, saranno ben posizionate per cogliere le opportunità future e contribuire a un trasporto più sostenibile ed efficiente. Con una strategia ben delineata e obiettivi ambiziosi, Iveco continua a rafforzare la sua posizione di leader nel settore dei veicoli commerciali e industriali, garantendo una crescita sostenibile e un servizio clienti eccellente.

### **2.1.1 Analisi della domanda**

L'analisi della domanda nel settore dei veicoli commerciali rivela un quadro complesso e dinamico, influenzato da vari fattori economici, tecnologici e regolamentari. La domanda globale di veicoli commerciali è strettamente legata alla crescita economica generale, alle attività di costruzione e infrastrutturali, nonché alle politiche governative che promuovono il rinnovo delle flotte per migliorare l'efficienza energetica e ridurre le emissioni (Commercial Vehicle Market Size, Share | Industry Report [2032], n.d.; Yahoo! Finance, n.d.). La ripresa economica post-pandemia ha stimolato un aumento

della domanda, supportato dalla necessità di veicoli per la distribuzione e la logistica, soprattutto in un contesto di espansione dell'e-commerce. Nel 2023, il mercato globale dei veicoli commerciali è cresciuto del 5,2%, con un incremento particolarmente forte in Europa e Nord America.

L'evoluzione tecnologica gioca un ruolo cruciale. L'adozione di veicoli elettrici e ibridi è in crescita, spinta da incentivi governativi e dalle normative sulle emissioni sempre più stringenti. Ad esempio, nel 2023, le vendite di veicoli commerciali elettrici in Europa sono aumentate del 45%, rappresentando il 7% del totale delle vendite di veicoli commerciali (Commercial Vehicle Market Size, Share | Industry Report [2032], n.d.; Iveco Group, n.d.). Questa transizione verso soluzioni più sostenibili rappresenta una risposta alle preoccupazioni ambientali e alle pressioni per ridurre la dipendenza dai combustibili fossili. Tuttavia, la domanda per questi veicoli è anche influenzata dalla disponibilità di infrastrutture di ricarica e dalla continua innovazione nel settore delle batterie, che mira a migliorare l'autonomia e ridurre i tempi di ricarica (Iveco Group, n.d.; Giay-Levra, n.d.).

L'importanza della digitalizzazione e della connettività nei veicoli commerciali sta trasformando il settore. Le flotte moderne richiedono sempre più soluzioni di gestione digitale che migliorano l'efficienza operativa, la sicurezza e la tracciabilità. Questo crescente interesse per le tecnologie avanzate contribuisce a una domanda sostenuta per i nuovi modelli di veicoli dotati di tali innovazioni. Nel 2023, si stima che il 60% delle nuove flotte commerciali abbia incorporato sistemi di gestione digitale avanzati, un aumento significativo rispetto al 45% del 2020 (Wikimedia Foundation, 2024).

Inoltre, il mercato globale dei veicoli commerciali è previsto raggiungere i 1,82 trilioni di dollari entro il 2028, con un tasso di crescita annuo composto (CAGR) del 5,2% dal 2021 al 2028. La crescita continua delle attività di costruzione e dell'industria mineraria,

insieme allo sviluppo delle infrastrutture stradali, è attesa come principale motore di espansione (Commercial Vehicle Market Size, Share | Industry Report [2032], n.d.).

Anche la crescita inarrestabile dell'e-commerce, che ha trasformato radicalmente l'industria della logistica, contribuirà significativamente alla domanda di veicoli commerciali. La regione del Nord America, che ha rappresentato il 50% del mercato nel 2020, continuerà a crescere grazie agli investimenti infrastrutturali e alle politiche governative a sostegno della produzione automobilistica interna (OICA, n.d.).

La pandemia di COVID-19 ha avuto un impatto significativo sul mercato globale dei veicoli commerciali. Le misure di lockdown, le interruzioni della catena di approvvigionamento e le incertezze economiche hanno portato a un calo della domanda di veicoli commerciali. Con le restrizioni sui movimenti e le attività commerciali, settori come la logistica, la costruzione e il trasporto hanno registrato una riduzione della domanda. Tuttavia, il mercato ha mostrato segni di ripresa con la graduale ripresa delle attività economiche e il rilancio dei progetti infrastrutturali. Si prevede che il mercato crescerà da 1.073,73 miliardi di dollari nel 2023 a 2.080,03 miliardi di dollari entro il 2032, con un CAGR del 7,3% durante il periodo di previsione (Commercial Vehicle Market Size, Share | Industry Report [2032], n.d.; Iveco Group, n.d.).

Dunque, la domanda nel settore dei veicoli commerciali è il risultato di una combinazione di fattori economici, tecnologici e regolamentari. La continua evoluzione delle esigenze di mercato e le nuove sfide ambientali e tecnologiche rappresentano sia opportunità che sfide per i produttori, i quali devono adattarsi rapidamente a un panorama in costante cambiamento per rimanere competitivi. Con una crescita prevista del mercato globale dei veicoli commerciali del 4,8% annuo fino al 2025, i produttori devono affrontare la sfida di soddisfare una domanda sempre più sofisticata e

diversificata, mantenendo al contempo un impegno verso la sostenibilità e l'innovazione tecnologica (Iveco Group, n.d.).

### **2.1.2 Analisi dell'offerta**

L'offerta nel settore dei veicoli commerciali è caratterizzata da una vasta gamma di strategie di distribuzione, innovazioni tecnologiche e collaborazioni strategiche. Iveco, ad esempio, adotta una strategia di distribuzione che combina concessionari propri e indipendenti, con una rete globale di oltre 670 concessionari e 5.000 punti di assistenza. Questa rete estesa permette di fornire servizi di vendita e assistenza efficienti, coprendo aree geografiche strategiche come Africa e Medio Oriente (Iveco Group, n.d.).

Un elemento fondamentale dell'offerta di veicoli commerciali è l'innovazione tecnologica. Iveco, ad esempio, punta a sviluppare un portafoglio di veicoli elettrici e ibridi per rispondere alle normative ambientali sempre più stringenti e alle esigenze di sostenibilità. La joint venture con Nikola Corporation per la produzione di veicoli elettrici e a idrogeno è un esempio di come le collaborazioni strategiche possano ampliare l'offerta e penetrare nuovi mercati (Iveco Group, n.d.; Giay-Levra, n.d.).

Il mercato globale dei veicoli commerciali è altamente competitivo, con attori principali come Daimler, Traton, Volvo, PACCAR e Iveco che si contendono la leadership. Daimler domina il mercato in Nord America con una quota del 44%, mentre Traton è leader in Europa con il 27%. Questi produttori stanno investendo massicciamente in tecnologie avanzate come la digitalizzazione e la connettività dei veicoli, migliorando l'efficienza operativa, la sicurezza e la tracciabilità delle flotte (Wikimedia Foundation, 2024).

Il mercato globale dei veicoli commerciali è previsto raggiungere i 1,82 trilioni di dollari entro il 2028, con un tasso di crescita annuo composto (CAGR) del 5,2%. Questo incremento è sostenuto dalla ripresa economica post-pandemia e dalla crescente domanda

di veicoli per la logistica e il trasporto, stimolata dall'espansione dell'e-commerce e dallo sviluppo delle infrastrutture. Nel 2023, il mercato globale dei veicoli commerciali è cresciuto del 5,2%, con un incremento particolarmente forte in Europa e Nord America (Yahoo! Finance, n.d.).

La pandemia di COVID-19 ha avuto un impatto significativo sull'offerta, causando interruzioni nella catena di approvvigionamento e una temporanea diminuzione della produzione. Tuttavia, il settore ha mostrato resilienza con una rapida ripresa. Con la graduale ripresa delle attività economiche e il rilancio dei progetti infrastrutturali, la produzione è tornata a crescere. Si prevede che il mercato crescerà da 1.073,73 miliardi di dollari nel 2023 a 2.080,03 miliardi di dollari entro il 2032, con un CAGR del 7,3% durante il periodo di previsione (Commercial Vehicle Market Size, Share | Industry Report [2032], n.d.).

I produttori stanno anche rispondendo alla crescente domanda di servizi personalizzati, offrendo soluzioni di finanziamento, noleggio e leasing per adattarsi meglio alle esigenze specifiche delle aziende. La crescente attenzione alla sicurezza, con l'integrazione di sistemi avanzati di assistenza alla guida, sta ulteriormente trasformando l'offerta nel settore. Ad esempio, l'introduzione del truck platooning, che consente ai camion di viaggiare in convogli, migliora l'efficienza del carburante e la sicurezza stradale (Wikimedia Foundation, 2024).

Il mercato è segmentato per regione, con il Nord America che rappresenta una delle aree più rilevanti grazie agli investimenti infrastrutturali e alle politiche governative a sostegno della produzione automobilistica interna. In Europa, la concorrenza è intensa, con Traton che detiene una quota di mercato del 27%, seguito da Volvo e Daimler.

In conclusione, l'analisi dell'offerta nel settore dei veicoli commerciali evidenzia un panorama dinamico, caratterizzato da una forte innovazione tecnologica, collaborazioni strategiche e una crescente attenzione alla sostenibilità. I produttori devono adattarsi rapidamente alle nuove sfide e opportunità per rimanere competitivi in un mercato in continua evoluzione.

## **2.2 Gruppo Iveco S.P.A**

Il Gruppo Iveco, con sede a Torino, è un leader mondiale nel settore dei beni d'investimento, specializzato nella progettazione, produzione, commercializzazione, vendita, assistenza e finanziamento di camion, veicoli commerciali, autobus e veicoli speciali per servizi antincendio, difesa e altri usi. Inoltre, il gruppo sviluppa e produce motori a combustione, sistemi di propulsione alternativi, trasmissioni e assali.

Nel 2020, Iveco ha generato un fatturato di 10,41 miliardi di euro, registrando un calo del 12,8% rispetto al 2019. L'azienda impiegava 32.964 persone, principalmente in Europa, e operava in 36 paesi attraverso società di servizi manifatturieri, commerciali e finanziari (IVECO Group, 2023).

Nel 2023, Iveco ha visto una crescita significativa, con un fatturato consolidato di 16 miliardi di euro, un aumento del 13% rispetto all'anno precedente. L'EBIT rettificato è stato di 940 milioni di euro, con un incremento di 413 milioni rispetto al 2022. Il flusso di cassa positivo delle attività industriali è stato di 412 milioni di euro, e l'azienda ha proposto un dividendo annuale di 0,22 euro per azione (IVECO Group, 2023).

Iveco ha fissato ambiziosi obiettivi di fatturato: 15 miliardi di euro entro il 2024 e 17 miliardi di euro entro il 2026. Si prevede inoltre un margine EBIT rettificato del 5-6% entro il 2026, rispetto al 3,6% del 2019 (IVECO Group, 2023). Questi obiettivi

riflettono l'impegno di Iveco nel miglioramento continuo e nell'innovazione, nonostante le sfide del mercato, come i problemi nella catena di fornitura dei semiconduttori e l'aumento delle spese in conto capitale per lo sviluppo di tecnologie di elettrificazione e guida autonoma.

Nel 2023, Iveco ha dimostrato una solida performance non solo in termini di crescita dei ricavi, ma anche nell'incremento dell'utile netto rettificato a 352 milioni di euro e del flusso di cassa operativo a 1,336 miliardi di euro (IVECO Group, 2023).

Il portafolio prodotti del gruppo comprende vari marchi specializzati: Iveco, Iveco Astra, Iveco Bus, Heuliez Bus, Iveco Defence Vehicles, Magirus, FPT Industrial e Iveco Capital, ciascuno dei quali apporta competenze uniche nei propri settori di riferimento (J.P. Morgan, 2022).

Il marchio Iveco è il cuore pulsante del gruppo, con una vasta gamma di veicoli commerciali leggeri, medi e pesanti. Attualmente, l'azienda produce circa 3.700 diversi modelli di veicoli, che coprono le esigenze di un'ampia varietà di mercati, dal trasporto commerciale stradale a quello fuoristrada. Iveco ha consolidato una posizione di leadership in Europa, con una quota di mercato del 25% nel settore dei veicoli cabinati pesanti, soprattutto grazie a modelli iconici come il Daily, l'Eurocargo, il Trakker e l'S-Way. Questi veicoli sono apprezzati per la loro versatilità, affidabilità e capacità di rispondere alle esigenze più complesse dei clienti professionali. Inoltre, il marchio Iveco si distingue per il suo forte impegno verso l'innovazione ecologica, con lo sviluppo di motori alimentati a diesel ecologico e gas naturale. L'azienda sta investendo molto nell'ottimizzazione dei motori per il gas naturale compresso (CNG) e liquefatto (LNG), mirando a posizionarsi come leader nella transizione verso una mobilità più sostenibile. A questo scopo, Iveco ha tracciato una roadmap che prevede

l'introduzione di una gamma completa di veicoli a zero emissioni nei prossimi anni, in linea con gli obiettivi globali di decarbonizzazione (J.P. Morgan, 2022).

Iveco Astra è il marchio specializzato nella produzione di veicoli destinati alle condizioni di lavoro estreme, come le cave, le miniere e i cantieri più impegnativi. I veicoli Astra sono noti per la loro robustezza e capacità di operare in ambienti difficili, dove le condizioni climatiche e geografiche sfidano la resistenza dei mezzi. La gamma di prodotti comprende veicoli da cantiere, autocarri con cassone ribaltabile e altri veicoli specializzati progettati per il trasporto di carichi pesanti e operazioni complesse (J.P. Morgan, 2022). La capacità di Astra di rispondere alle esigenze di settori come l'estrazione mineraria e il trasporto pesante ha consolidato la sua reputazione come partner affidabile per le imprese globali che operano in contesti estremi.

Nel settore del trasporto pubblico, Iveco Bus e Heuliez Bus rappresentano due pilastri fondamentali del gruppo, offrendo soluzioni di mobilità sostenibile e ad alte prestazioni. Iveco Bus è uno dei principali attori nel mercato degli autobus pesanti, con una quota di mercato del 26% in Europa. La gamma di prodotti include autobus urbani, interurbani, minibus, scuolabus e pullman turistici, con una forte attenzione alla sostenibilità ambientale. Grazie a soluzioni a gas naturale ed elettriche, Iveco Bus contribuisce alla riduzione delle emissioni nel settore dei trasporti pubblici. Heuliez Bus, invece, è particolarmente rinomata in Francia per la produzione di autobus urbani elettrici, giocando un ruolo chiave nello sviluppo di soluzioni di mobilità a zero emissioni. Entrambi i marchi condividono tecnologie con i veicoli commerciali di Iveco, il che consente di sfruttare sinergie produttive e tecnologiche, aumentando la competitività sul mercato. La loro presenza si estende non solo in Europa, ma anche in Medio Oriente e Africa, e i piani di espansione prevedono un maggiore focus

sull'America Latina, con l'introduzione di nuovi modelli pensati per rispondere alle esigenze specifiche di quei mercati (J.P. Morgan, 2022).

Un altro marchio di rilievo all'interno del gruppo è Iveco Defence Vehicles, che produce veicoli specializzati per missioni di difesa e protezione civile. Il portafoglio di prodotti include veicoli blindati, multiruolo, tattici e logistici, progettati per offrire protezione e mobilità in ambienti di conflitto e durante operazioni di soccorso. Questi veicoli sono impiegati in operazioni militari e missioni umanitarie in tutto il mondo, dimostrando l'affidabilità e la versatilità del marchio. La capacità di Iveco Defence Vehicles di personalizzare i propri veicoli in base alle esigenze specifiche dei clienti è uno dei fattori chiave che ha permesso al marchio di diventare un partner strategico per numerosi governi e forze armate internazionali (J.P. Morgan, 2022).

Nel settore delle emergenze civili e della protezione contro i disastri naturali, Magirus è il marchio di riferimento del gruppo Iveco. Specializzata nella produzione di veicoli per la gestione delle emergenze, Magirus è leader nella produzione di autopompe, autoscale girevoli e veicoli di soccorso, utilizzati in tutto il mondo per affrontare incendi, alluvioni, terremoti ed esplosioni. La capacità di Magirus di integrare tecnologie innovative e soluzioni digitali nei suoi veicoli garantisce un'efficienza operativa senza pari nelle situazioni di emergenza.

Nel campo della propulsione, FPT Industrial gioca un ruolo cruciale, progettando e producendo motori a combustione e sistemi di propulsione alternativi. Il marchio ha oltre 20 anni di esperienza nella ricerca e sviluppo di motori a gas naturale, e i suoi prodotti includono sei diverse gamme di motori, compatibili con una varietà di carburanti alternativi, come biodiesel e oli vegetali idrogenati. FPT Industrial ha inoltre acquisito la società Potenza Technology, specializzata in sistemi di propulsione

elettrici e ibridi, con l'obiettivo di accelerare il processo di elettrificazione dei propri prodotti e fornire soluzioni innovative per la mobilità sostenibile.

Infine, Iveco Capital completa il portafoglio del gruppo con una vasta gamma di servizi finanziari e assicurativi per clienti, concessionari e importatori. Iveco Capital offre soluzioni di leasing operativo e finanziario, finanziamenti al dettaglio per l'acquisto di veicoli nuovi e usati e servizi di factoring. Questi servizi finanziari sono strettamente integrati con l'offerta di prodotti del gruppo, consentendo ai clienti di accedere a soluzioni personalizzate che soddisfano le loro esigenze specifiche di finanziamento e gestione dei veicoli (J.P. Morgan, 2022).

Si può affermare che il portafoglio prodotti di Iveco Group riflette una combinazione di innovazione tecnologica, sostenibilità e versatilità, che ha permesso all'azienda di consolidare la sua posizione di leadership nel settore dei veicoli commerciali e industriali. Grazie alla diversificazione dei marchi e all'attenzione costante all'efficienza e alla riduzione delle emissioni, Iveco Group è ben posizionata per affrontare le sfide future della mobilità sostenibile e continuare a crescere in un panorama industriale in costante evoluzione. Infatti, Iveco è fortemente impegnata nello sviluppo di veicoli a basse emissioni e sta introducendo una gamma completa di veicoli a emissioni zero. L'azienda sta lavorando su motori ottimizzati per CNG e GNL, con una chiara tabella di marcia per l'elettrificazione dei suoi veicoli. Questo impegno si riflette anche nella sua strategia di sostenibilità, con l'obiettivo di ridurre l'impatto ambientale e migliorare l'efficienza energetica dei suoi prodotti (IVECO Group, 2023).

Iveco Capital offre una gamma di prodotti e servizi finanziari a concessionari, importatori, clienti e fornitori, inclusi finanziamenti al dettaglio, leasing operativo e smobilizzo di crediti commerciali. Questi servizi sono progettati per supportare la

vendita e il leasing di veicoli nuovi e usati, contribuendo alla crescita e alla stabilità finanziaria del gruppo (J.P. Morgan, 2022).

Dunque, il Gruppo Iveco rappresenta una realtà dinamica e innovativa nel settore dei veicoli commerciali e industriali. Con una forte presenza globale e un impegno costante verso l'innovazione e la sostenibilità, l'azienda continua a crescere e a consolidare la sua posizione di leader di mercato. Le sue iniziative nel campo delle tecnologie di propulsione alternativa e dei servizi finanziari avanzati dimostrano la sua capacità di adattarsi alle esigenze in evoluzione dei suoi clienti e di affrontare le sfide del futuro (IVECO Group, 2023; Giay-Levra, n.d.).

### **2.2.1 La storia di Iveco**

La storia di Iveco è ricca di eventi significativi e di innovazioni che hanno contribuito a definire il panorama dei veicoli commerciali e industriali. Fondata nel 1975 attraverso la fusione di cinque marchi europei: Fiat Veicoli Industriali, OM e Lancia Veicoli Speciali dall'Italia, Unic dalla Francia e Magirus-Deutz dalla Germania, Iveco è nata con l'obiettivo di creare un leader nel settore dei veicoli industriali, separando le attività dei veicoli commerciali da quelle automobilistiche di Fiat (Wikimedia Foundation, 2024; Iveco Group, 2023).

Nel 1985, Iveco ha segnato un importante passo avanti nella tecnologia dei motori costruendo il primo motore diesel leggero con iniezione diretta, migliorando l'efficienza e riducendo le emissioni. Questa innovazione ha consolidato la reputazione di Iveco come pioniere nella tecnologia dei motori diesel (Wikimedia Foundation, 2024).

L'espansione internazionale è stata una parte cruciale della strategia di crescita di Iveco. Nel 1990, l'azienda ha acquisito il 60% della società industriale spagnola

ENASA, che possedeva il costruttore di veicoli industriali Pegaso, permettendo a Iveco di entrare in nuovi mercati e ampliare la sua gamma di prodotti (Wikimedia Foundation, 2024; Iveco Group, 2023).

Nel 1999, la creazione di CNH Global dalla fusione di Case Corporation e New Holland NV ha rappresentato un ulteriore passo nella crescita di Iveco. Questa fusione ha ampliato il portafoglio di prodotti e servizi di Iveco, includendo macchine agricole e per costruzioni, oltre ai veicoli commerciali e industriali (Iveco Group, 2023).

L'anno 2011 ha visto la nascita di Fiat Industrial, che ha incorporato CNH, Iveco e FPT Industrial, creando un conglomerato ancora più potente e diversificato. Fiat Industrial è stata costituita per separare le attività non automobilistiche da Fiat S.p.A., rafforzando ulteriormente la posizione di Iveco nel mercato globale (Iveco Group, 2023).

Nel 2013, con la fusione di Fiat Industrial e CNH Global NV, è stata creata CNH Industrial, consolidando ulteriormente le risorse e le capacità di Iveco. Questo ha permesso a Iveco di beneficiare di sinergie e di un maggiore potenziale di ricerca e sviluppo (Iveco Group, 2023).

Iveco ha continuato a espandere la sua presenza globale e le sue capacità tecnologiche. Nel 2014, l'azienda ha stipulato un nuovo contratto di licenza con le macchine edili Sumitomo e ha completato l'acquisizione di Miller-St. Nazianz, Inc., ampliando la sua offerta nel settore delle macchine per costruzioni (Iveco Group, 2023). Nel 2016, Iveco ha acquisito Kongskilde Agriculture e ha stretto un'alleanza esclusiva per i miniescavatori con Hyundai Heavy Industries, rafforzando ulteriormente la sua posizione nei settori agricolo e delle costruzioni (Iveco Group, 2023).

Il 2022 è stato un anno fondamentale per Iveco, con la scissione da CNH Industrial per formare una nuova società focalizzata esclusivamente sui veicoli commerciali e sui

propulsori. Questa mossa ha permesso a Iveco di concentrarsi meglio sul suo core business e di perseguire una strategia di crescita autonoma, rafforzando la sua identità come leader indipendente nel settore (Wikimedia Foundation, 2024; Iveco Group, 2023).

## **2.2.2 SWOT Analysis**

L'analisi SWOT di Iveco Group evidenzia i punti di forza, le debolezze, le opportunità e le minacce che l'azienda affronta nel settore dei veicoli commerciali, in rapida evoluzione. Basandoci sulle informazioni fornite, possiamo delineare i seguenti elementi (Intesa San Paolo, 2022):

### **Strengths:**

1. Portafoglio di business diversificato: Iveco possiede un portafoglio di prodotti ampio e ben diversificato, con una forte presenza in diversi segmenti di mercato. Questa diversificazione aiuta l'azienda a ridurre il rischio di dipendere eccessivamente da un unico prodotto o settore.
2. Programma di eccellenza operativa ("Drive"): il programma di eccellenza operativa messo in atto da Iveco migliora significativamente l'efficienza operativa e la gestione interna, aiutando a ottimizzare i costi e la produttività, posizionando l'azienda in una situazione competitiva vantaggiosa.
3. Vantaggio del first mover in segmenti a rapida crescita: Iveco ha una posizione di leadership nei segmenti emergenti e in rapida crescita, come i camion a gas naturale liquefatto (LNG) e quelli elettrici a batteria (BEV), grazie anche a

partnership strategiche che rafforzano ulteriormente il suo ruolo innovativo nel settore.

4. Offerta completa di propulsori: Iveco offre una gamma completa di soluzioni di propulsione, con una forte presenza nei motori diesel e gas, e include soluzioni di propulsione alternative, consolidando la sua leadership tecnologica nel settore.
5. Roadmap solida verso zero emissioni: l'azienda ha una strategia ben delineata per raggiungere l'obiettivo delle zero emissioni, rispondendo alle crescenti richieste normative e di mercato per soluzioni sostenibili e a basso impatto ambientale.
6. Allocazione del capitale mirata a mantenere un bilancio solido: la strategia di gestione del capitale di Iveco è focalizzata sulla conservazione di un bilancio robusto, garantendo stabilità finanziaria anche in periodi di incertezza (Intesa San Paolo, 2022).

#### **Weaknesses:**

1. Bassa massa critica rispetto ai competitor: attualmente, Iveco deve affrontare una massa critica bassa rispetto ai principali player del settore, il che potrebbe limitarne la capacità di competere su scala globale.
2. Esposizione geografica concentrata in Europa: la maggior parte dei ricavi di Iveco proviene dall'Europa, rendendo l'azienda vulnerabile a eventuali contrazioni economiche o cambiamenti normativi nel continente, e limitando la sua presenza globale.

3. Mancanza di presenza nei mercati di NAFTA e Asia: Iveco ha una presenza limitata in mercati chiave come quelli nordamericani (NAFTA) e asiatici, che rappresentano un'opportunità di espansione significativa non ancora sfruttata.
4. Target di margini a lungo termine inferiori rispetto ai competitor: i target di margine a lungo termine di Iveco sono attualmente inferiori rispetto alla media del settore, il che potrebbe indicare una necessità di miglioramenti strutturali e operativi (Intesa San Paolo, 2022).

### **Opportunities:**

1. Spazio per miglioramenti significativi della redditività: Iveco ha ancora margini per migliorare la propria redditività, specialmente attraverso l'ottimizzazione operativa e l'espansione in mercati strategici.
2. Reinvenzione dei segmenti di camion medi: gli sforzi di Iveco per reinventare il segmento dei camion medi offrono nuove opportunità per rafforzare la posizione nei mercati dove la domanda di veicoli di questo tipo è in crescita.
3. Vantaggio dal ruolo di first mover nei nuovi segmenti: essere tra i primi a entrare in nicchie di mercato a rapida crescita, come quelli legati ai veicoli a basse emissioni, offre a Iveco un vantaggio competitivo significativo, che può essere ulteriormente sfruttato.
4. Sviluppo di servizi "Pay per Use" e partnership strategiche: Il potenziale non ancora pienamente sfruttato per servizi come il "Pay per Use", insieme a partnership strategiche (ad esempio, con Nikola per i veicoli a idrogeno), rappresentano un'opportunità di crescita futura.

5. Espansione nei servizi di ciclo di vita: c'è ampio margine per miglioramenti nei servizi post-vendita e lungo tutto il ciclo di vita dei veicoli, rafforzando il rapporto con i clienti e aumentando i ricavi ricorrenti.
6. Potenziale di M&A nel lungo periodo: opportunità di fusioni e acquisizioni potrebbero permettere a Iveco di espandere ulteriormente il proprio portafoglio e di entrare in nuovi mercati, rafforzando la sua competitività (Intesa San Paolo, 2022)

#### **Threats:**

1. Esposizione alla ciclicità del settore: il settore dei veicoli commerciali è soggetto a ciclicità economica, con il rischio di deterioramento dei prezzi in momenti di rallentamento economico, che potrebbe influenzare negativamente le vendite e i margini di Iveco.
2. Incertezze legate al comportamento di pre-acquisto: il comportamento imprevedibile dei clienti in termini di pre-acquisto, soprattutto in periodi di incertezza economica, può introdurre difficoltà nella gestione della domanda.
3. Esposizione ai costi delle materie prime e problemi nella catena di fornitura: la dipendenza da materie prime e componenti di terze parti, e i problemi legati alla catena di fornitura (come l'aumento dei costi o le interruzioni), possono impattare negativamente sui costi di produzione e sui tempi di consegna.
4. Esposizione a fluttuazioni di tassi di interesse e cambio: Iveco è esposta al rischio di fluttuazioni nei tassi di cambio e nei tassi di interesse, che possono influenzare negativamente sia i costi di produzione che i ricavi, specialmente per le operazioni internazionali.

5. Pressioni normative dell'UE su emissioni più severe: la spinta normativa dell'Unione Europea verso standard di emissioni sempre più stringenti pone una sfida significativa, costringendo Iveco a investire costantemente in innovazione e tecnologie a basse emissioni (Intesa San Paolo, 2022).

## 2.2.3

### Gli

### investimenti

Il Gruppo Iveco ha sviluppato una strategia operativa robusta e diversificata, mirata a consolidare la sua posizione di leader nel settore dei veicoli commerciali e industriali, con un focus particolare sull'innovazione, la sostenibilità e l'espansione globale.

Questa strategia si basa su una rete di vendita e distribuzione che combina concessionarie di proprietà, filiali e una vasta rete di concessionari indipendenti. Con circa 670 concessionari in tutto il mondo e 5.000 punti di vendita e assistenza, Iveco garantisce una copertura globale, assicurando ai clienti l'accesso a una vasta gamma di veicoli commerciali e speciali, oltre a fornire pezzi di ricambio (Iveco Group, 2023).

Questo network è considerato fondamentale per la crescita dell'azienda, che mira a migliorare continuamente il servizio clienti. In particolare, Iveco intende espandere la propria presenza in Africa e Medio Oriente, sfruttando le opportunità di crescita in questi mercati emergenti (Commercial Vehicle Market Size, Share | Industry Report [2032], n.d.). Iveco partecipa attivamente a diverse joint venture per facilitare l'ingresso e l'espansione in nuovi mercati. Un esempio significativo è SAIC Fiat Powertrain Hongyan Ltd. in Cina, dove Iveco detiene una partecipazione del 60%. Questa joint venture produce motori diesel su licenza, destinati sia ai mercati cinesi che all'esportazione verso Europa, Stati Uniti e America Latina. La strategia di Powertrain si concentra sullo sviluppo di un portafoglio clienti OEM di medie e grandi dimensioni, con accordi di fornitura a lungo termine, e opera attraverso una rete di 73 concessionari e 800 punti di assistenza che supportano la gamma di prodotti (Iveco Group, 2023).

Un'altra joint venture cruciale è Nikola Iveco Europe GmbH in Germania, dove Iveco detiene una quota del 50%. Questa collaborazione è dedicata alla produzione di veicoli elettrici a batteria e camion a celle a combustibile a idrogeno, sviluppati congiuntamente con Nikola Corporation (Iveco Group, 2023). Questo riflette

l'impegno di Iveco verso l'innovazione e la sostenibilità, puntando sulle tecnologie di propulsione alternativa per adattarsi alle esigenze in evoluzione dei clienti e affrontare le sfide future (Giay-Levra, n.d.; Commercial Vehicle Market Size, Share | Industry Report [2032], n.d.). La strategia operativa di Iveco è orientata a consolidare la sua posizione di leader nel settore dei veicoli commerciali e industriali, con un focus particolare sull'innovazione, la sostenibilità e l'espansione globale. La società gode di una solida quota di mercato in diversi segmenti e offre prodotti a zero emissioni (Wikimedia Foundation, 2024). La struttura organizzativa di Iveco è efficiente e snella, con incentivi allineati agli interessi degli azionisti. Inoltre, Iveco fornisce soluzioni alternative di propulsione sia per applicazioni su strada che fuoristrada, credendo fermamente che la collaborazione e le partnership possano portare a una crescita ulteriore condividendo rischi e benefici. Il gruppo offre anche servizi finanziari completi ai propri clienti, supportando l'innovazione con una chiara tabella di marcia per lo sviluppo dei servizi (Iveco Group, 2023). Un elemento chiave della strategia di Iveco è la gamma e il posizionamento dei prodotti e l'adesione al trend dell'elettrificazione. Il gruppo sta pianificando di continuare il rilancio degli autocarri pesanti in Europa e di reinventare il segmento degli autocarri medi con propulsione alternativa. Iveco ha una tabella di marcia chiara per fornire una gamma completa di motori a combustione utilizzando carburanti alternativi e per espandere il proprio portafoglio di veicoli elettrici (Iveco Group, 2023). L'azienda punta a raggiungere un obiettivo di fatturato di 15 miliardi di euro entro il 2024 e di 17 miliardi di euro entro il 2026 (Iveco Group, 2023). Il gruppo mira inoltre a raggiungere un margine EBIT rettificato del 5-6% (rispetto al 3,6% nel 2019) entro il 2026. Questo amplierà la loro quota di mercato e li aiuterà a realizzare vendite e ricavi più elevati. L'azienda ha anche una chiara tabella di marcia verso l'elettrificazione del proprio portafoglio di prodotti

(Iveco Group, 2023). Dispone della tecnologia e del know-how necessari per produrre veicoli elettrici, come dimostrato dalle applicazioni per veicoli commerciali leggeri e autobus elettrici lanciate sul mercato in tutte le regioni. La partnership con Nikola aggiungerà valore anche al loro know-how nella produzione di veicoli elettrici (Iveco Group, 2023). Iveco è impegnata nel continuo miglioramento della qualità e nella riduzione dei costi, adottando le migliori pratiche disponibili e investendo in tecnologie chiave come il propulsore elettrico. Il gruppo prevede di espandere ulteriormente la propria rete di distribuzione in Africa e Medio Oriente per sfruttare al meglio le opportunità di crescita in questi mercati (Iveco Group, 2023). Le collaborazioni e le partnership sono elementi centrali della strategia di Iveco, che mira a stabilire relazioni equilibrate e modelli di monetizzazione congiunti utilizzando ecosistemi agili per la gestione delle catene di fornitura complesse. Questo approccio distintivo permette a Iveco di creare valore aggiunto, migliorare l'efficienza operativa e raggiungere nuovi mercati con soluzioni innovative (Commercial Vehicle Market Size, Share | Industry Report [2032], n.d.; OICA, n.d.).

Nel medio termine, Iveco si impegna a ridurre le emissioni di CO2 della propria flotta del 15% entro il 2025 per autocarri pesanti e veicoli commerciali leggeri. Entro il 2030, il gruppo punta a ridurre le emissioni del 30-65% per diverse categorie di veicoli, inclusi autobus e LCV. Questo impegno è supportato da investimenti in tecnologie di propulsione alternative e dallo sviluppo di veicoli elettrici. Parallelamente, Iveco sta ampliando la gamma di motori a combustibili rinnovabili e autobus elettrici, migliorando la piattaforma digitale per camion e le capacità di diagnostica predittiva, e sviluppando la guida autonoma di livello 3 e 4 tramite partnership strategiche (Iveco Group, 2023).

La diversificazione dei prodotti è un altro pilastro della strategia di Iveco, che offre una gamma ben diversificata comprendente veicoli commerciali leggeri, autobus, veicoli speciali e un robusto settore di propulsori. Il marchio genera il 53% dei ricavi totali del gruppo, seguito da FPT Industrial con il 26% (Iveco Group, 2023). Per aumentare la redditività, Iveco sta implementando un programma di eccellenza operativa, focalizzato sulla crescita dei clienti, l'ottimizzazione dei prezzi e del mix, e l'uso di analisi avanzate per migliorare l'efficienza e la redditività. Inoltre, l'azienda prevede di incrementare gli investimenti in ricerca e sviluppo per sostenere l'innovazione e l'efficienza produttiva (Giay-Levra, n.d.). Le partnership strategiche sono fondamentali per l'espansione tecnologica e l'innovazione dei prodotti. Iveco ha stretto collaborazioni significative, tra cui una con Nikola per lo sviluppo di veicoli elettrici a batteria e a idrogeno, e altre con Amazon Web Services per l'uso di servizi basati su intelligenza artificiale, e con Plus per la guida autonoma (Wikimedia Foundation, 2024). Queste collaborazioni permettono a Iveco di integrarsi in modo efficace con le tecnologie avanzate e di espandere la sua offerta di prodotti a zero emissioni (Iveco Group, 2023). Gli investimenti di Iveco in innovazione, sostenibilità e collaborazioni strategiche dimostrano un impegno costante verso la crescita e l'adattamento alle esigenze di un mercato globale in evoluzione (Iveco Group, 2023).

La storia di espansione dei margini di Iveco sarà guidata da una graduale ripresa dei volumi in Europa e Brasile, oltre alla capacità dell'azienda di trasferire maggiori pressioni inflazionistiche sui costi attraverso i programmi di efficienza interni di Iveco (Yahoo! Finance, n.d.). Tuttavia in vista del prossimo ciclo di investimenti in conto capitale, potrebbe potenzialmente rappresentare un freno agli utili nel medio termine mentre il settore si sposta verso i propulsori elettrificati. Con una strategia ben delineata e obiettivi ambiziosi, Iveco continua a rafforzare la sua posizione di leader nel settore

dei veicoli commerciali e industriali, garantendo una crescita sostenibile e un servizio clienti eccellente.

## 2.3 Principali competitors

Il settore dei veicoli commerciali è altamente competitivo e dominato da alcuni grandi attori globali. Tra questi, Daimler Truck emerge come uno dei principali protagonisti, grazie alla sua vasta gamma di marchi tra cui Freightliner, Western Star, Mercedes-Benz e Fuso. Daimler detiene una significativa quota di mercato in Nord America, Europa e Sud America, e continua a investire in tecnologie avanzate per mantenere la sua posizione di leadership (Yahoo! Finance, n.d.).

Traton, con i suoi marchi MAN e Scania, è un altro gigante del settore, dominando il mercato europeo e mantenendo una forte presenza in Sud America. La loro strategia si concentra sull'innovazione tecnologica e sulla sostenibilità, con un forte impegno nello sviluppo di veicoli elettrici e ibridi (Commercial Vehicle Market Size, Share | Industry Report [2032], n.d.). Volvo, con una solida presenza in Europa e Nord America, è nota per la sua attenzione alla sicurezza e all'innovazione, espandendo continuamente la sua presenza nel mercato asiatico.

PACCAR, che include i marchi Kenworth e Peterbilt, domina il mercato nordamericano e sta rafforzando la sua presenza in Europa e Sud America. La qualità e l'affidabilità dei loro veicoli, insieme alle soluzioni avanzate di connettività per la gestione delle flotte, sono i punti di forza che permettono a PACCAR di competere efficacemente (Commercial Vehicle Market Size, Share | Industry Report [2032], n.d.).

FAW, un attore chiave nel mercato cinese, sta ampliando le sue operazioni a livello globale, focalizzandosi sull'innovazione e sulla sostenibilità.

Altri importanti competitor includono Tata Motors, Hino, Navistar International, BYD Auto, Toyota Motor Corporation, Hyundai Motor Company e Mahindra & Mahindra. Queste aziende competono in diverse regioni del mondo attraverso l'innovazione, l'espansione delle capacità produttive e l'adozione di tecnologie sostenibili. La domanda di veicoli commerciali elettrici sta crescendo rapidamente, spinta dalle normative ambientali e dagli incentivi governativi. I veicoli elettrici offrono vantaggi significativi in termini di efficienza del carburante, minori costi di manutenzione e zero emissioni di carbonio (Yahoo! Finance, n.d.).

Le prospettive future del mercato sono positive, con una crescita prevista a un tasso annuo composto del 7,3% fino al 2032. Regioni chiave come Nord America, Europa e Asia-Pacifico continueranno a essere i principali motori di crescita, grazie agli investimenti in infrastrutture, all'espansione dell'e-commerce e alle iniziative governative a favore della sostenibilità (Commercial Vehicle Market Size, Share | Industry Report [2032], n.d.). Le principali aziende del settore stanno adottando strategie innovative e sostenibili per rispondere alle nuove sfide e opportunità in un panorama globale in continua evoluzione.

Il settore dei veicoli commerciali è dunque in una fase di rapida trasformazione, guidata dall'innovazione tecnologica, dalla crescente domanda di sostenibilità e dall'espansione globale. I principali attori stanno investendo in nuove tecnologie, formando partnership strategiche e adattando le loro strategie per mantenere e incrementare le loro quote di mercato in un ambiente altamente competitivo.

### **2.3.1 Daimler Truck**

Daimler Truck AG è una delle più grandi aziende di produzione di veicoli commerciali al mondo, con una storia che risale al 1896. Fondata da Karl Benz e Gottlieb Daimler,

due pionieri dell'automobile, la società ha attraversato numerose evoluzioni e fusioni che l'hanno trasformata in un colosso globale. Nel 2021, la divisione camion di Daimler è stata separata dalla Daimler AG per diventare una società indipendente, focalizzata esclusivamente sulla produzione di veicoli commerciali e sui servizi correlati. Daimler Truck gode di numerosi vantaggi competitivi. La diversificazione del suo portafoglio di marchi, tra cui Mercedes-Benz, Freightliner, Western Star, BharatBenz, Fuso, Setra e Thomas Built Buses, le permette di coprire una vasta gamma di segmenti di mercato (Commercial Vehicle Market Size, Share | Industry Report [2032], n.d.). L'azienda è all'avanguardia nello sviluppo di tecnologie avanzate, come veicoli elettrici e a idrogeno, e soluzioni di connettività e automazione per la gestione delle flotte (Yahoo! Finance, n.d.). Con oltre 40 impianti di produzione in tutto il mondo e una rete di vendita e assistenza estesa, Daimler Truck è in grado di servire mercati in tutti i continenti. Inoltre, l'impegno verso la sostenibilità è un punto di forza significativo, con iniziative volte a ridurre le emissioni e migliorare l'efficienza energetica (Iveco Group, 2023). Dal punto di vista economico, Daimler Truck AG ha mostrato una solida performance finanziaria nel 2023. Le entrate sono aumentate del 10%, raggiungendo un livello record di 55,9 miliardi di euro rispetto ai 50,9 miliardi di euro dell'anno precedente. L'EBIT rettificato è salito del 39% a 5,5 miliardi di euro, segnando un altro record per l'azienda (Commercial Vehicle Market Size, Share | Industry Report [2032], n.d.). L'utile per azione (EPS) è cresciuto del 43%, arrivando a 4,62 euro. Anche il flusso di cassa libero del settore industriale ha visto un incremento significativo, aumentando del 61% a 2,8 miliardi di euro. Questi risultati riflettono la forte domanda nei mercati chiave dei veicoli commerciali e l'efficacia delle strategie aziendali. Daimler Truck si impegna a mantenere valori aziendali fondamentali che guidano tutte le sue operazioni. L'azienda è dedicata all'innovazione

continua per sviluppare tecnologie avanzate che migliorano la mobilità e la sostenibilità. La sostenibilità è un pilastro centrale, con un focus sulla riduzione dell'impatto ambientale attraverso veicoli a zero emissioni e pratiche di produzione ecologiche (Commercial Vehicle Market Size, Share | Industry Report [2032], n.d.). La qualità dei prodotti e dei servizi è una priorità assoluta, garantendo che soddisfino le esigenze dei clienti. Operando con trasparenza e responsabilità, Daimler Truck mantiene la fiducia dei suoi stakeholder e assicura una crescita sostenibile nel lungo termine. Guardando al futuro, Daimler Truck prevede di mantenere una robusta crescita. Per il 2024, l'azienda anticipa un aumento delle entrate e un EBIT rettificato stabile, con un margine operativo (ROS) compreso tra il 9% e il 10,5%. L'azienda continua a investire in nuove tecnologie e prodotti, inclusi veicoli elettrici e a idrogeno, per soddisfare le crescenti esigenze di sostenibilità del mercato. Inoltre, Daimler Truck ha avviato diverse joint venture e partnership strategiche per rafforzare la sua posizione nel settore dei veicoli commerciali a zero emissioni (Iveco Group, 2023). Dunque, Daimler Truck AG rappresenta un esempio di eccellenza nel settore dei veicoli commerciali, grazie alla sua lunga storia, ai suoi vantaggi competitivi e ai suoi valori fondamentali. L'azienda continua a innovare e ad adattarsi alle nuove sfide del mercato globale, mantenendo una posizione di leadership e guidando il settore verso un futuro più sostenibile e tecnologicamente avanzato (Yahoo! Finance, n.d.).

### **2.3.2 Traton**

TRATON Group è una delle principali aziende nel settore dei veicoli commerciali, nata come divisione di Volkswagen AG e consolidatasi come entità indipendente focalizzata sulla produzione di camion e autobus. I marchi principali sotto il suo ombrello includono MAN, Scania, Volkswagen Caminhões e Ônibus, e Navistar

(Commercial Vehicle Market Size, Share | Industry Report [2032], n.d.). La storia di TRATON è relativamente recente, ma le sue radici affondano in decenni di innovazione e sviluppo nel settore automobilistico, grazie all'eredità dei suoi marchi fondatori.

TRATON gode di numerosi vantaggi competitivi che le consentono di mantenere una posizione di leadership nel mercato globale. La diversificazione dei suoi marchi permette all'azienda di coprire una vasta gamma di segmenti di mercato, offrendo soluzioni su misura per le diverse esigenze dei clienti. Inoltre, TRATON è all'avanguardia nello sviluppo di tecnologie avanzate, come i veicoli elettrici e a idrogeno, e sta investendo significativamente nella costruzione di infrastrutture di ricarica per supportare la transizione verso la mobilità sostenibile (Yahoo! Finance, n.d.).

Dal punto di vista economico, TRATON ha mostrato una solida performance finanziaria nel 2023. Le entrate del gruppo sono cresciute del 16%, raggiungendo i 46,9 miliardi di euro, rispetto ai 40,3 miliardi di euro dell'anno precedente. L'EBIT rettificato è aumentato a 5,5 miliardi di euro, segnando una crescita significativa rispetto all'anno precedente. Il risultato operativo rettificato è stato di 2,9 miliardi di euro nei primi nove mesi del 2023, con un margine operativo rettificato dell'8,6%, migliorato di 3,9 punti percentuali rispetto al periodo comparabile del 2022. Questi risultati sono stati alimentati da un aumento della capacità produttiva, un mix di mercato e prodotto positivo e migliori realizzazioni dei prezzi unitari (Commercial Vehicle Market Size, Share | Industry Report [2032], n.d.).

I singoli marchi del gruppo hanno contribuito significativamente a questi risultati. Scania ha registrato un fatturato di 17,9 miliardi di euro nel 2023, con un margine operativo rettificato del 12,7%. MAN Truck & Bus ha visto una riposizionamento di

successo con un fatturato di 14,8 miliardi di euro e un margine operativo del 7,3%.

Navistar ha registrato un fatturato di 11 miliardi di euro, migliorando la sua redditività con un margine operativo del 6,6%. Volkswagen Truck & Bus ha ottenuto un margine operativo dell'8,8% nonostante una diminuzione del fatturato dovuta a nuovi standard di emissioni in Brasile.

Guardando al futuro, TRATON prevede una crescita continua nonostante le sfide del settore. Le previsioni per il 2024 indicano un aumento delle vendite unitari e dei ricavi compreso tra il 5% e il 15%, con un margine operativo rettificato previsto tra l'8,0% e il 9,0%. Il flusso di cassa netto nel settore operativo è stimato tra 2,3 miliardi e 2,8 miliardi di euro. L'azienda continua a investire in nuove tecnologie e infrastrutture per sostenere la transizione verso la mobilità elettrica e a idrogeno, puntando a rafforzare ulteriormente la sua posizione di mercato (Yahoo! Finance, n.d.).

In sintesi, TRATON Group rappresenta un leader di eccellenza nel settore dei veicoli commerciali, grazie alla sua strategia di diversificazione, innovazione tecnologica e solide performance finanziarie. L'azienda continua a evolversi per affrontare le nuove sfide del mercato globale, mantenendo una posizione di leadership e guidando il settore verso un futuro sostenibile e tecnologicamente avanzato.

### **2.3.3 Volvo**

AB Volvo è una delle principali aziende a livello globale nella produzione di mezzi di trasporto, con una storia che risale al 1927, quando fu fondata in Svezia. Inizialmente concentrata sulla produzione di automobili, l'azienda si è trasformata nel corso dei decenni in un leader nel settore dei veicoli commerciali, abbandonando la produzione di automobili nel 1999, quando ha venduto quella divisione a Ford Motor Company.

Da allora, Volvo ha focalizzato le sue attività sui camion, i macchinari per l'edilizia,

gli autobus e i motori marini, ampliando la sua presenza internazionale attraverso acquisizioni strategiche, tra cui l'acquisizione di Renault Trucks nel 2010 (Chavanne, A., 2023).

Oggi, Volvo vanta un portafoglio di prodotti molto diversificato. La sua attività principale è la produzione di camion, che rappresenta il 66% del fatturato totale. I suoi marchi più noti in questo settore includono Volvo Trucks, Mack Trucks, Eicher e, in Cina, Dongfeng. La divisione dei veicoli da cantiere, che comprende marchi come Lingong, Volvo Construction Equipment e Rokbak, è un altro pilastro importante per il gruppo, contribuendo al 21% dei ricavi totali, con una forte presenza in Europa e Asia. Anche se più marginale in termini di contributo al fatturato, Volvo è presente anche nel settore degli autobus con i marchi Volvo Buses e Prévost, che rappresentano solo il 4% delle vendite complessive. Nonostante le dimensioni ridotte di questa divisione, va segnalato che si tratta dell'attività meno redditizia del gruppo, con un margine EBITDA dell'1,9%, ben al di sotto del 10,9% per i camion e del 13,2% per i veicoli da cantiere (Chavanne, A., 2023).

Un altro aspetto rilevante del portafoglio di Volvo è la divisione Penta, che si occupa della produzione di motori per barche. Questa divisione, sebbene contribuisca solo al 4% delle vendite, è l'attività più redditizia del gruppo, con un margine EBITDA del 14%. Infine, Volvo gestisce anche un'importante divisione di servizi finanziari, che include attività assicurative e supporto finanziario per l'acquisto dei suoi veicoli.

Dal punto di vista geografico, Volvo ha una distribuzione dei ricavi ben bilanciata su scala globale. L'Europa è il mercato più importante per il gruppo, generando il 40,4% del fatturato, seguita dal Nord America, che rappresenta il 29%. Anche l'Asia è un mercato rilevante, contribuendo al 13,6% delle vendite, grazie in parte alla collaborazione strategica con Dongfeng in Cina. Il Sud America apporta il 10,9% dei

ricavi globali, mentre l'Africa e l'Oceania costituiscono insieme il 6,1% (Chavanne, A., 2023).

Negli ultimi anni, Volvo ha mostrato una notevole capacità di adattamento e una solida performance finanziaria. Sotto la guida dell'attuale CEO, Martin Lundstedt, che ha assunto il ruolo nel 2015, l'azienda ha intrapreso una politica di riduzione dei costi e di miglioramento dei margini operativi. Quando Lundstedt è entrato in carica, il margine netto di Volvo era dello 0,7%, ma già l'anno successivo era salito al 4,8%. Questa tendenza alla crescita è continuata fino a raggiungere un margine dell'8% nel 2019 (Chavanne, A., 2023). Anche il 2020, nonostante le difficoltà legate alla pandemia di Covid-19, ha visto Volvo mantenere una forte posizione finanziaria, con un aumento dei ricavi del 27,2%. Questa performance è stata supportata dalla capacità del gruppo di aumentare i prezzi in risposta alle difficoltà della catena di fornitura globale, che hanno ridotto la concorrenza sul mercato.

La solidità finanziaria di Volvo è ulteriormente dimostrata dalla liquidità accumulata, pari a circa 70 miliardi di corone svedesi. Questa robustezza finanziaria ha permesso all'azienda di affrontare con sicurezza le sfide economiche e settoriali, dimostrando la resilienza del suo modello di business. Tuttavia, guardando al futuro, gli analisti prevedono una leggera flessione nel 2024, in linea con un possibile rallentamento economico globale, ma ritengono che il gruppo sia ben posizionato per un rimbalzo nel 2025. Le previsioni indicano che il flusso di cassa libero di Volvo dovrebbe continuare a crescere, raggiungendo i 38,6 miliardi di corone svedesi entro il 2025, con una valutazione dell'azienda pari a 11,6 volte l'utile in contanti (Chavanne, A., 2023).

Dal punto di vista della concorrenza, Volvo si trova a competere con altri grandi produttori di mezzi di trasporto, come Daimler e Paccar. Quest'ultima, in particolare,

è la società meglio valutata nel settore grazie alla sua elevata redditività. Nonostante Volvo sia più redditizia di Daimler e Iveco, la sua diversificazione e la bassa redditività della divisione autobus limitano la sua valutazione complessiva rispetto ai suoi concorrenti. Tuttavia, Volvo rimane uno dei leader del settore, con una quota di mercato significativa e una posizione consolidata nei mercati globali.

In termini di performance borsistica, nel 2023 Volvo ha registrato un buon andamento, con il prezzo delle azioni che ha raggiunto i 254,80 SEK, con un aumento dell'1,11% rispetto al periodo precedente. La capitalizzazione di mercato dell'azienda è di circa 50,89 miliardi di SEK, confermando la sua posizione di rilievo nel settore dei mezzi di trasporto. Nonostante l'incertezza derivante dalla transizione verso i veicoli elettrici, che rappresenta una sfida importante per l'intero settore, la valutazione attuale di Volvo è considerata interessante dagli analisti, grazie alla solidità dei suoi fondamentali e alle previsioni di crescita a lungo termine (Chavanne, A., 2023).

## 2.4 Criticità del settore

Il settore dei veicoli commerciali presenta una serie di criticità che influenzano la dinamica del mercato e la capacità di crescita delle aziende operanti in questo ambito. Queste criticità derivano da vari fattori, tra cui le condizioni economiche globali, le regolamentazioni normative, le sfide tecnologiche, la gestione della catena di approvvigionamento e la forte concorrenza.

Una delle principali criticità è la ciclicità economica. Il mercato dei veicoli commerciali è strettamente legato alle condizioni economiche generali. Durante i periodi di recessione economica, la domanda di veicoli commerciali tende a diminuire, mentre durante i periodi di crescita economica la domanda aumenta. Questa dipendenza rende il settore vulnerabile alle fluttuazioni economiche globali e

regionali. Ad esempio, in Europa, le incertezze economiche e le difficoltà di finanziamento possono influenzare negativamente la domanda, come evidenziato dai dati che mostrano un calo degli ordini in periodi di incertezza economica (Wikimedia Foundation, 2024).

Un'altra criticità significativa riguarda l'esposizione ai costi delle materie prime e la gestione della catena di approvvigionamento. Le aziende del settore dipendono da un'ampia gamma di componenti e materiali, e l'aumento dei prezzi di queste risorse può erodere i margini di profitto. Le interruzioni nelle catene di approvvigionamento, come quelle causate dalla pandemia di COVID-19 e dalla guerra in Ucraina, hanno dimostrato quanto queste reti siano fragili. Le interruzioni possono causare ritardi nella produzione e aumentare i costi operativi. La gestione efficace di questi rischi richiede strategie di approvvigionamento diversificate e resilienti, come mostrato dalle misure adottate da TRATON Group per compensare i costi aumentati con l'aumento dei prezzi di vendita (Commercial Vehicle Market Size, Share | Industry Report [2032], n.d.).

Le normative ambientali rappresentano un'altra sfida critica per il settore. L'Unione Europea, ad esempio, sta implementando regolamentazioni sempre più stringenti sulle emissioni di CO2 e altri inquinanti, costringendo i produttori di veicoli commerciali a investire pesantemente in tecnologie a basse emissioni come i veicoli elettrici e a idrogeno. Questi investimenti sono costosi e richiedono tempo per essere sviluppati e implementati, influenzando la redditività a breve termine delle aziende. La necessità di adeguarsi a queste normative può anche limitare la capacità delle aziende di espandersi rapidamente in nuovi mercati. Inoltre, le regolamentazioni ambientali possono variare notevolmente da una regione all'altra, creando ulteriori complessità per le aziende che operano a livello globale (Yahoo! Finance, n.d.).

La forte concorrenza nel settore dei veicoli commerciali è un'altra criticità significativa. Aziende come Iveco, Daimler, TRATON, Volvo, PACCAR e FAW competono intensamente per le quote di mercato. Questa concorrenza spinge le aziende a innovare continuamente e a migliorare l'efficienza operativa per mantenere e incrementare la loro quota di mercato. Tuttavia, questa pressione competitiva può anche ridurre i margini di profitto e aumentare i costi di ricerca e sviluppo. La capacità di un'azienda di differenziarsi attraverso l'innovazione tecnologica, la qualità dei prodotti e l'efficienza operativa è cruciale per mantenere la competitività (Iveco Group, 2023).

La transizione verso la mobilità sostenibile presenta sia opportunità che sfide. Sebbene ci sia una crescente domanda di veicoli commerciali elettrici e a basse emissioni, l'infrastruttura di ricarica e la disponibilità di energia verde sono ancora insufficienti in molte regioni. Questo limita la diffusione dei veicoli elettrici e può frenare la crescita del settore se non vengono effettuati adeguati investimenti infrastrutturali da parte dei governi e delle aziende energetiche. (Commercial Vehicle Market Size, Share | Industry Report [2032], n.d.). Le aziende devono anche affrontare i costi elevati associati alla ricerca e sviluppo di nuove tecnologie e alla conversione delle linee di produzione per i veicoli elettrici e a idrogeno.

Infine, la volatilità dei tassi di cambio e le fluttuazioni dei tassi di interesse possono avere un impatto significativo sui costi e sui ricavi delle aziende operanti nel settore dei veicoli commerciali. Le aziende che operano a livello internazionale sono esposte a rischi legati alle variazioni dei tassi di cambio, che possono influenzare negativamente i margini di profitto (Wikimedia Foundation, 2024). Inoltre, i cambiamenti nei tassi di interesse possono influenzare i costi di finanziamento e la

domanda di nuovi veicoli, aggiungendo un ulteriore livello di complessità alla gestione finanziaria delle aziende.

In sintesi, il settore dei veicoli commerciali deve affrontare diverse criticità, tra cui la ciclicità economica, l'esposizione ai costi delle materie prime, le normative ambientali stringenti, la forte concorrenza, le sfide legate alla transizione verso la mobilità sostenibile e la volatilità dei tassi di cambio e dei tassi di interesse. Le aziende che riescono a gestire efficacemente questi rischi e a capitalizzare sulle opportunità di innovazione e sostenibilità saranno meglio posizionate per prosperare in questo ambiente competitivo e dinamico.

## Capitolo 3: La valutazione di Iveco S.P.A

In questo capitolo, ci concentreremo sulla valutazione di Iveco S.P.A., analizzando i metodi utilizzati per determinare il valore dell'azienda in vista della sua IPO. La valutazione è un aspetto cruciale, poiché una comprensione approfondita delle dinamiche di mercato e delle strategie aziendali è fondamentale per ottenere risultati accurati.

In particolare, sarà approfondito il metodo Discounted Cash Flow (DCF), metodo maggiormente accurato nel contesto della valutazione di un'azienda con prospettive di crescita e miglioramento dei margini. Inoltre, verrà discussa l'importanza di una corretta riclassificazione dei bilanci, che consente di far emergere diversi aspetti relativi alla situazione finanziaria di Iveco. Si esamineranno anche le implicazioni dell'indebitamento e del costo del capitale, seguendo i principi di Modigliani e Miller, per comprendere come questi fattori influenzino le decisioni strategiche di finanziamento dell'azienda. La valutazione non si limiterà a un semplice esercizio numerico, ma dovrà riflettere le reali potenzialità di crescita e le sfide che Iveco affronta nel contesto attuale, inclusi i rischi legati alla transizione verso la mobilità sostenibile e la volatilità dei tassi di cambio e di interesse.

Infine, si sottolineerà come le aziende che riescono a gestire efficacemente questi rischi e a capitalizzare sulle opportunità di innovazione e sostenibilità saranno meglio posizionate per prosperare in un ambiente competitivo e dinamico.

### 3.1 Riclassificazione dei bilanci

Lo Stato patrimoniale svolge due importanti funzioni. Prima di tutto, ha lo scopo di delineare, in un momento specifico, la composizione delle risorse aziendali e del

patrimonio netto. In secondo luogo, consente di mettere in evidenza la relazione tra gli investimenti realizzati dall'azienda e le modalità di finanziamento impiegate per sostenerli. Fornisce quindi informazioni chiave a seconda del criterio adottato per la sua classificazione, e su questa base è possibile applicare due metodologie principali di riclassificazione: una di tipo finanziario e una di tipo funzionale.

La metodologia finanziaria organizza le attività aziendali in base alla loro capacità di essere convertite rapidamente in liquidità, mentre le passività vengono classificate in base alla loro scadenza temporale. Questo approccio è utile per valutare se l'impresa è in grado di affrontare i propri debiti a breve termine utilizzando le risorse a breve termine. In altre parole, permette di capire se l'azienda dispone di sufficienti attività immediatamente convertibili in denaro per soddisfare gli obblighi finanziari a breve termine.

La metodologia funzionale, d'altro canto, si concentra sull'individuazione di alcune grandezze finanziarie fondamentali come il Capitale Investito Netto, l'Indebitamento Finanziario Netto e il Capitale Netto d'Esercizio. Questa metodologia offre una visione chiara e dettagliata di come l'impresa utilizza le risorse a sua disposizione e delle relazioni tra i vari componenti del patrimonio e le fonti di finanziamento.

Anche il Conto economico può essere riclassificato, con l'obiettivo di separare le diverse aree gestionali in modo da attribuirle alla relativa gestione. Il modello più utilizzato per questa riclassificazione è quello del valore aggiunto, il quale permette di mettere in luce alcuni risultati operativi intermedi importanti, come l'Ebitda (utile prima di interessi, imposte, svalutazioni e ammortamenti) e l'Ebit (utile prima di interessi e imposte). Questi indicatori sono fondamentali per valutare la performance operativa dell'azienda in termini di redditività e efficienza gestionale.

Il processo di riclassificazione dei bilanci di Iveco Group si basa sulle pubblicazioni presenti nell'area "Investor" del sito ufficiale dell'azienda. Questi bilanci, conformi alla normativa, fanno parte di un report combinato che analizza l'andamento finanziario nel periodo pre-Covid, durante la pandemia e nella fase di ripresa, esaminando i dati relativi agli esercizi 2018, 2019, 2020 e 2021, antecedenti alla quotazione. È importante evidenziare che i bilanci sono già stati riclassificati seguendo le procedure previste per le aziende quotate in borsa e, dunque, non disponibili in forma non riclassificata.

### **3.1.1 Riclassificazione finanziaria dello Stato Patrimoniale**

La metodologia finanziaria può essere suddivisa in due sezioni principali: gli impieghi e le fonti. La riclassificazione degli impieghi si articola ulteriormente in:

- Attività non correnti: che comprendono investimenti con un orizzonte temporale medio-lungo. Questa categoria include generalmente attività immateriali, materiali e finanziarie, nonché crediti con scadenza superiore ai dodici mesi.
- Attività correnti: costituite da impieghi di capitale che possono generare liquidità entro un periodo inferiore ai dodici mesi. In questa sezione rientrano immobilizzazioni destinate alla vendita, crediti con scadenza entro dodici mesi, rimanenze e disponibilità liquide come conti bancari e cassa.

La riclassificazione finanziaria delle fonti avviene in base al loro grado di esigibilità, utilizzando come riferimento il periodo di dodici mesi. Questa riclassificazione si suddivide in tre categorie principali:

- Patrimonio netto: che non subisce alcuna ulteriore riclassificazione;
- Passività non correnti: che includono debiti e fondi con una scadenza superiore ai dodici mesi;

- Passività correnti: formate da debiti che devono essere rimborsati entro i dodici mesi successivi.

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

Tabella 5

<b>ATTIVO</b>
Immobili, impianti e macchinari
Attività immateriali
Attività finanziarie
Partecipazioni
Attività per imposte anticipate
<b>Totale attività non correnti</b>
Rimanenze
Crediti commerciali
Attività finanziarie
Crediti per imposte sul reddito
Altri crediti
Cassa
<b>Totale attività correnti</b>

<b>PATRIMONIO NETTO E</b>
<b>PASSIVITA'</b>
Capitale sociale
Riserva legale

Altre riserve
Risultati portati a nuovo
<b>Totale patrimonio netto</b>
Passività finanziarie L/T
Benefici per i dipendenti
Fondi
Altre passività L/T
Passività per imposte differite
<b>Totale passività correnti</b>

Tabella 6

Valori di Stato Patrimoniale	2018	2019	2020	2021
Equity	2.725.000	2.718.000	2.336.000	2.311.000
Debt	4.791.000	5.147.000	5.313.000	5.785.000
Net Debt	946.000	1.314.000	1.178.000	1.307.000
Net Debt of industrial activity	1.476.000	1.452.000	1.032.000	1.063.000
Total activities	15.760.000	15.904.000	15.631.000	16.560.000
Investment	437.000	492.000	400.000	564.000
- in R&D	187.000	177.000	178.000	271.000
% di R&D	43%	36%	45%	48%
- other	250.000	315.000	222.000	293.000

Lo stato patrimoniale di Iveco Group mostra un attivo in leggera crescita nel corso dei quattro anni analizzati, con un valore che si attesta a circa 16,5 miliardi di euro nel 2021. Questo rappresenta una variazione significativa rispetto all'anno precedente, con un incremento di circa 900 milioni di euro rispetto all'anno precedente. Questo aumento è essere legato a vari fattori, come l'incremento degli investimenti in immobilizzazioni materiali e immateriali, nonché alla crescita del valore di magazzino ritornato ai livelli antecedenti al Covid e l'incremento della cassa, che ha contribuito a migliorare la posizione patrimoniale complessiva dell'azienda.

La struttura del capitale è caratterizzata da un elevato debito lordo in progressiva crescita nell'orizzonte temporale analizzato raggiunge 5,8 miliardi di euro nel 2021; considerando anche i valori di cassa, dei crediti finanziari e delle altre attività finanziarie a breve termine la posizione finanziaria netta del gruppo presenta una situazione molto più equilibrata in quanto si attesta a valori poco superiore al miliardo. L'elevata esposizione linda però ad un rischio non indifferente. Tale esposizione ha subito una crescita post-covid la cui spiegazione potrebbe essere legata alle spese per la ripresa a pieno regime della produzione o anche legata alla nuova strategia di investimento.

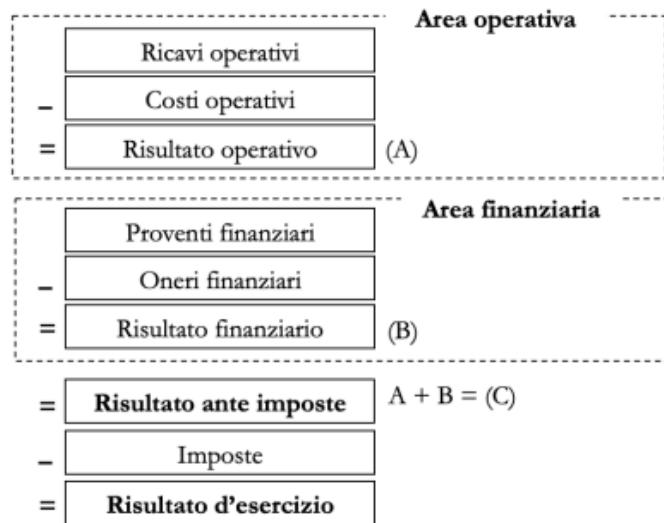
Infine, il patrimonio netto ha mostrato un leggero declino nel corso degli anni, passando da 2,72 miliardi di euro nel 2018 a 2,31 miliardi nel 2021. Questo calo è imputabile alla perdita registrata nel 2020 pr gli effetti imputabili al covid-19. Da un punto di vista contabile il rapporto tra patrimonio netto e attivo si è ridotto, segnalando una crescente rilevanza del debito lordo.

### **3.1.2 Riclassificazione “a costo del valore” del Conto Economico**

La riclassificazione del Conto economico richiede meno modifiche rispetto alla doppia riclassificazione dello Stato patrimoniale. In effetti, lo schema delineato dall'art. 2425 del Codice Civile è molto simile ai modelli proposti dalla dottrina, che si concentrano principalmente sulla classificazione di ricavi e costi in base alle operazioni da cui derivano M. Fazzini, (2017).

Il Conto economico si suddivide in due macroaree principali: la parte operativa e quella finanziaria.

Figura 2



*Fonte: M. Fazzini, (2017)*

L'area operativa comprende elementi strettamente legati alle attività principali dell'azienda, come i ricavi derivanti dalla vendita di prodotti o dalla fornitura di servizi, nonché i costi associati a materie prime, personale, affitti e altre spese operative. Al contrario, l'area finanziaria raccoglie voci come proventi e oneri legati a investimenti e debiti finanziari, inclusi i dividendi e gli interessi passivi.

Tra i diversi metodi di riclassificazione, uno dei più utilizzati è quello a costo del venduto, particolarmente indicato per aziende che si occupano di produzione o commercio di beni. Questo metodo si concentra sulla separazione dei costi legati direttamente alla produzione (costi variabili) da quelli generali e amministrativi (costi fissi), con l'obiettivo di mettere in evidenza la redditività delle operazioni aziendali.

A differenza di altri approcci, come quello a valore aggiunto, che punta a evidenziare come l'azienda genera valore attraverso la gestione dei fattori produttivi, o quello a margine di contribuzione, che si concentra sulla distinzione tra costi fissi e variabili per analizzare la redditività a diversi livelli di produzione, la riclassificazione a costo

del venduto si focalizza sulla produzione e vendita di beni o servizi. Questo metodo permette di calcolare con precisione il margine lordo, ovvero la differenza tra i ricavi di vendita e i costi direttamente attribuibili alla produzione, come materie prime, manodopera diretta e altri costi di produzione variabili.

L'obiettivo principale di questo schema è separare i costi di produzione da quelli più generali legati alla gestione dell'azienda. In questo modo, è possibile ottenere una visione più dettagliata della redditività operativa e analizzare quanto l'azienda è efficiente nel coprire i suoi costi diretti di produzione con i ricavi generati dalle vendite.

Ciò permette di valutare la capacità dell'impresa di produrre a costi competitivi, isolando le spese legate alla produzione da quelle che riguardano la gestione complessiva.

È possibile rappresentare tale riclassificazione come di seguito:

Tabella 7

Fatturato
- Costo del venduto
= MARGINE LORDO INDUSTRIALE
- Costi commerciali e marketing
- Costi R&S e pubblicità
- Costi amministrativi e generali
= REDDITO OPERATIVO
+/- Gestione accessoria
+/- Gestione finanziaria
+/- Gestione straordinaria
= RISULTATO D'ESERCIZIO

*Fonte: M. Fazzini, (2017)*

Per effettuare la riclassificazione del Conto Economico a costo del venduto, si inizia considerando i ricavi di vendita, che rappresentano il totale delle entrate generate dalle vendite di beni o servizi. Da questi ricavi si sottrae il costo del venduto, che include tutti i costi direttamente collegati alla produzione. Questi costi comprendono principalmente l'acquisto di materie prime, i costi della manodopera diretta e altre spese variabili legate alla produzione, come i costi energetici e i materiali di consumo utilizzati per la fabbricazione. La differenza tra i ricavi di vendita e il costo del venduto è il margine lordo, che riflette la ricchezza generata dall'attività operativa principale, prima di considerare i costi generali.

A questo punto, si sottraggono i costi operativi generali, che non sono direttamente legati alla produzione ma sono necessari per il funzionamento dell'azienda. Tra questi rientrano le spese amministrative, i costi di marketing, i costi legati alla gestione delle risorse umane e altre spese fisse. La differenza tra il margine lordo e questi costi operativi genera il risultato operativo, o EBIT (Earnings Before Interests and Taxes), che misura la redditività dell'attività operativa al netto dei costi di gestione generali.

Successivamente, per ottenere un quadro completo della performance finanziaria, si devono considerare anche i costi di gestione accessoria, ovvero quelle spese non strettamente legate alla produzione ma essenziali per il corretto funzionamento dell'azienda, come consulenze, affitti di spazi non direttamente connessi alla produzione e spese legate alla gestione di attività accessorie. Dopo la gestione accessoria, si includono i costi e proventi finanziari, come gli interessi passivi sui debiti o i proventi derivanti da investimenti e dividendi. Questi elementi riflettono l'efficienza con cui l'azienda gestisce le proprie risorse finanziarie e l'indebitamento. Infine, si

aggiungono i costi e proventi straordinari, che derivano da eventi eccezionali o non ricorrenti, come la vendita di beni immobili, ristrutturazioni o cause legali.

Combinando tutte queste voci, si arriva a una visione più completa e precisa della redditività finale dell'azienda, considerando non solo l'attività operativa di base, ma anche l'effetto delle spese accessorie, della gestione finanziaria e degli eventi straordinari.

Nella tabella notiamo da subito l'impatto del Covid-19 sul periodo analizzato, poiché nel 2020 emerge una flessione nei ricavi di circa 1,5 miliardi di euro rispetto all'anno precedente. Questo calo è chiaramente dovuto alla riduzione della domanda durante la pandemia, che ha influito negativamente sull'intero settore dei trasporti e della produzione industriale. Il 2021, invece, mostra una forte ripresa post-Covid, trainata dai fattori precedentemente analizzati per il settore, come il recupero della domanda globale e le iniziative di sostegno economico adottate a livello nazionale e internazionale. Questa ripresa ha portato i ricavi a superare i livelli pre-pandemia, raggiungendo 12,65 miliardi di euro.

Una peculiarità del settore di Iveco Group è la presenza di elevati costi variabili, che si attestano in media all'87% del totale nel periodo analizzato. Questa struttura di costi rende l'azienda particolarmente vulnerabile in periodi di crisi come quello della pandemia, poiché i costi rimangono relativamente alti nonostante la riduzione dei ricavi. Ne risulta un'erosione significativa del gross profit, che nel 2020 si è ridotto a 949 milioni di euro rispetto agli 1,65 miliardi del 2019. Tuttavia, con il miglioramento delle condizioni di mercato, il gross profit è tornato a crescere nel 2021, raggiungendo 1,77 miliardi di euro.

Tabella 8

	2018	2019	2020	2021
Total Net revenues	12.005.000	11.948.000	10.411.000	12.651.000
Cost of sales	-10.184.000	-10.298.000	-9.462.000	-10.881.000
Gross Profit	1.821.000	1.650.000	949.000	1.770.000
%	15,17%	13,81%	9,12%	13,99%
Selling, general and administrative costs	-741.000	-755.000	-705.000	-825.000
Research and development costs	-413.000	-464.000	-436.000	-481.000
Result from investments		-14.000	-43.000	27.000
Restructuring costs	-28.000	-40.000	-32.000	-36.000
Other income/(expenses)	-94.000	-45.000	-109.000	-168.000
Gains/(losses) on the disposal of investments				8.000

Parallelamente, anche le altre voci di costo, come i costi di ricerca e sviluppo, sono aumentate, in linea con le strategie di medio-lungo termine di Iveco Group, che puntano all'espansione e alla transizione verso la mobilità sostenibile. I costi di ricerca e sviluppo sono passati da 413 milioni di euro nel 2018 a 481 milioni nel 2021, riflettendo l'impegno dell'azienda nel migliorare i propri prodotti e processi per adattarsi a un futuro sempre più orientato alla sostenibilità ambientale e all'innovazione tecnologica. Questo investimento è fondamentale per mantenere la competitività sul mercato e rispondere alle nuove esigenze globali in termini di riduzione delle emissioni e miglioramento dell'efficienza dei veicoli.

Il risultato operativo (EBIT) mostra una significativa flessione nel 2020, con una perdita di 376 milioni di euro, rispetto ai risultati positivi di 545 milioni di euro nel 2018 e 332 milioni di euro nel 2019. Nonostante ciò, nel 2021 l'EBIT è tornato positivo, raggiungendo 295 milioni di euro, segno di una ripresa operativa grazie alla crescita dei ricavi e a una migliore gestione dei costi.

Tabella 9

	2018	2019	2020	2021
EBIT	545.000	332.000	-376.000	295.000
Financial income/(expenses)	-235.000	-157.000	-112.000	-115.000
PROFIT/(LOSS) BEFORE TAXES	310.000	175.000	-488.000	180.000
Income tax (expense) benefit	-127.000	-74.000	116.000	-104.000
PROFIT/(LOSS)	183.000	101.000	-372.000	76.000

I costi finanziari hanno mostrato una tendenza al ribasso durante il periodo, passando da 235 milioni di euro nel 2018 a 115 milioni nel 2021, il che indica una gestione più efficiente del debito da parte di Iveco Group. Questo miglioramento ha contribuito a ridurre l'impatto negativo dei costi finanziari sui risultati complessivi dell'azienda. Nonostante ciò, il carico fiscale è rimasto significativo, con un'incidenza media del 47% sui profitti positivi. Anche se nel 2020 si è registrato un beneficio fiscale di 116 milioni di euro a causa delle perdite, nel 2021 l'onere fiscale è tornato a 104 milioni di euro, influenzando il profitto netto.

Il profitto netto dell'azienda, sebbene in ripresa rispetto al 2020, si è attestato a soli 76 milioni di euro nel 2021, risultato delle strategie di investimento a lungo termine e della continua trasformazione del settore verso la **“mobilità sostenibile”**. Questo risultato, pur modesto, rappresenta un chiaro segno di ripresa dopo le difficoltà incontrate durante la pandemia e pone le basi per una crescita più sostenibile nei prossimi anni.

### 3.1.3 Gli indici di bilancio

Il ROE (Return on Equity) di Iveco Group mostra un andamento piuttosto instabile nel periodo analizzato, riflettendo le sfide e i cambiamenti che l'azienda ha affrontato negli ultimi anni. Nel 2021, il ROE si attesta al 3,29%, un dato che evidenzia un netto miglioramento rispetto al disastroso -15,92% del 2020, anno in cui la pandemia di

Covid-19 ha fortemente impattato i ricavi e la redditività dell'azienda. La ripresa del ROE dimostra la resilienza dell'azienda e la sua capacità di riprendersi rapidamente, tornando verso i livelli pre-pandemia. Nonostante il risultato del 2021 sia ancora inferiore rispetto a quello del 2018, quando il ROE era del 6,72%, è chiaro che Iveco ha intrapreso una strada positiva verso la stabilità e la crescita futura.

Il ROA (Return on Assets), che misura la capacità dell'azienda di generare profitto rispetto agli asset totali, ha seguito una traiettoria simile. Dopo aver raggiunto un massimo di 1,16% nel 2018, ha subito un calo costante, fino a scendere a -2,36% nel 2020. Tuttavia, nel 2021, il ROA ha mostrato segni di ripresa, risalendo allo 0,47%. Questo incremento, seppur contenuto, indica che l'azienda sta migliorando nella gestione delle proprie risorse, sebbene ci sia ancora margine di crescita rispetto agli anni precedenti la pandemia.

Per quanto riguarda il margine di profitto, si osserva un andamento simile a quello degli altri indici, con un calo significativo durante la pandemia. Nel 2020, il margine di profitto è stato negativo (-3,57%), riflettendo le pesanti perdite subite dall'azienda in un anno di crisi globale. Tuttavia, nel 2021, il margine di profitto è tornato positivo, pur rimanendo a un modesto 0,60%. Questo dato suggerisce che, nonostante le difficoltà, l'azienda è riuscita a migliorare la sua redditività, anche se il livello di profitto è ancora distante dal 1,52% registrato nel 2018.

Gli indici EBITDA margin ed EBIT margin raccontano una storia simile. Nel 2018, l'EBITDA margin era all'8,4%, ma ha subito una graduale riduzione fino a raggiungere lo 1,96% nel 2020, riducendosi di quattro volte. Questo riflette la difficoltà dell'azienda nel generare flussi di cassa operativi durante la crisi pandemica. Tuttavia, nel 2021, l'EBITDA margin è tornato a salire fino al 6,81%, mostrando una ripresa significativa riavvicinandosi ai livelli pre-crisi.

L'EBIT margin ha invece registrato un valore negativo nel 2020 (-3,61%), per poi risalire al 2,33% nel 2021. Questo risultato mostra come l'azienda sia riuscita a migliorare la sua performance operativa, riducendo le perdite e tornando in territorio positivo, anche se con un margine ancora ridotto rispetto al 4,54% del 2018.

Dunque, la tabella degli indici evidenzia chiaramente l'impatto devastante del Covid-19 su Iveco Group nel 2020, con una forte riduzione della redditività e una contrazione generale della performance finanziaria. Tuttavia, il 2021 segna una ripresa graduale, dimostrando che l'azienda ha intrapreso un percorso di risanamento e crescita, anche se è evidente che c'è ancora del lavoro da fare per tornare ai livelli di redditività precedenti la crisi.

Tabella 10

Indici	2018	2019	2020	2021
ROE	6,72%	3,72%	-15,92%	3,29%
ROA	1,16%	0,64%	-2,36%	0,47%
Margine di profitto	1,52%	0,85%	-3,57%	0,60%
Margine EBITDA	8,40%	7,29%	1,96%	6,81%
Margine EBIT	4,54%	2,78%	-3,61%	2,33%

## 3.2 Business plan

Il Business Plan è un documento che delinea gli obiettivi, le strategie e le politiche aziendali a medio-lungo termine, stimando i relativi risultati economici e finanziari.

Viene impiegato sia per scopi interni di pianificazione aziendale, sia per comunicare a soggetti esterni informazioni sull'andamento previsto dal management dell'impresa.

Generalmente, il Business Plan è suddiviso in due parti principali. La prima, di carattere descrittivo, si concentra sulla spiegazione del modello di business dell'azienda, mentre la seconda, di natura strettamente numerica, ha lo scopo di

valutare la sostenibilità economico-finanziaria del piano. La parte descrittiva ha l'obiettivo di illustrare il piano d'azione e il contesto in cui opera l'impresa, utilizzando analisi competitive e di prodotto. La sezione economico-finanziaria, invece, traduce in cifre i dati presentati nella parte descrittiva, strutturandoli in prospetti che permettono di valutare l'efficacia e la fattibilità del progetto.

L'analisi dei bilanci passati di Iveco Group ha consentito il calcolo di una serie di rapporti chiave per le principali grandezze economiche e finanziarie, al fine di effettuare stime future fino al 2026. Un'attenzione particolare è stata rivolta al 2020, un anno eccezionale a causa dell'impatto della pandemia di Covid-19, con valori che avrebbero potuto distorcere le proiezioni.

Nel 2021, i ricavi ammontavano a 12,65 miliardi di euro, e si osserva che il costo del venduto incideva per l'87% sui ricavi, riflettendo l'elevata incidenza dei costi operativi diretti, tipica delle aziende manifatturiere. Questo dato sottolinea l'importanza della gestione dei costi variabili per il mantenimento della marginalità. Per le proiezioni tale marginalità è stata legata al margine operativo (*Ebit margin*) obiettivo dell'azienda presentato dalla società nel novembre del 2019 che stima tale valore compreso tra il 4% e 5% per il 2024 e tra il 5% e 6% per il 2026, tale valore è stato rivisto in ottica prudenziale con un ammontare crescente che arriva al 4,5% nel 2026. Le spese di ricerca e sviluppo (R&S) rappresentavano circa il 4% dei ricavi, in linea con la strategia dell'azienda volta a innovare nel settore della mobilità sostenibile e a lungo termine. Le spese generali e amministrative, invece, si attestavano al 6% dei ricavi, riflettendo la struttura gestionale dell'azienda, comprensiva di costi operativi e spese di supporto non direttamente legate alla produzione sono state ipotizzate in crescita con un tasso che dal 3,5% passa poi al 2% negli ultimi due anni.

Partendo da queste percentuali chiave, è stato calcolato un tasso di crescita annuo del 6% per i ricavi, derivato dalle previsioni di Iveco che indicano un obiettivo di 17 miliardi di euro di ricavi entro il 2026, tale tasso è stato rivisto in via prudenziale e si attesta allo 5% per i primi 3 anni e al 3% per i rimanenti due anni, tali dati si sono mostrati in linea con la revisione delle stime fatta poi da Iveco.

Tabella 11

	2018	2019	2020	2021	Media
Tax rate rettificato da partite straord.	39%	31%	10%	47%	32%

È stato considerato il Tax rate rettificato da partite straordinarie come riportato nei bilanci di Iveco e ne è stata calcolata una media che verrà usata per le proiezioni. Si sottolinea che il valore del 2020 è impattato da perdite registrate in paesi dove non è possibile registrare "tax benefits".

È stata inoltre data indicazione dell'Ebit afferente ai due tipi di business di Iveco, quello industriale e quello finanziario, per consentirne una valutazione separata.

Per calcolare il NOPAT è stato quindi utilizzato l'Ebit delle attività industriali (*industrial activities*) in linea con quanto fatto dagli analisti, per considerare poi il business dei servizi finanziari (*financial activities*) al book value.

Ecco una proiezione sintetica dei ricavi e dei principali costi:

Tabella 12

Discount Cash Flow	2021	2022	2023	2024	2025	2026
<b>Ricavi</b>	<b>12.651.000</b>	<b>13.283.550</b>	<b>13.947.728</b>	<b>14.645.114</b>	<b>15.084.467</b>	<b>15.537.001</b>
COGS	10.881.000	11.490.271	11.995.046	12.484.960	12.821.797	13.128.766
<b>Margine</b>	<b>1.770.000</b>	<b>1.793.279</b>	<b>1.952.682</b>	<b>2.160.154</b>	<b>2.262.670</b>	<b>2.408.235</b>
% su ricavi	14,0%	13,5%	14,0%	14,75%	15,0%	15,5%
Spese generali e amministrative	825.000	853.875	883.761	914.692	932.986	951.646
R&S	481.000	508.550	533.978	560.676	577.497	594.822
Altre spese	169.000	169.000	169.000	169.000	169.000	169.000
<b>EBIT</b>	<b>295.000</b>	<b>261.854</b>	<b>365.944</b>	<b>515.786</b>	<b>583.187</b>	<b>692.768</b>
% su ricavi	2,3%	2,0%	2,6%	3,5%	3,9%	4,5%
di cui EBIT Financial Service	74.000	77.700	81.585	85.664	88.234	90.881
di cui EBIT Industrial Activit	221.000	184.154	284.359	430.121	494.953	601.887
Tasse	104.000	58.469	90.284	136.564	157.148	191.099
<b>NOPAT</b>	<b>191.000</b>	<b>125.685</b>	<b>275.660</b>	<b>379.222</b>	<b>426.040</b>	<b>501.669</b>

### **3.3 Valutazione con il Metodo DCF – FCFF**

Il primo metodo di valutazione, il Discounted Cash Flow (DCF), può essere basato su due diversi tipi di flussi di cassa: il flusso di cassa disponibile per l'azienda nel suo complesso e quello disponibile per gli azionisti. In questa analisi verranno considerati i flussi nel suo complesso e verrà determinato un valore indicativo per Iveco Group.

La valutazione basata sui flussi di cassa "to the firm" non calcola direttamente il valore dell'equity dell'azienda, ma piuttosto determina l'enterprise value. Una volta ottenuto questo valore, sottraendo la Posizione Finanziaria Netta (PFN), si può arrivare al reale valore dell'equity dell'impresa. Oltre alla definizione dei flussi di cassa, questo modello richiede anche la stima del Terminal Value, che rappresenta il valore totale dell'azienda alla fine dell'orizzonte temporale considerato, e il tasso di sconto, necessario per attualizzare i flussi di cassa futuri.

In particolare, si evidenzia che si è effettuato un esercizio per avere una valutazione di Iveco al 1 gennaio 2022, per confrontarla con il valore del titolo a seguito dell'ingresso in borsa avvenuto il 3 gennaio 2022.

### 3.3.1 Stima dei Free Cash Flow to the Firm

Il processo di valutazione di Iveco Group parte con la proiezione dei flussi di cassa per il periodo coperto dal business plan, che in questo caso include gli anni 2022, fino al 2026. Come già accennato in precedenza, la stima dei flussi di cassa si basa sui dati del quadriennio, includendo l'impatto del Covid-19, che ha influenzato l'anno del 2020.

Il calcolo dei flussi di cassa inizia dal NOPAT, precedentemente stimato nel Business Plan per ciascun anno del periodo in questione, che si prevede possa crescere costantemente durante il triennio. Per ottenere i flussi di cassa "to the firm", si aggiungono nuovamente gli ammortamenti e si sottraggono gli investimenti operativi e la variazione del capitale circolante netto.

Il Capitale Circolante Netto (CCN) è calcolato come la somma di crediti commerciali e magazzino (risorse per l'impresa) meno i debiti commerciali (impegni dell'impresa).

Questo indicatore riflette la liquidità disponibile per finanziare le operazioni quotidiane e misura l'efficienza dell'azienda nella gestione delle sue risorse a breve termine.

Tabella 13

	2018	2019	2020	2021	Media
Inventory	2.507.000	2.596.000	2.246.000	2.651.000	
Trade receivables	438.000	371.000	444.000	318.000	
Trade payables	2.924.000	3.050.000	3.082.000	3.133.000	
Total Net revenues	12.005.000	11.948.000	10.411.000	12.651.000	
Cost of sales	-10.184.000	-10.298.000	-9.462.000	-10.881.000	
Opex + Capex	-11.362.000	-11.545.000	-10.567.000	-12.270.000	
Giorni di incasso	13,32	11,33	15,57	9,17	12,35
Giorni di pagamento	93,93	96,43	106,46	93,20	97,50
Giorni di magazzino	89,85	92,01	86,64	88,93	89,36

In questo caso, il CCN risulta negativo per tutti gli anni analizzati, con una variazione progressiva verso valori sempre più negativi. Questo indica che Iveco Group utilizza i debiti commerciali per finanziare le sue operazioni, per effetto di tempi di pagamento strutturalmente superiori ai tempi di incasso.

Tabella 14

Discount Cash Flow	2021	2022	2023	2024	2025	2026
<b>NOPAT</b>	<b>191.000</b>	<b>125.685</b>	<b>275.660</b>	<b>379.222</b>	<b>426.040</b>	<b>501.669</b>
Crediti commerciali	318.000	449.381	471.850	495.443	510.306	525.615
Debiti commerciali	3.133.000	3.467.030	3.631.043	3.794.013	3.902.824	4.004.661
Magazzino	2.651.000	2.813.003	2.936.581	3.056.519	3.138.983	3.214.134
CCN	-164.000	-204.645	-222.612	-242.051	-253.536	-264.912
Δ CCN		-40.645	-17.967	-19.439	-11.485	-11.376

I crediti commerciali sono stimati in base ai giorni di incasso, in relazione ai ricavi previsti per ciascun anno. Allo stesso modo, i debiti commerciali vengono calcolati utilizzando i giorni di pagamento e la somma di costo del venduto, costi operativi e investimenti, mentre il valore del magazzino è determinato attraverso i giorni di magazzino e il costo del venduto. Questi valori, sommati per i crediti e il magazzino e sottratti per i debiti, generano il CCN che, in questo caso, si mantiene negativo, in coerenza con i relativi dati storici.

Tabella 15

Discount Cash Flow	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Capex	564.000	634.500	713.813	803.039	855.237	910.827

Gli investimenti (Capex) sono stati calcolati secondo le stime del piano di Iveco che prevede di raggiungere circa 800 milioni in investimenti annui per il 2024 e circa 900 milioni per il 2026. Gli investimenti riflettono gli impegni dell'azienda per sostenere la crescita futura attraverso nuove investimenti in immobilizzazioni come impianti, macchinari e ricerca e sviluppo. Questi investimenti sono cruciali per supportare la strategia di crescita e innovazione, soprattutto in un settore in continua evoluzione come quello della mobilità sostenibile. Gli investimenti crescono quindi più velocemente fino al 2024 (12,5% annuo) e poi rallentano fino al 2026 (6,5% annuo).

Tabella 16

Discount Cash Flow	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Ammortamenti e svalutazioni	567.000	612.012	642.612	674.743	694.985	715.835

Gli ammortamenti sono stati calcolati come percentuale delle immobilizzazioni, utilizzando una media storica, pari a circa il 5%. Gli ammortamenti rappresentano il consumo dei beni aziendali e mostrano una crescita graduale da 612 milioni di euro nel 2022 a oltre 700 milioni di euro nel 2026, man mano che l'azienda espande il suo portafoglio di immobilizzazioni.

I flussi di cassa operativi vengono calcolati partendo dal NOPAT, sottraendo il  $\Delta$ CCN e gli investimenti (Capex), e aggiungendo gli ammortamenti. Con questa procedura si fornisce una misura del flusso di cassa libero generato dall'azienda, cioè la liquidità disponibile dopo aver finanziato le operazioni e gli investimenti in capitale fisso. I flussi di cassa aumentano costantemente, passando da circa 62 milioni di euro nel 2022 a oltre 295 milioni nel 2026, evidenziando una crescita progressiva.

Tabella 17

Discount Cash Flow	2021	2022	2023	2024	2025	2026
<b>Ricavi</b>	<b>12.651.000</b>	<b>13.283.550</b>	<b>13.947.728</b>	<b>14.645.114</b>	<b>15.084.467</b>	<b>15.537.001</b>
COGS	10.881.000	11.490.271	11.995.046	12.484.960	12.821.797	13.128.766
<b>Margine</b>	<b>1.770.000</b>	<b>1.793.279</b>	<b>1.952.682</b>	<b>2.160.154</b>	<b>2.262.670</b>	<b>2.408.235</b>
% su ricavi	14,0%	13,5%	14,0%	14,75%	15,0%	15,5%
Spese generali e amministrative	825.000	853.875	883.761	914.692	932.986	951.646
R&S	481.000	508.550	533.978	560.676	577.497	594.822
Altre spese	169.000	169.000	169.000	169.000	169.000	169.000
<b>EBIT</b>	<b>295.000</b>	<b>261.854</b>	<b>365.944</b>	<b>515.786</b>	<b>583.187</b>	<b>692.768</b>
% su ricavi	2,3%	2,0%	2,6%	3,5%	3,9%	4,5%
di cui EBIT Financial Services	74.000	77.700	81.585	85.664	88.234	90.881
di cui EBIT Industrial Activities	221.000	184.154	284.359	430.121	494.953	601.887
Tasse	104.000	58.469	90.284	136.564	157.148	191.099
<b>NOPAT</b>	<b>191.000</b>	<b>125.685</b>	<b>275.660</b>	<b>379.222</b>	<b>426.040</b>	<b>501.669</b>
Crediti commerciali	318.000	449.381	471.850	495.443	510.306	525.615
Debiti commerciali	3.133.000	3.467.030	3.631.043	3.794.013	3.902.824	4.004.661
Magazzino	2.651.000	2.813.003	2.936.581	3.056.519	3.138.983	3.214.134
<b>CCN</b>	-164.000	-204.645	-222.612	-242.051	-253.536	-264.912
Δ CCN		-40.645	-17.967	-19.439	-11.485	-11.376
Capex	564.000	634.500	713.813	803.039	855.237	910.827
Ammortamenti e svalutazioni	567.000	612.012	642.612	674.743	694.985	715.835
<b>Flussi di cassa</b>		<b>62.552</b>	<b>186.493</b>	<b>231.487</b>	<b>254.304</b>	<b>295.300</b>

Una volta calcolati i flussi di cassa, si procede alla loro attualizzazione utilizzando il WACC (Weighted Average Cost of Capital) come tasso di sconto. Il Terminal Value, che rappresenta il valore dell'azienda oltre il periodo di previsione, viene calcolato con un tasso di crescita di lungo periodo, generalmente coerente con il tasso di inflazione atteso.

### 3.3.2 Definizione del valore di Iveco

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

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

Il Costo Medio Ponderato del Capitale (WACC) deriva dalla media ponderata tra il costo del debito e il costo dell'equity. Tale ponderazione rimanda alla struttura del

capitale. Inoltre, nel calcolo del WACC, viene anche considerata la deducibilità fiscale del debito moltiplicando la quota di debito per  $(1-t)$ , dove  $t$  rappresenta l'aliquota fiscale. Il WACC è calcolato come di seguito:

$$WACC = D/(D+E) * Kd * (1-t) + E/(D+E) * Ke$$

Dove:

- $D$  rappresenta l'indebitamento finanziario netto di Iveco;
- $E$  rappresenta il valore di mercato dell'equity di Iveco;
- $Kd$  rappresenta il costo del capitale di debito di Iveco;
- $t$  rappresenta l'aliquota fiscale;
- $Ke$  rappresenta il costo dell'equity.

Il calcolo del WACC di Iveco è un passaggio fondamentale nell'analisi finanziaria dell'azienda. Per la valutazione del Gruppo, avendo considerato i flussi del business "attività industriali" si è calcolato il costo medio ponderato del capitale di tale business unit.

Per determinare il costo dell'equity ( $Ke$ ), si è fatto ricorso al Beta del Settore "Auto & Trucks" stimato da Damodaran nel 2022, unlevered, che è stato poi adattato alla struttura di capitale di Iveco.

$$\text{Beta L di Iveco} = \text{Beta u di Settore} / [1 + (1-t) * D/E] = 1,11$$

Dove:

Tabella 18

Beta u	1,11
--------	------

D	0
E	4.301.874
t	31,75%

Il valore del debito utilizzato è pari a zero poiché si è preso in considerazione il valore della posizione finanziaria netta del segmento di business relativo alle attività industriali, che al 31 dicembre 2021 risultava negativa (surplus di cassa/crediti finanziari), valorizzando il business dei servizi finanziari al book value, pertanto il peso percentuale dell'Equity sul valore dell'impresa è stato ipotizzato pari al 100% (completamente finanziato con equity) anche in coerenza con quanto effettuato da diversi analisti finanziari nell'ambito degli equity research pubblicati. Si denota quindi che il beta levered ed unlevered coincideranno. Tale vale andrà moltiplicato per il Risk premium calcolato come segue.

Con riferimento all'ERP è stato preso come riferimento il 5%, valore utilizzato dagli analisti finanziari con riferimento a mercati maturi, al quale è stato sommato il valore di 2,26% relativo al rischio di paese (country risk) calcolato ponderando l'esposizione di Iveco nei diversi mercati geografici (Europa, Sud America, RoW) sulla base del fatturato

È stato poi sommato al tasso Risk free del titolo di stato degli Stati Uniti a 10 anni pari al 1,78% a fine 2021.

$$Ke = \text{Risk free} + \beta * (\text{ERP} + \text{Countries Risk}) = 9,84\%$$

Il costo dell'equity, che si attesta al 9,84% è un indicatore chiave che riflette le aspettative di rendimento degli azionisti in base al rischio percepito.

Il costo del debito (Kd) di Iveco, ipotizzato pari a 2,99%, è la seconda componente essenziale del WACC. Il metodo di calcolo si basa sull'ICR (*interest coverage Ratio*), che misura la capacità di Iveco di far fronte agli oneri finanziari. Questo costo riflette il premio che l'azienda deve pagare per il suo debito in un contesto di mercato e condizioni economiche specifiche.

Tabella 19

Adjusted Ebit	376.000
Oneri finanziari	-115.000

Tale indice risultata essere di 3,27 e secondo la tabella di conversione di Damodaran relativa al cosiddetto “*synthetic rating*” equivale ad un rating di A- e uno spread del 1,21% che va sommato al tasso Risk free visto prima porterà ad un Kd come segue:

$$Kd = \text{Risk free} + \text{Spred} (1,21\%) = 2,99\%$$

Dopo aver calcolato il Ke e il Kd, e utilizzando  $D/(E+D) = 0$ , per le considerazioni fatte prima (le attività finanziarie saranno considerata al book value) e quindi Ke e WACC coincideranno. La formula del WACC restituisce un valore del 9,84%, che viene poi utilizzato per attualizzare i flussi di cassa futuri e calcolare il terminal value di Iveco. Questo valore è particolarmente importante perché è un elemento chiave per la determinazione del valore attuale dei flussi di cassa che l'azienda genererà all'infinito, al di là del periodo di previsione del business plan, e si basa su un tasso di

crescita di lungo periodo ipotizzando prudenzialmente pari al 50% dell'inflazione attesa, in coerenza con quanto fatto da alcuni analisti del settore.

Ottenuti il Kd e il Ke non resterà che applicare la formula del costo medio ponderato del capitale e otterremo:

$$WACC = \{ Ke * [ E / (D+E) ] + Kd * (1 - t) * [ 0 ] \} = 9,84\%$$

Calcolato il WACC si procede a calcolare il terminal value di Iveco utilizzando il flusso di cassa calcolato come visto precedente all'anno t+1 quindi 2027 con il tasso di crescita di lungo periodo g.

$$TV = \frac{FCF_n * (1 + g)}{(r - g)}$$

Dove:

- g = 1% tasso di crescita di lungo periodo (Banca Intesa,2022)

- r = WACC

Tabella 20

Discount Cash Flow	2026	TV
<b>Ricavi</b>	<b>15.537.001</b>	<b>15.692.371</b>
COGS	13.128.766	13.372.647
<b>Margine</b>	<b>2.408.235</b>	<b>2.319.724</b>
<i>% su ricavi</i>	<i>15,5%</i>	<i>15,5%</i>
Spese generali e amministrative	951.646	961.162
R&S	594.822	685.119
Altre spese	169.000	169.000
<b>EBIT</b>	<b>692.768</b>	<b>504.443</b>
<i>% su ricavi</i>	<i>4,5%</i>	<i>3,2%</i>
di cui EBIT Financial Services	90.881	91.790
di cui EBIT Industrial Activities	601.887	412.653
Tasse	191.099	131.017
<b>NOPAT</b>	<b>501.669</b>	<b>373.426</b>
Crediti commerciali	525.615	530.871
Debiti commerciali	4.004.661	4.074.785
Magazzino	3.214.134	3.273.840
<b>CCN</b>	<b>-264.912</b>	<b>-270.074</b>
$\Delta$ CCN	-11.376	
Capex	910.827	919.935
Ammortamenti e svalutazioni	715.835	722.993
Amm.ti aggiuntivi per convergenza Capex		196.942
<b>Flussi di cassa</b>	<b>295.300</b>	<b>373.426</b>
<b>Terminal Value</b>	<b>4.223.033</b>	

I ricavi crescono appunto del 1%, i costi invece sono calcolati come descritto precedentemente ma incrementati per la convergenza degli ammortamenti al valore della capex. Ammortamenti e Capex sono calcolati anch'essi come indicato precedentemente con l'unica differenza che viene aggiunta una voce di ammortamento aggiuntiva per la convergenza a lungo termine degli ammortamenti con i capex.

Tabella 21

Discount Cash Flow	2022	2023	2024	2025	2026	TV
<b>Flussi di cassa</b>	<b>62.552</b>	<b>186.493</b>	<b>231.487</b>	<b>254.304</b>	<b>295.300</b>	<b>373.426</b>
<b>Terminal Value</b>						<b>4.223.033</b>
<b>FCF</b>	<b>62.552</b>	<b>186.493</b>	<b>231.487</b>	<b>254.304</b>	<b>4.518.333</b>	

Attualizzando i flussi di cassa dal 2022 al 2026 e il TV al 2026 utilizzando il WACC otteniamo quanto segue:

Il calcolo produrrà l'enterprise value, il valore dell'azienda nella sua interezza, a ciò va ancora sottratta la PFN (posizione finanziaria netta) poichè rappresenta valori non effettivamente monetari dell'impresa se negativa, calcolata come segue:

Tabella 22

PFN of industrial activities	-1.063.000
------------------------------	------------

La posizione finanziaria netta in questo caso è quella esclusiva delle attività industriali e in questo caso particolare è a credito di circa un miliardo ed andrà quindi ad incrementare l'enterprise value ottenendo l'equity value, quest'ultimo rappresenta il valore dell'equity appunto e quindi basterà dividerlo per il numero di azioni per ottenere il valore della singola azione di Iveco.

Tabella 23

	CALCOLO PRZ. AZ.
EV	3.386.562
PFN of industrial activities	-1.063.000
TFR	621.000
Book Value Financial activities	740.000
Valore contabile partecipazioni al netto minorities	512.000
EQ	5.080.562
N° azioni	271.200
<b>Prezzo azione</b>	<b>18,73</b>

L'enterprise value di Iveco, che emerge dall'attualizzazione dei flussi di cassa e del terminal value, rappresenta il valore totale dell'azienda. Tuttavia, per ottenere un quadro più accurato del valore che effettivamente spetta agli azionisti, è necessario

sommare la posizione finanziaria netta (PFN), che in questo caso è a credito e indica che l'azienda ha più liquidità che debito. Andrà poi sottratto il valore del TFR, che rappresenta l'impegno dell'azienda verso i dipendenti nel lungo periodo e assimilabile a debito finanziario in quanto passività a lungo termine, e il valore contabile delle partecipazioni non consolidate al netto della quota di patrimonio di proprietà di terzi.

Come già ripetuto precedentemente, adesso, andrà inoltre aggiunto il valore (book value) delle attività finanziarie di Iveco non considerato nei flussi di cassa attualizzati.

Infine, dividendo il valore dell'equity per il numero di azioni, si ottiene il prezzo per azione di €18,73, che rappresenta il valore teorico di ogni azione sulla base di questa valutazione. Questo prezzo per azione è un dato fondamentale per gli investitori e per la direzione aziendale, poiché fornisce una stima del valore che il mercato potrebbe attribuire alle azioni di Iveco.

Tabella 24

		Sensitivity Analysis				
		g di lungo termine				
		0,0%	0,50%	1,0%	1,5%	2,0%
WACC	9,34%	18,35 €	18,94 €	19,60 €	20,34 €	21,19 €
	9,59%	17,98 €	18,53 €	19,15 €	19,85 €	20,64 €
	9,84%	17,63 €	18,15 €	18,73 €	19,38 €	20,12 €
	10,09%	17,30 €	17,79 €	18,34 €	18,95 €	19,63 €
	10,34%	16,99 €	17,45 €	17,96 €	18,53 €	19,17 €

Da tale analisi si può verificare come vari il prezzo stimato al variare del WACC e dell'inflazione attesa come tasso di crescita di lungo periodo.

Ne derivano due scenari estremi, il “Best case scenario” in cui il WACC è al minimo del range e il tasso g di lungo termine al massimo del range ne risulta una valutazione di 21,19€, il secondo scenario, “Worst case scenario”, dall'altro estremo lo sia ha con

WACC al massimo del range (10,34%) e g di lungo termine al minimo del range da cui si ottiene una valutazione di 16,99 € per azione.

Ne deriva un range di prezzo che va appunto da 16,99€ a 21,19€ mostra come muovendo una qualsiasi delle assunzioni utilizzate per la valutazione cambiano significativamente il risultato, ne deriva quindi che, una valutazione è valida quanto le sue assunzioni di partenza.

### **3.4 Valutazione con i Multipli del valore**

La valutazione tramite multipli del valore è una metodologia di valutazione "relativa", poiché permette di confrontare un insieme di aziende simili. Tuttavia, l'affidabilità di questo metodo diminuisce se il campione selezionato non è omogeneo. In particolare, ai fini di procedere con la valutazione di Iveco, si sono analizzati alcuni multipli specifici, già descritti nel primo capitolo con l'obiettivo di effettuare la valutazione di Iveco al 1 gennaio 2022 per confrontarla con il valore del titolo a seguito dell'ingresso in borsa:

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

Il processo di valutazione di Iveco utilizzando i multipli inizia con l'ottenimento dei multipli medi di aziende comparabili. Per questo scopo, è stata utilizzata l'indagine di Banca Intesa e Goldman Sachs (2022), che fornisce dati sui principali attori del settore dei veicoli commerciali.

La scelta è ricaduta sui principali competitor e leader nei differenti ambiti industriali in cui opera Iveco.

Le aziende prese come riferimento per calcolare i multipli medi sono:

•Paccar:

È una multinazionale americana leader nella progettazione, produzione e supporto di veicoli commerciali leggeri, medi e pesanti. Fondata nel 1905 e con sede a Bellevue, Washington, PACCAR possiede marchi famosi come Kenworth, Peterbilt e DAF, noti per i loro camion di alta qualità. L'azienda è anche coinvolta nella produzione di motori avanzati, componenti di camion, e offre servizi finanziari, supporto post-vendita e soluzioni tecnologiche, come sistemi di gestione della flotta. PACCAR è riconosciuta per la sua innovazione e impegno nella sostenibilità, tra cui lo sviluppo di veicoli elettrici e tecnologie a basse emissioni.

•Hino Motors:

È parte del gruppo Toyota, è uno dei principali produttori giapponesi di veicoli commerciali e motori diesel. Fondata nel 1942 e con sede a Hino, Tokyo, Hino produce camion, autobus e veicoli per il trasporto pesante, noti per la loro qualità, affidabilità e prestazioni ambientali. L'azienda si concentra anche sullo sviluppo di tecnologie avanzate, come i veicoli ibridi e a basse emissioni, per rispondere alle esigenze di un trasporto sostenibile.

•Deere:

Conosciuta globalmente come John Deere, è un'azienda americana fondata nel 1837, con sede a Moline, Illinois. È uno dei principali produttori di macchine agricole, da costruzione, forestali e per la cura del manto erboso, oltre a motori diesel e attrezzature per la movimentazione del terreno. John Deere è sinonimo di innovazione tecnologica e qualità, ed è particolarmente nota per l'integrazione di

tecnologie avanzate nei suoi prodotti, come sistemi di guida automatica e precisione agricola.

• **Daimler Truck Holding AG:**

È uno dei maggiori produttori mondiali di veicoli commerciali, con sede a Leinfelden-Echterdingen, Germania. L'azienda produce camion, autobus e veicoli commerciali con marchi come Mercedes-Benz Trucks, Freightliner, Western Star, BharatBenz e FUSO. Daimler Truck si distingue per l'innovazione nella sicurezza dei veicoli, la connettività e la sostenibilità, con investimenti significativi nello sviluppo di veicoli elettrici e a celle a combustibile.

• **TRATON SE:**

È una holding del settore dei veicoli commerciali appartenente al gruppo Volkswagen. I suoi marchi principali includono MAN, Scania, e Navistar. TRATON è un leader globale nella produzione di camion e autobus e si impegna nella trasformazione verso trasporti sostenibili, con un focus su motori elettrici e soluzioni digitali per l'ottimizzazione della logistica e la gestione delle flotte.

• **Oshkosh Corp:**

Fondata nel 1917 e con sede a Oshkosh, Wisconsin, è un'azienda americana specializzata in veicoli e attrezzature per applicazioni speciali, tra cui militare, antincendio, edile e municipale. Oshkosh è nota per i suoi veicoli altamente robusti e innovativi, come i mezzi corazzati tattici e i veicoli antincendio aeroportuali, con un forte impegno nell'ingegneria avanzata e nella sicurezza.

• **Volvo AB Class B:**

Con sede a Göteborg, Svezia, è una delle maggiori case produttrici mondiali di camion, autobus e attrezzature da costruzione. Oltre alla sua divisione di veicoli commerciali, Volvo è attiva in vari segmenti, tra cui i motori marini e industriali.

Volvo si distingue per la qualità, la sicurezza e l'attenzione alla sostenibilità, sviluppando tecnologie avanzate come i veicoli autonomi e i motori a basse emissioni.

•DEUTZ AG:

Fondata nel 1864 e con sede a Colonia, Germania, è un leader nella produzione di motori per applicazioni agricole, industriali, edili e per veicoli commerciali. Con una lunga storia di innovazione, DEUTZ si concentra su motori a combustione interna, elettrificazione e soluzioni ibride, promuovendo tecnologie che riducono le emissioni e migliorano l'efficienza energetica.

I report di Banca Intesa e Goldman Sachs (2022) forniscono i valori dei multipli di ciascun'azienda. Questi valori, forniti direttamente dall'indagine, garantiscono una stima coerente con i dati patrimoniali ed economici delle aziende analizzate.

Il processo di valutazione di Iveco basato sui multipli si articola in diverse fasi:

- Determinazione dei multipli medi per il campione scelto;
- Calcolo dell'Enterprise Value di Iveco sulla base dei multipli medi ottenuti;
- Conclusioni sull'analisi.

Tabella 25

Company Name	EV/Sales	P/E	EV/EBITDA	EV/EBIT
Paccar	1,50	13,50	12,20	13,50
Hino Motors	0,50	11,30	5,10	8,40
Deere	2,50	17,10	12,80	13,20
Daimler Truck Holding AG	0,60	11,30	5,50	7,50
TRATON SE	0,60	5,90	5,30	8,80
Oshkosh Corp	0,9	18,1	10,5	12,2
Volvo AB Class B	1,00	12,40	5,90	8,20
DEUTZ AG	0,50	10,50	4,30	9,50
<b>MEDIA</b>	<b>1,0</b>	<b>12,5</b>	<b>7,7</b>	<b>10,2</b>

Una volta identificate le medie dei multipli questi verranno moltiplicati per i valori specifici di Iveco (Sales, Earnings, Ebitda, Ebit) per ottenere l'enterprise value o l'equity value a seconda del multiplo utilizzato.

- EV / Sales

Tabella 26

	EV/Sales
<b>Equity Market (EQ)</b>	14.884.686
<b>Prezzo per azione</b>	<b>54,88 €</b>

Moltiplicando il multiplo medio EV/Sales di 1,0 per le vendite del 2022 di Iveco otteniamo la stima dell'Enterprise Value (EV) e sottraendovi la PFN e dividendo per il numero di azioni si ottiene un prezzo per azione di circa 55€.

- P / E

Tabella 27

	P/E
<b>Equity Market (EQ)</b>	1.464.272
<b>Prezzo per azione</b>	<b>5,40 €</b>

Moltiplicando il multiplo medio P/E di 12,5 per l' "Earnings" di Iveco otteniamo una stima, questa volta direttamente dell'Equity, di 1,46 miliardi e dividendo per il numero di azioni otteniamo un prezzo per azione di 5,4€.

- EV / Ebitda

Tabella 28

	EV/EBITDA
<b>Equity Market (EQ)</b>	8.270.150
<b>Prezzo per azione</b>	<b>30,49 €</b>

Moltiplicando il multiplo medio EV/Ebitda di 7,7 per l'Ebitda di Iveco di 904 milioni di euro otteniamo una stima dell'Enterprise Value (EV) a cui va sottratta la PFN e diviso per il numero di azioni per ottenere una stima del prezzo dell'azione di 30,49€.

- EV / Ebit

Tabella 29

	EV/EBIT
<b>Equity Market (EQ)</b>	4.218.198
<b>Prezzo per azione</b>	<b>15,55 €</b>

Se, ancora una volta, si moltiplica il multiplo medio EV/Ebit per l'Ebit di Iveco, che ammonta a circa 286 milioni, otteniamo l'EV della società a cui va sottratta la PFN e diviso per 271,2 milioni di azioni per ottenere un prezzo per azione di 15,55€.

Come si può notare dalla variabilità dei risultati ottenuti non tutti i multipli riescono ad esprimere il valore della società. Da tale analisi, in linea con i risultati degli analisti il multiplo che sembrerebbe più realistico è l'EV/Ebit che restituisce un valore di 15,55€ per azione.

### **3.5 Confronto dei risultati e conclusioni**

Come comunemente avviene nell'ambito della valutazione, e come comunemente fatto negli Equity Research delle migliori banche, i metodi valutativi vanno considerati unitamente. Si potrebbe semplicisticamente fare una media aritmetica tra il valore ottenuto dal DCF e dal metodo dei multipli ottenendo un valore di 17,14 che non si discosta di molto dai valori degli esperti del settore seppur mostrano grandi differenze tra loro. Tale approccio si può dire semplicistico in quanto i due metodi carpiscono due aspetti della valutazione ben differenti. Il DCF che analizza che caratteristiche economico-finanziarie dell'azienda e tenta di esprimere le strategie e potenzialità che il management tenta di sfruttare, offre una visione di lungo termine, spesso di poco interesse per gli investitori. Il metodo dei multipli sembra esprimere invece un valore di breve termine in quanto si basa sui valori di aziende già presenti sul mercato e più apprezzato dagli investitori nel settore in cui opera Iveco che tipicamente detengono i titoli per un orizzonte temporale di breve termine. I risultati di tale valutazioni potrebbero quindi essere visti su una linea temporale e considerare il valore ottenuto dal multiplo EV/Ebit di 15,55€ come una valutazione di breve e il valore ottenuto dal DCF di 18,73€ come una valutazione di lungo termine, auspicando che Iveco abbia la possibilità di esprimere le sue potenzialità e che soprattutto il mercato possa offrire un terreno stabile per far sì che ciò avvenga.

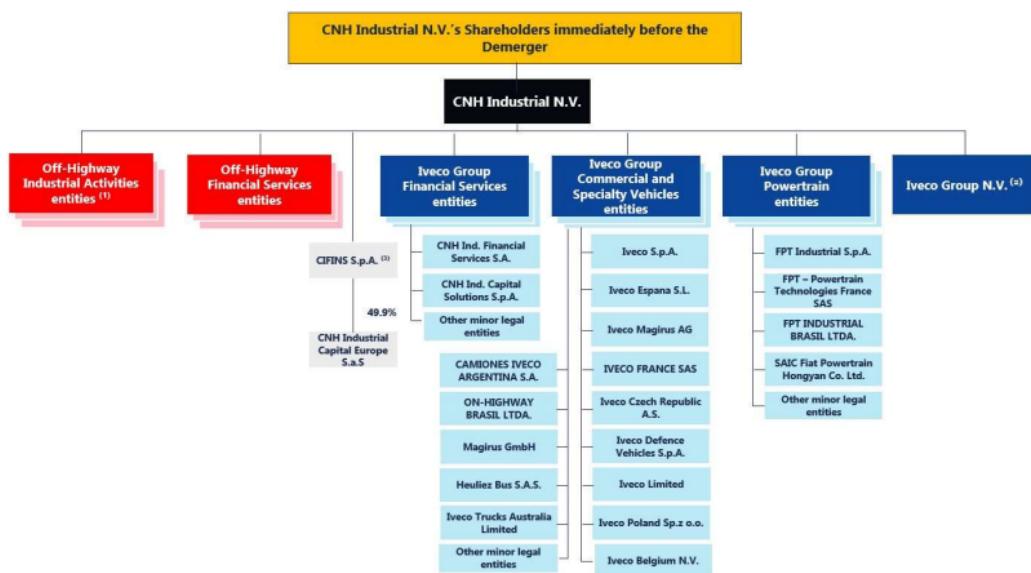
### **3.6 Quotazione e andamento del titolo**

Il titolo Iveco Group ha esordito sul mercato Euronext Milan il 3 gennaio 2022, in seguito alla scissione delle attività relative ai veicoli commerciali e speciali e powertrain

con i relativi servizi finanziari dal gruppo CNH Industrial, con un prezzo di debutto di circa 11,26 euro per azione.

Per effetto della scissione, ogni detentore di azioni ordinarie CNH industrial ha ricevuto un'azione ordinaria di Iveco Group ogni cinque azioni ordinarie di CNH industrial detenute; in particolare la struttura societaria di CNH industrial è cambiata nel modo seguente:

Figura 3

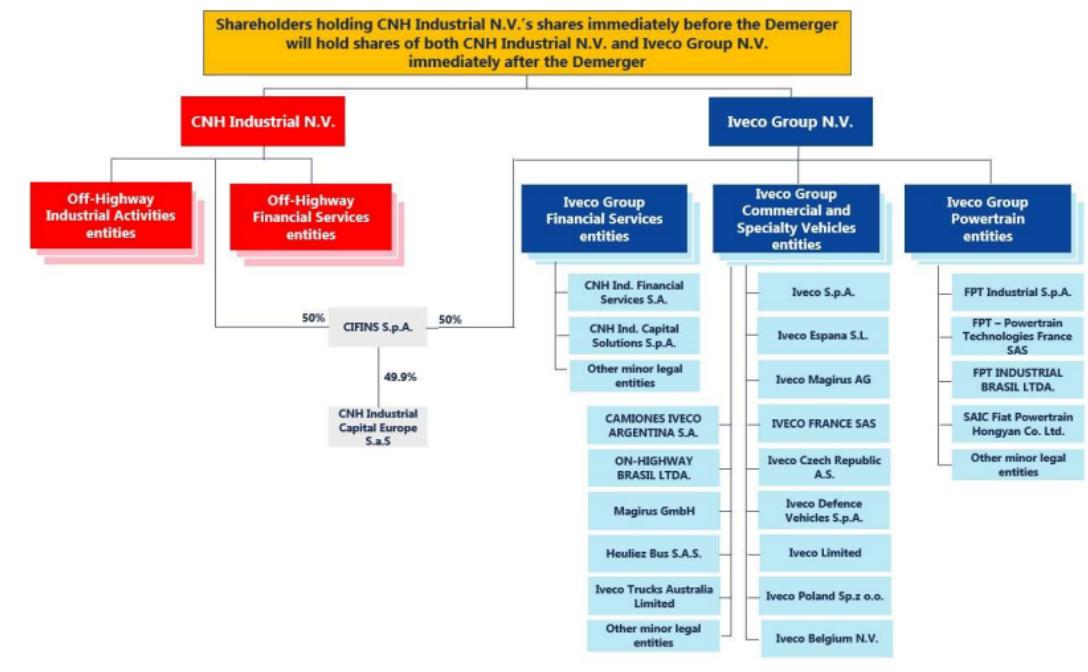


1) Off-Highway Industrial Activities entities refer to those entities belonging to the 'Agriculture' and 'Construction' segments.

2) Iveco Group N.V. was specifically incorporated for this particular transaction.

3) CIFINS S.p.A. was specifically incorporated for this particular transaction.

Figura 4



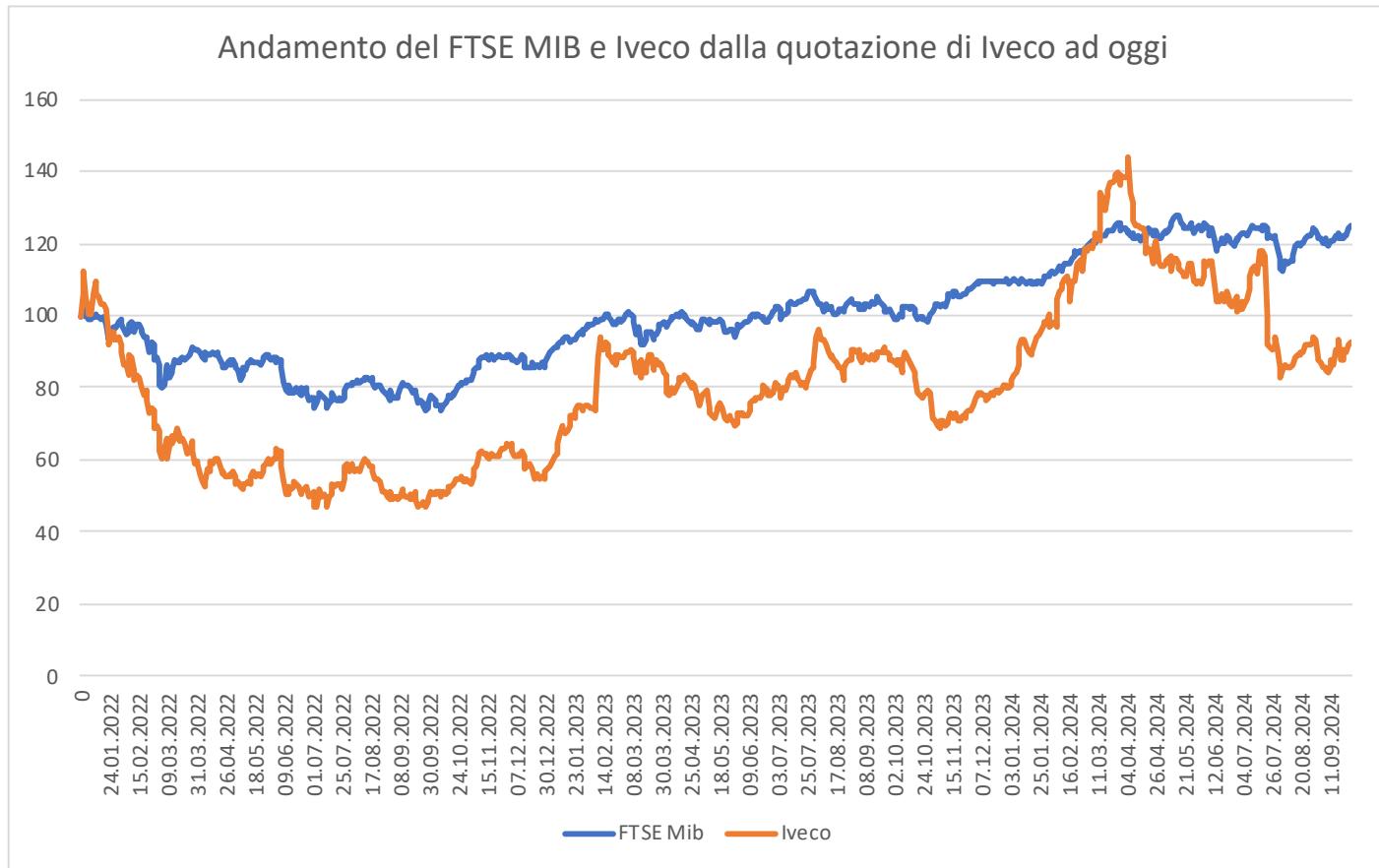
La decisione di separare il business Iveco Group è stata presa in seguito alla constatazione che gli investitori (sia retail che istituzionali) tendono a preferire i “pure players” rispetto ai conglomerati e che, a causa di questa preferenza per il portafoglio azionario, il valore dei vari business gestiti da CNH industrial non si rifletteva accuratamente nel prezzo delle azioni.

Nonostante le aspettative iniziali, il titolo ha presto mostrato una tendenza ribassista. Nei mesi successivi alla quotazione, le azioni di Iveco hanno perso terreno in modo significativo, toccando il minimo storico di 4,58 euro per azione nel corso del 2022. Questo calo ha rappresentato una perdita di circa il 60% rispetto ai picchi iniziali, collocando il titolo in una fase di forte debolezza.

Questa discesa è stata influenzata da vari fattori, tra cui la difficile congiuntura economica globale, la volatilità dei mercati e le sfide specifiche del settore automotive e dei veicoli commerciali, di cui Iveco è leader. Tuttavia, dopo aver raggiunto il minimo, Iveco ha iniziato a recuperare terreno verso la fine del 2022, con un rialzo del 38%

rispetto ai livelli più bassi, grazie anche a miglioramenti tecnici nelle medie mobili e al superamento di alcune resistenze psicologiche, come quella dei 6 euro. Nel 2023, il titolo ha attraversato una fase di stabilizzazione, oscillando in un intervallo compreso tra i 4,6 e i 7 euro. Nonostante la stabilità, il mercato è rimasto prudente, con gli investitori in attesa di segnali più forti che potessero indicare una ripresa più decisa. Nel 2024, il titolo Iveco ha continuato a crescere, attestandosi intorno a 9,33 euro a settembre, con una performance positiva rispetto all'inizio dell'anno e un aumento della domanda da parte degli investitori. Durante l'anno, il titolo ha mostrato una performance del +11,54% su base annua. Questo recupero è stato alimentato da una serie di commesse importanti, tra cui l'aggiudicazione di contratti per la produzione di veicoli blindati per l'esercito brasiliano, che hanno rafforzato la fiducia degli investitori nelle prospettive di crescita del gruppo. Dal punto di vista tecnico, Iveco ha mostrato una tendenza positiva nelle ultime settimane del 2024, con una resistenza importante individuata attorno ai 9,49 euro, e un obiettivo di crescita fino a 9,97 euro. Tuttavia, permane una certa volatilità, con possibilità di correzioni a breve termine, che potrebbero riportare il titolo verso il supporto di 9,01 euro. In sintesi, l'andamento del titolo Iveco dal debutto è stato segnato da una forte volatilità, con una prima fase di calo marcato, seguita da un graduale recupero. Nonostante le sfide iniziali, il 2024 ha visto un miglioramento delle prospettive, sostenuto da segnali tecnici positivi e dalla crescente fiducia degli investitori.

Figura 5



Tale grafico è stato costruito portando il FTSE MIB e il titolo Iveco su base 100 per evidenziare le variazioni dalla quotazione di Iveco (3 Gennaio 2022) ad oggi. L'andamento mostra la ciclicità del settore dell'automotive e soprattutto del settore dei veicoli commerciali, in quanto risente molto delle fasi del ciclo economico. Nelle fasi di recessione tali settori sono quelli che subiscono flessioni più importanti. Notiamo come il rendimento del titolo Iveco aveva superato il valore dell'IPO.

Dal giorno della quotazione ad oggi il titolo non è comunque riuscito a raggiungere i valori determinati dagli analisti di mercato nei loro equity research pubblicati in concomitanza con l'avvio delle negoziazioni, che erano sostanzialmente allineate con quelle ottenute in quest capitolo con l'applicazione delle metodologie discounted cash flow e dei multipli. Le impressioni degli analisti sembrano configurare l'andamento del titolo con il particolare momento storico che ha vissuto il settore dell'automotive a ridosso dell'IPO di Iveco. L'irreperibilità delle materie prime e la conseguente

contrazione della domanda ha provocato irrimediabilmente ad una pressione sui ricavi. Tale situazione ha portato gli analisti a rivedere le stime su indicazione della società ed ha inevitabilmente condizionato l'andamento del titolo. Seppur tale crisi abbia colpito il settore senza fare distinzioni, sicuramente, le dimensioni ridotte di Iveco rispetto ai competitor, che in tale settore risultano rilevanti per le economie di scala, non lasciavano presagire risultati paragonabili ai *Big* del settore considerando anche che la quota di mercato di Iveco risulta essere per la maggior parte circoscritta all'Europa.

## Conclusioni

La tesi ha approfondito la stima del prezzo per azione di Iveco alla data dell'IPO e ha confrontato tale stima con il prezzo effettivo di quotazione, con l'obiettivo di comprendere le differenze tra il valore stimato e quello realizzato al momento della quotazione. Attraverso un'analisi dettagliata, la tesi ha esplorato le ragioni di eventuali discrepanze e le implicazioni per gli investitori e per la strategia futura dell'azienda.

Nel corso della tesi, è stato evidenziato come Iveco abbia navigato attraverso le complessità del mercato dei veicoli commerciali, affrontando sfide e cogliendo opportunità. Le considerazioni di un analista del settore hanno aggiunto ulteriori sfumature a questa analisi, mettendo in luce la resilienza e l'efficacia della strategia aziendale di Iveco.

Nel primo periodo post IPO il titolo non ha performato come sperato dagli esperti del mercato. Tale dinamica è sicuramente legata strettamente alla peculiarità dell'IPO, frutto di uno spin-off da CNH industrial che ha scoraggiato gli investitori che hanno preferito tale titolo rispetto ad Iveco date le dimensioni ridotte di quest'ultima. Un altro tema che ha influito è sicuramente il forte rallentamento del mercato che ha portato anche ad una revisione delle stime da parte della società. A tutto ciò si aggiungono le caratteristiche di Iveco tra cui le dimensioni ridotte rispetto ai competitor e l'esposizione principale sui mercati europei che può non apparire vantaggioso per gli investitori.

Iveco ha tuttavia dimostrato un buon track record, grazie a un'efficace gestione dei costi e al miglioramento dei margini, che ha rafforzato la fiducia degli investitori e ha contribuito a un rally delle azioni nella prima metà del 2024, che non è da attribuire esclusivamente ai fondamentali, ma anche a speculazioni di mercato riguardanti potenziali acquisizioni.

In particolare, la divisione difesa di Iveco è emersa come un punto focale di interesse, con Leonardo che sembra sempre più intenzionata ad acquisirla. Le dichiarazioni del management di Iveco e di Leonardo hanno alimentato le aspettative di un accordo, suggerendo che una vendita potrebbe sbloccare un valore significativo, dato che i multipli della difesa sono generalmente più alti rispetto a quelli del settore in cui opera Iveco. Nelle valutazioni degli analisti finanziari, anche applicando uno sconto del 40% ai multipli di Re-Metal, la divisione difesa di Iveco potrebbe essere valutata fino a un miliardo, un valore che avrebbe un impatto rilevante sulla capitalizzazione di mercato di Iveco. Questa prospettiva ha aggiunto un elemento di interesse per gli investitori, suggerendo che la struttura aziendale di Iveco potrebbe subire cambiamenti significativi che potrebbero rivelarsi vantaggiosi.

Con riferimento alle metodologie di valutazione, gli investitori sembrano preferire i multipli per una visione di breve termine, mentre il DCF rimane uno strumento prezioso per valutare le prospettive di medio e lungo termine di una società. In particolare, se una società come Iveco ha prospettive di crescita e miglioramento dei margini, il DCF può catturare questi aspetti meglio dei multipli.

La tesi, fornisce anche una visione approfondita della valutazione di Iveco, delle sue prospettive future e dell'impatto delle dinamiche di mercato sul prezzo delle sue azioni. La strategia aziendale di Iveco, il suo impegno verso l'innovazione e la sostenibilità, e la potenziale ristrutturazione aziendale rappresentano fattori chiave che continueranno a influenzare la sua valutazione e il suo ruolo nel settore dei veicoli commerciali.

Guardando al futuro, le prospettive di Iveco appaiono promettenti. La potenziale vendita della divisione difesa, con una valutazione che potrebbe raggiungere il miliardo di euro, rappresenta un'opportunità per una ristrutturazione aziendale che potrebbe portare a una maggiore focalizzazione e a un'ulteriore valorizzazione delle attività core dell'azienda.

Questo cambiamento strutturale potrebbe non solo aumentare il valore per gli azionisti ma anche permettere a Iveco di capitalizzare meglio sulle sue competenze distintive nel settore dei veicoli commerciali.

In conclusione, Iveco è ben posizionata per affrontare le sfide future e sfruttare le opportunità emergenti. Con una gestione attenta e una visione strategica chiara, Iveco ha il potenziale per continuare a crescere e a generare valore per gli azionisti e per tutti gli stakeholder coinvolti soprattutto in previsione della stabilizzazione delle condizioni di mercato e della recente riorganizzazione interna dei business di Iveco che potrà far meglio percepire il valore dell'azienda dagli investitori.



## Riferimenti bibliografici

Berk, J. B., DeMarzo, P. M., Morresi, O., & Venanzi, D. (2018). Finanza Aziendale 1: Fondamenti. Pearson.

Chavanne, A. (2023c, May 5). Ab Volvo: Il Gigante dei Veicoli Industriali. MarketScreener. <https://it.marketscreener.com/quotazioni/azione/AB-VOLVO-6492152/attualita/AB-Volvo-il-gigante-dei-veicoli-industriali-43760765/>

Commercial vehicle market size, share: Industry report [2032]. Commercial Vehicle Market Size, Share | Industry Report [2032]. (n.d.). <https://www.fortunebusinessinsights.com/commercial-vehicle-market-104284>

Corrigan, P. (2021). Footloose with Green Shoes: Can Underwriters Profit from IPO Underpricing? Harvard Law School Forum on Corporate Governance. Retrieved from <https://corpgov.law.harvard.edu>

Damodaran, A. (2014). Valutazione delle Aziende. Maggioli.

Fazzini M. (2017), Analisi di bilancio, Milano, Wolters Kluwer

Giay-Levra, S. (n.d.). Iveco history. <https://www.iveco.com/corporate-en/pages/history.html>

Gobler, E. (2022). What Is a Greenshoe Option in an IPO? The Balance. Retrieved from <https://www.thebalancemoney.com>

Goldman Sachs (2022). Iveco Group NV. Europe Equity Reaserch.

Gonzalez Ribeiro, A. (2022). Greenshoe Options: An IPO's Best Friend. Investopedia. Retrieved from <https://www.investopedia.com>

J.P. Morgan (2022). Iveco Group NV. Europe Equity Reaserch.

IlBilancio.com, "Riclassificazione Conto Economico - Costo del Venduto." Disponibile

su: <https://www.ilbilancio.com>(

Intesa San Paolo (12 gennaio, 2022). Iveco Group.

Iveco Group 2023 full year results: Iveco Group. Home. (n.d.).  
[https://www.ivecogroup.com/media/corporate\\_press\\_releases/2024/february/iveco\\_group\\_2023\\_full\\_year\\_results](https://www.ivecogroup.com/media/corporate_press_releases/2024/february/iveco_group_2023_full_year_results)

Latham & Watkins LLP. (2021). US IPO Guide. Latham & Watkins LLP. Retrieved from <https://www.lw.com>

Monteforte, D. (2004). Teorie e tecniche della valutazione d'azienda: Una ricostruzione in Chiave Evolutiva. Morlacchi.

Statista Research Department, & 19, D. (2023, December 19). Commercial Vehicle Sales Worldwide 2022. Statista. <https://www.statista.com/statistics/265902/worldwide-commercial-vehicle-sales/>

Yahoo! (n.d.). Commercial vehicle market share, size, growth & value outlook, industry trends analysis report [2029]. Yahoo! Finance.  
<https://finance.yahoo.com/news/commercial-vehicle-market-share-size-051600334.html>

Wikimedia Foundation. (2024, August 4). Iveco. Wikipedia.  
<https://en.wikipedia.org/wiki/Iveco>

Www.oica.net. OICA. (n.d.). <https://www.oica.net/>

## **Ringraziamenti**

