



Dipartimento di Economia e Finanza

**Tesi di laurea magistrale
in
Finanza Aziendale Avanzato**

La valutazione d'azienda: il caso Saipem

RELATORE

Prof. Matteo Rossi

CANDIDATO

Giordano Mariniello

MATR. 739471

CORRELATORE

Prof. Stefano Di Colli

ANNO ACCADEMICO: 2021/2022

INDICE

INTRODUZIONE	4
CAPITOLO I	5
VALUTAZIONE D'AZIENDA E METODI TEORICI	5
1.1 QUOTAZIONE IN BORSA.....	5
1.2 LA VALUTAZIONE D'AZIENDA.....	6
1.3 AUMENTI DI CAPITALE SUCCESSIVI	7
1.4 METODI DI VALUTAZIONE.....	9
1.4.1 DISCOUNTED CASH FLOW: CENNI TEORICI	10
1.4.2 IL METODO DEI COMPARABILI	22
1.4.3 MULTIPLI DELL'ENTERPRISE VALUE	22
1.5 CONFRONTO CON IL METODO DEI FLUSSI DI CASSA SCONTATI.....	23
CAPITOLO II.....	24
CASO SAIPEM E APPLICAZIONE DEI METODI	24
2. INTRODUZIONE	24
2.1 STORIA DI SAIPEM	24
2.2 DIVISIONI AZIENDALI.....	26
2.2.1 RISULTATI DIVISIONI.....	28
2.3 CONTESTO STORICO	31
2.4 CAPITALE SOCIALE E PRINCIPALI AZIONISTI	32
2.5 ANDAMENTO TITOLO	33
2.6 METODO DEI MULTIPLI	34
2.6.1 MULTIPLI ASSET-SIDE	35
2.6.2 MULTIPLI EQUITY-SIDE	38
2.6.3 SOCIETÀ COMPARABILI DI SAIPEM.....	40
2.7 INDICI FINANZIARI	50
2.8 DIVIDEND DISCOUNT MODEL	54

2.9 DISCOUNTED CASH FLOW	56
CAPITOLO III	59
IMPATTO DI EVENTI ENDOGENI ED ESOGENI SU SAIPEM	59
3. INTRODUZIONE.....	59
3.1 PROFIT WARNING	60
3.2 PROFIT WARNING SAIPEM 2013.....	61
3.2.1 AUMENTO DI CAPITALE 2016	63
3.3 PROFIT WARNING 2022	65
3.3.1 AUMENTO DI CAPITALE 2022	65
3.4 EVENTI CARATTERIZZANTI.....	68
3.5 FRAZIONAMENTO AZIONARIO (SS)	70
3.6 FRAZIONAMENTO AZIONARIO INVERSO (RSS)	72
3.7 RISULTATI PRIMO SEMESTRE 2022	74
3.8 RATING.....	76
3.9 SOSTENIBILITÀ	77
3.10 L'IMPATTO GUERRA DEL CONFLITTO RUSSIA-UCRAINA.....	78
4. CONCLUSIONE	81

INTRODUZIONE

La valutazione aziendale è sempre più oggetto di grande attenzione da parte del mondo accademico e di quello operativo. La valutazione d'azienda, consente agli investitori di comprendere il valore potenziale dei loro titoli, dal momento che il valore dell'azienda non può basarsi solamente sull'analisi attuale e storica dei dati. Il processo valutativo consente di conoscere il valore corrente dell'azienda e di stimare le sue performance future.

La scelta di questo argomento per la mia tesi è stata dovuta in primis alla passione che ha suscitato in me la Finanza Aziendale, grazie anche alle spiegazioni e all'esperienza del professore Rossi. Inoltre, è stato interessante per me affrontare questo argomento dato che in famiglia abbiamo costituito da poco una società semplice in cui ci occupiamo di investire dei risparmi famigliari in partecipazioni di società quotate e questo, a mio avviso, è stato un modo per approfondire alcune tematiche che riguardano da vicino una società quotata come Saipem. L'obiettivo della tesi è quello di comprendere l'importanza della valutazione d'azienda secondo diversi criteri che abbiamo affrontato durante il corso. Successivamente, si prenderà in considerazione il caso Saipem, analizzandolo in profondità, in particolare soffermandosi su quanto accaduto fino ad oggi.

La tesi è strutturata in tre capitoli. Il primo capitolo è incentrato sulla quotazione in borsa di un'azienda, sul perché ad un'azienda conviene quotarsi e quali sono i metodi di valutazione utilizzati principalmente. Il secondo capitolo è costituito da una breve introduzione riguardante la storia di Saipem, il contesto storico e il mercato nel quale opera, in quali rami aziendali si divide, il capitale sociale e i principali azionisti (Eni e Cdp). In seguito ci si focalizza sull'applicazione dei metodi di valutazione pratici studiati durante il corso (metodo dei multipli e *Discounted Cash Flow*).

Il terzo capitolo, invece, ha l'obiettivo di analizzare e mettere a confronto i due *profit warning* (2015-2016 e 2021-2022) con conseguenti aumenti di capitale e frazionamento inverso. In questo capitolo, inoltre, vengono analizzati i risultati di bilancio recenti per capire l'andamento del titolo Saipem e l'evoluzione di questa società. Si cerca di capire perché l'amministratore delegato di Saipem ha deciso di uscire dalla società e quali sono i giudizi delle agenzie di *rating* (Moody's e Standard & Poor's) nei confronti della società. Infine, saranno affrontati temi di attualità, quali la sostenibilità e il conflitto russo-ucraino, che hanno avuto ed hanno tutt'ora un impatto su Saipem.

CAPITOLO I

VALUTAZIONE D'AZIENDA E METODI TEORICI

1.1 QUOTAZIONE IN BORSA

Affinché sia possibile capire perché un'azienda decide di quotarsi sul mercato e quali sono i vantaggi che ne conseguono è importante introdurre il concetto di *Initial Public Offering* (IPO).

Una IPO è una tipologia di offerta pubblica di vendita o di sottoscrizione finalizzata all'ammissione alla quotazione su un mercato regolamentato; perché una società possa emettere azioni, deve quotarsi in borsa. L'operazione con cui si vendono per la prima volta le azioni al pubblico prende il nome di IPO. Attraverso una IPO una società "privata" diventa una "*public company*".

La quotazione in borsa da parte di un'azienda ha dei vantaggi e degli svantaggi.

I vantaggi sono molteplici:

- Aumentare visibilità e credibilità: la quotazione è un biglietto da visita a livello nazionale e internazionale in quanto, sottoporsi volontariamente alla regolamentazione e ai requisiti di trasparenza, crea un plus-valore riconosciuto.
- Liquidare l'investimento: la quotazione offre agli azionisti esistenti la possibilità di liquidare in tutto o in parte l'investimento, agevolando la delicata gestione di eventuali passaggi generazionali.
- Finanziare la crescita: la quotazione permette di raccogliere risorse diversificando le fonti di finanziamento per accelerare lo sviluppo, competere in un contesto globale, crescere per via organica ed inorganica e ottimizzare la struttura del capitale.
- Ampliare l'azionariato: la quotazione permette di modificare la compagine sociale tramite l'ingresso nel capitale di investitori istituzionali, domestici e internazionali.

L'ultimo vantaggio appena descritto rappresenta allo stesso tempo un grande svantaggio per una IPO perché quando gli investitori diversificano le loro partecipazioni, gli azionisti dell'impresa diventano maggiormente dispersi. La minor concentrazione proprietaria mina la capacità da parte degli investitori di monitorare la gestione dell'impresa e rappresenta quindi una perdita di controllo per cui gli investitori potrebbero scontare il prezzo che sono disposti a pagare.

Al momento dell'IPO, una società offre in vendita un pacchetto di azioni. Può trattarsi sia di nuove azioni per raccogliere nuovo capitale, in questo caso si parla di offerta primaria o offerta pubblica di sottoscrizione (OPS), sia di azioni già esistenti che sono vendute dagli azionisti attuali, e in questo caso si parla di offerta secondaria o offerta pubblica di vendita (OPV).

Per IPO di piccola dimensione, solitamente il sottoscrittore accetta l'accordo sulla base della vendita al meglio. In sostanza, il sottoscrittore non garantisce che le azioni vengano vendute, ma prova a venderle al prezzo migliore. In genere però, un sottoscrittore e una società emittente concordano una IPO con impegno di assunzione a fermo, in cui il sottoscrittore garantisce che venderà tutte le azioni al prezzo offerto. Il sottoscrittore acquista l'intera emissione ad un prezzo più basso del prezzo di offerta e poi la rivende al prezzo di offerta. L'ultima tipologia di IPO è l'IPO ad asta, in sostanza è il mercato che determina il prezzo delle azioni tramite un meccanismo ad asta. Gli investitori fanno delle offerte entro un determinato periodo di tempo, poi l'IPO ad asta fissa il prezzo più alto al quale il numero di offerte a quel prezzo, o ad un prezzo superiore, equivalgono al numero di azioni offerte. Tutti gli offerenti vincenti pagano questo prezzo, anche se la loro offerta prevedeva un prezzo superiore.

In generale le IPO, specialmente quelle di importo più elevato, sono gestite da un gruppo di sottoscrittori. Il sottoscrittore principale è la banca di investimento primaria responsabile dell'operazione. Essa fornisce la maggior parte della consulenza e organizza il gruppo degli altri sottoscrittori, chiamato sindacato, che contribuisce al collocamento sul mercato delle azioni.

In Italia gli organi di regolamentazione e controllo dei mercati finanziari (e quindi anche dell'ammissione alla quotazione delle imprese) sono la Borsa Italiana, la Consob e la Banca d'Italia. Il principale riferimento normativo è il Testo Unico della Finanza o TUF.

1.2 LA VALUTAZIONE D'AZIENDA

Prima di fissare il prezzo di offerta, i sottoscrittori lavorano con la società per proporre un range di prezzi che ritengono essere una valutazione ragionevole dell'impresa.

Esistono due modi per valutare un'impresa: stimare i flussi di cassa futuri e calcolarne il valore attuale, oppure stimare il valore esaminando imprese comparabili. Spesso ci si affida al metodo delle imprese comparabili con riferimento alle IPO più recenti. Una volta definito il range iniziale dei prezzi, i sottoscrittori tentano di determinare come il mercato considera la valutazione. Si inizia organizzando un *road show*, in cui i senior manager e i sottoscrittori principali viaggiano promuovendo l'impresa e spiegando le ragioni del prezzo di offerta ai maggiori clienti dei sottoscrittori (principalmente investitori istituzionali come fondi comuni e fondi pensione). Al termine del *road show*, i clienti informano i sottoscrittori del loro interesse indicando il numero di azioni che intendono acquistare. I sottoscrittori determinano la domanda totale e regolano il prezzo di offerta per fare in modo che l'emissione abbia successo. Questo processo che giunge al prezzo di offerta sulla base delle dichiarazioni di interesse dei clienti è detto *book building*. I sottoscrittori

usano le informazioni acquisite durante la fase di *book building* per fissare intenzionalmente un prezzo inferiore dell'IPO, riducendo quindi la propria esposizione alle perdite. Inoltre, una volta fissato il prezzo di emissione, i sottoscrittori possono invocare un altro meccanismo a protezione delle perdite: la sovra allocazione o *greenshoe provision*. Questa opzione permette al sottoscrittore di emettere più azioni pari al 15% dell'offerta originale, al prezzo di offerta dell'IPO.

Una volta completata l'IPO, le azioni vengono scambiate pubblicamente in una borsa valori. Il sottoscrittore principale solitamente svolge anche il ruolo di *market maker* del titolo e assegna ad un analista il ruolo di coprire l'azione. Con questa mossa, il sottoscrittore aumenta la liquidità delle azioni sul mercato secondario. Questo apporta valore sia all'emittente, sia ai clienti del sottoscrittore. Un mercato liquido fornisce la certezza che gli investitori, che hanno acquistato le azioni tramite l'IPO, siano in grado di negoziarle facilmente. Se le azioni vengono scambiate in maniera attiva, l'emittente avrà un più facile accesso al mercato dei capitali nel caso in cui la società decidesse di emettere altre azioni in una nuova offerta. Nella maggior parte dei casi, gli azionisti preesistenti sono soggetti a una clausola di *lockup* di 180 giorni; ovvero, non possono vendere le proprie azioni nei primi 180 giorni dalla data dell'IPO. Una volta che il vincolo è scaduto, essi sono liberi di vendere le proprie azioni.

1.3 AUMENTI DI CAPITALE SUCCESSIVI

Il bisogno di capitale esterno da parte di una società termina raramente con una IPO. Solitamente le opportunità di crescita appaiono lungo il corso della vita dell'impresa e in alcuni casi non è possibile finanziarle con il solo autofinanziamento. Perciò, molto spesso le imprese ricorrono nuovamente al mercato azionario con emissioni successive, le cosiddette *seasoned equity offering* (SEO).

Quando un'impresa emette azioni utilizzando una SEO, segue in buona sostanza il percorso di emissione di una IPO. La differenza sostanziale è che il prezzo delle azioni esiste già, dunque non è necessaria la fase di fissazione. Esistono due tipologie di SEO: *cash offer* e *rights offer*. Nella *cash offer* (offerta senza diritto d'opzione), l'impresa propone le nuove azioni agli investitori nella loro generalità perché l'obiettivo non è tutelare l'azienda ma rendere la società il più *public* possibile. In una *rights offer* (offerta con diritto d'opzione), la società offre le nuove azioni in prelazione agli azionisti esistenti. Il prezzo teorico delle azioni il primo giorno in cui iniziano ad essere negoziate senza diritto di opzione viene chiamato *Theoretical ex right price*¹ (TERP), cioè

¹ Il *Theoretical ex right price* o prezzo teorico ex diritto di un titolo è il prezzo teorico di un'azione dopo lo stacco del diritto di opzione relativo ad un aumento di capitale. Per capire il fondamentale ruolo del TERP negli aumenti di capitale, bisogna comprenderne i meccanismi. Un aumento di capitale consiste nell'immissione di nuovi capitali in

il prezzo teorico il giorno d'avvio dell'offerta, è calcolabile come media ponderata del prezzo di emissione delle nuove azioni e di quello delle azioni in circolazione il giorno prima dello stacco del diritto di opzione:

$$TERP = (P_{cum} \times N + P_{emi} \times M) / (N+M)$$

dove P_{cum} è il prezzo dell'azione con il diritto di opzione incluso, P_{emi} è il prezzo di emissione di ciascuna nuova azione, N e M sono, rispettivamente, il numero di azioni in circolazione prima dello stacco e il numero di nuove azioni emesse. La differenza tra P_{cum} e TERP esprime il valore teorico del diritto di opzione. Intuitivamente, se si emettono azioni ad un prezzo uguale a quello di mercato prima dell'emissione, il diritto di opzione avrà valore nullo. Viceversa, ogni volta che il prezzo di emissione è a sconto rispetto al prezzo di mercato prima dell'emissione, il diritto di opzione avrà valore positivo in quanto il TERP sarà inferiore a P_{cum} ed esprime il valore del beneficio per gli azionisti esistenti di poter acquistare le azioni dell'emissione in prelazione ad un prezzo scontato evitando la perdita derivante dall'*underpricing*.²

Dunque, un generico investitore ha due possibilità per acquistare le azioni dell'impresa dopo l'avvio di una SEO con diritto di opzione: sul mercato al prezzo prevalente dopo l'avvio dell'offerta o acquistando i diritti di opzione al loro prezzo di mercato, esercitandoli ed acquistando le azioni di nuova emissione al prezzo di emissione.

Per la legge del prezzo unico³, il costo di realizzazione delle due strategie dovrebbe essere lo stesso dato che analogo è il risultato finale. Eventuali disallineamenti tra prezzo del diritto e prezzo di mercato dell'azione (TERP) creano opportunità di arbitraggio⁴.

una società da parte dei suoi azionisti. A questi viene attribuito un diritto di opzione che consente a ogni socio di sottoscrivere l'aumento in modo da non diluire le proprie partecipazioni. In pratica un azionista ottiene gratuitamente il diritto di sottoscrivere nuove azioni della società. Si tratta di una scelta e non di un obbligo tanto che il diritto può anche essere venduto o quotato. A questo punto acquista un senso la definizione di TERP: si tratta infatti del prezzo teorico di un'azione dopo che sono stati attribuiti i diritti su un aumento di capitale.

² L'*underpricing* è un fenomeno tipico delle operazioni di OPV e IPO che si verifica quando il prezzo di collocamento è inferiore al prezzo di mercato dei titoli al momento della quotazione.

L'*underpricing* è la pratica di quotare un'offerta pubblica iniziale (IPO) a un prezzo inferiore al suo valore reale sul mercato azionario. Quando un nuovo titolo chiude il suo primo giorno di negoziazione al di sopra del prezzo dell'IPO stabilito, si considera che il titolo sia stato sotto-prezzato. L'*underpricing* è di breve durata perché la domanda degli investitori farà salire il prezzo fino al suo valore di mercato.

³ La legge del prezzo unico dice che se opportunità di investimento equivalenti vengono scambiate simultaneamente in mercati concorrenziali diversi, devono essere scambiate allo stesso prezzo in entrambi i mercati.

⁴ Comportamento che consente di trarre profitto da situazioni di incoerenza nel sistema dei prezzi o di differenziazioni regolamentari o fiscali fra entità istituzionali o territoriali. Comprende una vasta gamma di possibili applicazioni. La più semplice è legata all'esistenza di prezzi diversi per un unico bene su differenti mercati. L'arbitraggista compra il bene sul mercato dove il prezzo è più basso e lo rivende in quello dove è più alto, lucrando la differenza. La teoria economica tende a escludere il persistere di tali situazioni; sarebbe proprio l'attività degli arbitraggisti a eliminarle, aumentando la domanda dove il prezzo è minore e l'offerta dove è maggiore, generando così una tendenza al riequilibrio dei prezzi.

In generale, il mercato accoglie la notizia di una SEO con un calo del prezzo. Dato che un'impresa preoccupata di proteggere i suoi vecchi azionisti tenderà a vendere solo a un prezzo che valuti correttamente o sopravvaluti la società, gli investitori da questa decisione deducono che l'impresa sarà probabilmente sopravvalutata; per questo il prezzo scende all'annuncio della SEO.

I costi di una IPO si misurano con il differenziale di rendimento. Lo spread tipico è il 7% del prezzo di emissione. Questa commissione si ritiene elevata perché il pagamento di una commissione è legato al fenomeno dell'*underpricing*. Le SEO non sono costose quanto le IPO, ma sono comunque costose. Le commissioni di sottoscrizione ammontano al 5% degli introiti dell'emissione. Inoltre, le emissioni con diritto di opzione presentano costi più bassi delle *cash offer*.

1.4 METODI DI VALUTAZIONE

Si è già discusso del fatto che non esiste un metodo universale per la stima del valore del capitale economico e che la scelta del metodo rappresenta una fase cruciale del processo, in quanto ogni scopo e ogni fattispecie aziendale predilige l'applicazione di alcuni metodi rispetto che altri. Una scelta non corretta può portare ad ottenere un valore non veritiero, con tutte le ripercussioni che ne possono derivare.

La dottrina ha individuato i metodi reddituali, finanziari e patrimoniali come quelli più solidi e affidabili dal punto di vista teorico. Nella prassi viene parzialmente rispettato il parere della dottrina e i metodi più utilizzati dagli analisti sono quello finanziario (DCF) e quello basato sui multipli.

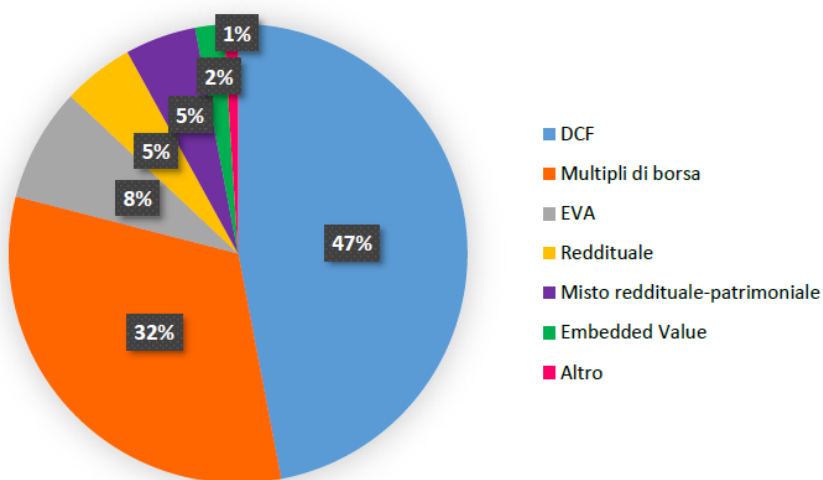


Figura 1: I metodi di valutazione più utilizzati dagli analisti finanziari: il metodo finanziario DCF e il metodo dei multipli di borsa; Fonte: AIAF (Associazione Italiana Per L'analisi Finanziaria).

1.4.1 DISCOUNTED CASH FLOW: CENNI TEORICI

Il modello dei flussi di cassa scontati determina il valore totale dell'impresa per tutti gli investitori, azionisti e detentori del debito. Si inizia con lo stimare l'*Enterprise Value*:

$$\text{Enterprise Value} = \text{valore di mercato del capitale netto} + \text{debiti} - \text{cassa}$$

L'*Enterprise Value* (valore totale dell'impresa) è il valore del business aziendale non gravato dal debito e separato dalla liquidità. Lo si può interpretare come il costo di acquisto del capitale proprio dell'azienda, con l'intera liquidità e dopo il rimborso dei debiti, e quindi il valore *unlevered* del business. Il vantaggio del modello dei flussi di cassa scontati è che permette di valutare un'impresa senza doverne prevedere in modo esplicito i dividendi, il riacquisto di azioni o l'uso del debito.

Per stimare il valore totale dell'impresa dobbiamo calcolare il valore attuale dei flussi di cassa disponibili cioè i *free cash flows*⁵ (FCF) per pagare tutti gli investitori, azionisti e detentori del debito.

Il tasso di crescita delle vendite, il margine di profitto, gli investimenti in capitale (Capex), il capitale circolante netto (CCN) sono indicatori utili all'analisi:

$$\text{Flussi di cassa} = \text{Ebit} * (1 - \tau_c) + \text{ammortamenti} - \text{spese in conto capitale} - \text{aumento del capitale circolante netto}$$

dove $\text{Ebit} * (1 - \tau_c)$ è il risultato netto *unlevered*.

Quando ci si riferisce all'impresa nel complesso, è naturale definire il suo investimento netto come le spese in conto capitale al netto degli ammortamenti:

$$\text{investimento netto} = \text{spese in conto capitale} - \text{ammortamenti}$$

$$\text{Flussi di cassa} = \text{Ebit} * (1 - \tau_c) - \text{investimento netto} - \text{aumento del capitale circolante netto}$$

I flussi di cassa disponibili misurano la cassa generata dell'impresa prima di qualsiasi tipo di pagamento ad azionisti o a detentori del debito. Così come determiniamo il valore di un progetto calcolando il VAN dei suoi flussi di cassa, possiamo stimare l'*Enterprise Value* calcolando il valore attuale dei flussi di cassa dell'impresa.

⁵ L'effetto incrementale di un progetto sulla disponibilità di cassa aziendale, separato da qualsiasi decisione di finanziamento è detto flusso di cassa disponibile del progetto.

Il metodo del DCF prevede cinque fasi:

- Fase I. Studio dell'azienda e dei fattori chiave delle performance;
- Fase II. Previsione dei *cash flow* aziendali;
- Fase III. Calcolo del tasso di attualizzazione (WACC);
- Fase IV. Determinazione del "*Terminal Value*";
- Fase V. Calcolo del Valore Attuale del *Target*.

FASE I

Il primo passo nell'esecuzione del DCF, come per qualsiasi esercizio di valutazione, è studiare, apprendere e acquisire il più possibile un set completo di informazioni sia sull'obiettivo che sul settore in cui opera. In particolare:

- È essenziale comprendere il modello di business del *Target*, il profilo finanziario, la proposta di valore aggiunto per i clienti, i mercati di riferimento, i concorrenti e i rischi chiave;
- Occorre essere in grado di creare un insieme realistico di previsioni dei flussi finanziari, nonché le ipotesi sul *Weighted Average Cost of Capital* (WACC) e sul *Terminal Value*.

Questa fase di valutazione risulta essere più semplice quando si effettua una valutazione di una società pubblica rispetto ad una società privata, grazie alla disponibilità di informazioni. Di fatti, per le società quotate (*public companies*) i prospetti informativi, le relazioni finanziarie per gli investitori e gli altri documenti resi obbligatori dalla normativa costituiscono preziose fonti di informazioni sulle caratteristiche economiche e finanziarie dell'azienda. In USA, *Management's Discussion and Analysis* (MD&A) è una importante fonte di informazioni in quanto fornisce una sintesi dei risultati finanziari e operativi dell'azienda durante i precedenti periodi di rendicontazione nonché le prospettive della direzione per l'azienda.

Il livello successivo di analisi prevede la determinazione dei principali *driver* della performance di un'azienda, questi fattori possono essere sia interni (come l'apertura di nuove strutture, lo sviluppo di nuovi prodotti, l'ottenimento di nuovi contratti con i clienti), sia esterni (come acquisizioni, fattori macroeconomici, cambiamenti legislativi e normativi).

FASE II

Dopo aver studiato l'obiettivo (*Target*) e determinato i fattori chiave della performance, si può passare alla seconda fase che è quella della stima dei *free cash flow*. Il principio fondamentale del processo di valutazione mediante attualizzazione dei flussi di cassa è quello della determinazione di tali flussi e della loro coerenza con i tassi di attualizzazione.

Le due opzioni possibili sono:

- flussi di cassa disponibili per gli azionisti (flussi *levered*) attualizzati utilizzando il *Capital Asset Pricing Model* (CAPM);
- flussi di cassa disponibili per azionisti e creditori (flussi *unlevered*) attualizzati utilizzando il WACC.

Il *Free Cash Flow* (FCF) «*unlevered*» è quel flusso di denaro generato da una società dopo il pagamento: delle spese operative, delle tasse associate all'attività caratteristica, le variazioni negli investimenti in attività immobilizzate di natura operativa (Capex), le variazioni del differenziale tra le attività correnti e le passività correnti (CCN o NWC), prima del pagamento di eventuali spese per interessi sul debito.

Il FCF «*unlevered*» è indipendente dalla struttura del capitale in quanto rappresenta la liquidità disponibile per tutti i fornitori di capitale (sia di debito che di capitale). Innanzitutto occorre riclassificare il Conto Economico secondo la seguente struttura a scalare:

Ricavi delle vendite (Sales)
- Costo del venduto (COGS: Cost of Goods Sold)
= Margine Lordo (Gross Profit)
- Spese Generali e Amministrative (SG&A: Selling General & Administrative Expense)
= EBITDA (Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortisation)
- Ammortamenti e Accantonamenti (Depreciation & Amortization)
= EBIT (Earnings Before Interest and Taxes)
- Interessi Netti
= Utile Lordo (ante imposte)
- Imposte
= Utile Netto (Net Income)

Figura 2: Struttura Conto Economico; Fonte: Investment Banking 2009.

Il punto di partenza per il calcolo del FCF *unlevered* è l'Ebit. È possibile riscrivere le ultime righe della precedente riclassificazione in forma di equazione:

$$\text{Ebit} - \text{Interessi Netti} - \text{Imposte} = \text{Utile Netto}$$

$$\text{Ebit} * 1 - \text{Interessi} * (1 - t) - \text{EBIT} * t = \text{Utile Netto}$$

$$\text{Ebit} * (1 - t) - \text{Interessi} * (1 - t) = \text{Utile Netto}$$

$$\text{Ebit} * (1 - t) = \text{Utile Netto} + \text{Interessi} * (1 - t) = \text{UNI} = \text{EBIAT} = \text{NOPAT}$$

dove t è il tasso d'aliquota fiscale marginale.

Una volta determinato l'UNI (o Ebiat), occorre applicare alcune rettifiche al fine di considerare ulteriori flussi finanziari in entrata ed in uscita:

= EBIT (Earnings Before Interest and Taxes)
- Imposte
= EBIAT (Earnings Before Interest After Taxes) o UNI (Unlevered Net Income)
+ Ammortamenti e Accantonamenti (Depreciation & Amortization)
- Investimenti (+ Disinvestimenti) in Capitale Fisso (CAPEX: Capital Expenditures)
- Incrementi (+Decrementi) del Capitale Circolante Netto (NWC: Net Working Capital)
= Free Cash Flow (FCF)

Figura 3: Step per la determinazione del FCF; Fonte: Investment Banking, 2009.

Il FCF è la parte di flussi di cassa generati da attività operative che residua (da cui «free») dopo aver provveduto al necessario reinvestimento per nuovo capitale fisso. Il punto di partenza per ottenere il *Free Cash Flow* è l'Ebit. Per arrivare dall'Ebit all'FCF è necessario determinare ulteriori elementi quali l'aliquota fiscale marginale, gli ammortamenti ed accantonamenti, il Capex e le variazioni del Capitale Circolante Netto. Occorre stimare l'effetto fiscale sull'Ebit, ovvero l'Ebiat, noto anche come *Unlevered Net Income* (UNI) o *Not Operating Profit After Taxes* (NOPAT).

Generalmente si ipotizza un'aliquota fiscale marginale teorica dal 25% al 40%, a seconda della tipologia societaria e dell'area fiscale di riferimento. L'aliquota fiscale marginale effettiva della società è invece stimata sulla base degli anni precedenti, tenendo conto dell'eventuale effetto delle riforme fiscali in corso o future. L'ammortamento (*Amortization*) è una spesa non monetaria determinata dalla riduzione del valore contabile delle immobilizzazioni materiali a lungo termine di un'impresa (ad esempio immobili, impianti e attrezzature), in base alla vita utile stimata, e riduce i guadagni riportati in bilancio. L'ammortamento può anche essere una spesa non monetaria inerente un'attività immateriale che ha una vita residua definita. Il metodo di ammortamento a quote costanti presuppone una spesa di ammortamento uniforme per la vita utile stimata di un

bene. La maggior parte degli altri metodi di ammortamento rientrano nella categoria dell'ammortamento accelerato, il quale presuppone che un bene perda la maggior parte del suo valore nei primi anni della sua vita. Ai fini dell'attuazione del DCF, l'ammortamento viene spesso proiettato come percentuale del fatturato o del capitale investito, sulla base dei livelli storici.

Gli accantonamenti per rischi ed oneri sono destinati a coprire perdite o debiti di natura determinata, di esistenza certa o probabile, di cui tuttavia sono indeterminati l'ammontare o la data dell'evento atteso. Essendo ammortamenti e accantonamenti spese non monetarie, pur riducendo le entrate dichiarate in bilancio da una società, non ne diminuiscono il *Free Cash Flow*.

Nel Capex occorre considerare i fondi che l'azienda utilizza per acquistare, migliorare, espandere o sostituire i beni fisici utilizzati nell'attività caratteristica, quali edifici, attrezzature, impianti e macchinari. Gli investimenti in capitale fisso sono considerati una spesa (flusso finanziario) piuttosto che un costo (competenza economica); il Capex è capitalizzato sul bilancio una volta che la spesa è stata effettuata e poi è considerato il relativo costo durante la vita utile del bene con la tecnica dell'ammortamento.

A differenza dell'ammortamento, il Capex rappresenta effettivi esborsi di cassa e, di conseguenza, devono essere sottratti dall'Ebit per il calcolo di FCF (nell'anno in cui viene effettuato l'acquisto). Le proiezioni degli investimenti possono discostarsi dai livelli passati in base alla strategia che si vuole applicare, ad esempio un'azienda che si vuole espandere potrebbe avere livelli di investimenti elevati, mentre un'azienda che è in un periodo di conservazione/raccolta della liquidità potrebbe limitare i propri investimenti.

Il Capitale Circolante Netto è definito come la differenza tra attività correnti non monetarie («attività correnti») e passività correnti non fruttifere d'interessi («passività correnti»), e misura il fabbisogno finanziario dell'azienda per svolgere le operazioni caratteristiche su base continuativa. Tra le attività correnti ci sono i crediti verso clienti, le rimanenze finali, la cassa, i ratei e i risconti attivi, mentre tra le passività correnti ci sono i debiti verso fornitori, i debiti di natura operativa, i ratei e i risconti passivi.

$$\text{CCN} = \text{attività correnti} - \text{passività correnti}$$

$$= \text{cassa} + \text{scorte} + \text{crediti commerciali} - \text{debiti commerciali}$$

Il CCN è una misura della capacità del management di gestire l'attività operativa corrente d'impresa, valutata dagli analisti finanziari che giudicano ad esempio: un segnale negativo agli aumenti nel valore delle rimanenze finali (difficoltà nel vendere i prodotti dell'azienda, presenza di prodotti obsoleti nelle rimanenze, previsioni di riduzioni delle vendite future). Un segnale

negativo è anche generalmente associato agli aumenti nel valore dei crediti verso clienti (necessità di concedere dilazioni di pagamento più lunghe al fine di vendere i prodotti dell'azienda).

La variazione nel valore di CCN (tra il valore di stato patrimoniale dell'anno di riferimento e quello dell'anno precedente) è usata come misura di rettifica di Ebit nel calcolo dei *Free Cash Flow*. Ogni incremento di capitale circolante netto rappresenta un investimento che riduce la cassa disponibile e quindi riduce il flusso di cassa.

FASE III

Nel modello dei flussi di cassa scontati si scontano i flussi di cassa disponibili per pagare sia gli azionisti sia i detentori del debito. Il WACC è utilizzato come tasso di sconto per calcolare il valore attuale dei FCF prospettici e il valore terminale (TV) dell'azienda.

Il WACC può essere considerato come il costo-opportunità del capitale investito in azienda, ovvero quel rendimento che un investitore si aspetterebbe di guadagnare in un investimento alternativo con un profilo di rischio simile. Il WACC è definito come il rendimento medio del capitale complessivamente investito in una determinata società, sia a titolo di debito (capitale di finanziamento) che come patrimonio netto (capitale di rischio). Il Costo Medio Ponderato del Capitale si calcola come una media ponderata del costo del debito dell'azienda (tassato) e del costo del capitale proprio.

The diagram illustrates the calculation of WACC as a weighted average of the costs of debt and equity. It is divided into two main sections: 'Debt' and 'Equity'.

Debt Section:

$$\text{WACC} = \text{After-tax Cost of Debt} \times \% \text{ of Debt in the Capital Structure}$$
$$\text{WACC} = (r_d \times (1 - t)) \times \frac{D}{D + E}$$

Equity Section:

$$\text{WACC} = \text{Cost of Equity} \times \% \text{ of Equity in the Capital Structure}$$
$$\text{WACC} = r_e \times \frac{E}{D + E}$$

The final formula combines both components:

$$\text{WACC} = (r_d \times (1 - t)) \times \frac{D}{D + E} + r_e \times \frac{E}{D + E}$$

Figura 4: Calcolo del WACC; Fonte: Investment Banking, 2009.

dove: r_d = costo del debito;

r_e = costo del capitale proprio;

t = tasso d'imposta marginale;

D = ammontare del debito (valore di mercato);

E = ammontare del capitale proprio (valore di mercato).

Il WACC dipende dalle previsioni circa la struttura del capitale del *Target* coerente con una strategia a lungo termine. La struttura del capitale del *Target* è rappresentata dai rapporti $(D / (D + E))$ e $(E / (D + E))$.

In assenza di indicazioni specifiche dell'azienda sulla futura struttura del capitale, si analizzano i *ratio* correnti e quelli storici tra debito e capitalizzazione totale. Una volta individuata la struttura del *Target* si presume che resti costante per tutto il periodo di proiezione. Le società quotate paragonabili al *Target* costituiscono un importante riferimento per le ipotesi sulla struttura del capitale, in quanto si presume che i loro manager perseguano la massimizzazione del valore per gli azionisti. Per le società quotate viene generalmente utilizzata per le previsioni la propria struttura del capitale esistente, purché coerente con le aziende simili.

Il tasso di sconto r_{wacc} , rappresenta il costo medio del capitale che l'impresa paga a tutti i suoi investitori, azionisti e creditori. Se l'impresa non è indebitata, $r_{wacc} = r_e$ (costo del capitale proprio aziendale/capitale netto), ma quando l'impresa è indebitata, r_{wacc} è una media del costo del capitale proprio e di debito dell'impresa. In questo caso, poiché il debito di norma presenta un rischio inferiore al capitale proprio, r_{wacc} è in genere inferiore a r_e .

L'INCIDENZA DELLA STRUTTURA DEL CAPITALE SUL WACC DI UNA SOCIETÀ

Quando la percentuale di debito aumenta nella struttura del capitale, il WACC diminuisce gradualmente a causa della deducibilità fiscale degli interessi passivi. Il WACC continua a diminuire fino al punto in cui si raggiunge la struttura ottimale del capitale. Superato il punto di ottimo, il maggior costo per interessi passivi dovuto ad un eccessivo livello di indebitamento eccede gradualmente il vantaggio fiscale del debito.

Di conseguenza, sia gli investitori obbligazionari che quelli azionari richiedono un rendimento più elevato per il loro aumento del rischio di dissesto finanziario, portando così il WACC ad aumentare esponenzialmente superato il livello ottimale della struttura del capitale.

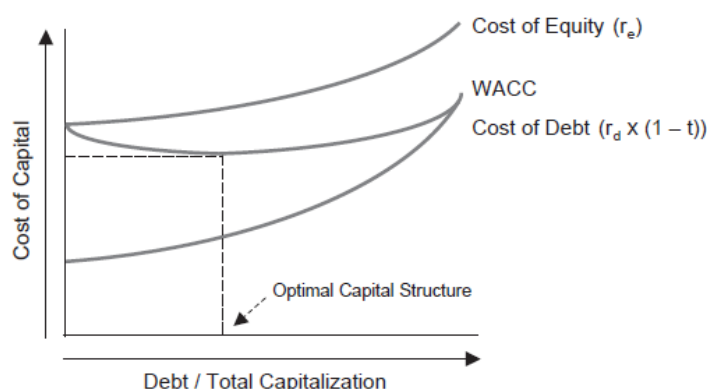


Figura 5: Impatto della struttura del capitale sul WACC di un'azienda; Fonte: Investment Banking, 2009.

Quindi, per poter stimare il WACC bisogna prima calcolare il costo del debito (r_d) e il costo del capitale proprio (r_e).

IL COSTO DEL DEBITO

Il costo del debito di una società riflette il suo profilo creditizio sulla base di una moltitudine di fattori tra cui: dimensioni, settore, prospettive, ciclicità, *rating*, statistiche sul credito, generazione di flussi di cassa, politica finanziaria e strategia di gruppo.

Nel caso in cui l'azienda *Target* non abbia attualmente raggiunto i propri obiettivi per la struttura di capitale, il costo del debito deve essere ricavato da società con strutture del capitale simili. In presenza di obbligazioni negoziate su mercati regolamentati il costo del debito è determinato sulla base del rendimento delle emissioni in circolazione alla data della valutazione.

In presenza di altre forme di indebitamento, quali aperture di credito e finanziamenti a termine, i relativi interessi passivi costituiscono il miglior indicatore del costo atteso del debito e riflettono adeguatamente il rischio di inadempienza della società.

In assenza di dati di mercato aggiornati si può approssimare il costo del debito della società sulla base del suo *rating* creditizio e della sua struttura del capitale, considerando il costo per imprese simili. Una volta determinato, il costo del debito è soggetto ad imposizione fiscale in base all'aliquota fiscale marginale della società.

IL COSTO DEL CAPITALE PROPRIO O COST OF EQUITY

Il costo del capitale azionario è pari al tasso di rendimento annuale che un'azienda deve offrire ai propri azionisti al fine di remunerare i fondi da questi ricevuti (inclusi i dividendi).

A differenza del costo del debito (obbligazionario), il costo del capitale proprio di un'impresa non è facilmente osservabile sul mercato. Per calcolare il rendimento atteso del capitale azionario di una società si utilizza il modello del CAPM.

L'assunzione alla base del CAPM è che gli investitori in azioni devono essere ripagati per l'assunzione del rischio sistematico (relativo al mercato complessivo, noto anche come rischio non diversificabile) sotto forma di premio per il rischio, ovvero il maggior rendimento che il mercato riconosce rispetto ad un tasso privo di rischio (*risk-free*).

$$\text{Cost of Equity } (r_e) = \text{Risk-Free Rate} + \text{Levered Beta} \times \text{Market Risk Premium}$$

$$\text{Cost of Equity } (r_e) = r_f + \beta_L \times (r_m - r_f)$$

Figura 6: Calcolo costo del capitale proprio; Fonte: Investment Banking, 2009.

dove: R_f = Rendimento *risk-free*;

r_m = Rendimento di mercato;

$(r_m - r_f)$ = Premio per il rischio di mercato;

β_L = Beta «*levered*».

Il tasso *risk-free* è il tasso di rendimento atteso ottenuto investendo in uno strumento privo di rischio. Tipicamente sono utilizzati i rendimenti dei titoli di stato perché supportati dalla piena fiducia del governo (es. T-note 10 anni per gli USA). I titoli del tesoro statunitensi non presentano il rischio di default, ma sono soggetti al rischio di tasso di interesse.

Il premio per il rischio di mercato remunera il rischio di mercato ed è pari al rendimento atteso del mercato azionario di riferimento rispetto al tasso privo di rischio. Il premio per il rischio di mercato fornisce il *benchmark* con cui valutare l'attitudine degli investitori ad assumere il rischio di mercato. Il premio per il rischio di mercato⁶ utilizzato a Wall Street varia in genere dal 4% all'8%. Il beta (β) misura la covarianza (rischio sistematico) tra il tasso di rendimento delle azioni di una società e il rendimento complessivo del mercato (ad es. S&P500). In sostanza il beta misura la sensibilità dei rendimenti del titolo ai rendimenti di mercato.

Un'azione con beta inferiore a 1 ha un rischio sistematico inferiore rispetto al mercato, mentre un'azione con beta superiore a 1 ha un rischio sistematico più elevato rispetto al mercato. Un'azione con beta uguale a 1 invece, ha un rendimento atteso pari a quello del mercato. Nel CAPM, ad un beta più elevato corrisponde un costo del capitale più elevato e viceversa. Il beta storico di una società può essere preso da siti come Bloomberg o Thomson Reuters. Di seguito sono riportate le formule per calcolare il beta levered (β_L) e il beta unlevered (β_U):

$$\beta_L = \beta_U * (1 + D / E * (1-t))$$

questo β_L serve per calcolare il costo del capitale proprio.

$$\beta_U = \beta_L / (1 + D / E * (1-t))$$

FASE IV

Il metodo di valutazione DCF si basa sulla determinazione del valore attuale di tutti i futuri FCF prodotti da un'azienda, ma non è possibile stimare i FCF di un'azienda per un periodo infinito. Proprio per questa ragione, la stima del TV dovrebbe catturare il valore residuo del *Target* per il

⁶ Per il periodo compreso tra il 1926 e il 2007, Ibbotson calcola un premio per il rischio di mercato del 7,1%. Morningstar ha acquisito Ibbotson Associates nel marzo 2006. Ibbotson Associates è una delle principali autorità in materia di *asset allocation*, opera come società di gestione degli investimenti.

periodo successivo all'ultimo anno di previsione. Il TV è generalmente calcolato sulla base del FCF della società (o dell'Ebitda) stimato per l'ultimo anno del periodo di proiezione, rappresentativo di uno stabile livello di performance.

Esistono due metodi ampiamente utilizzati per calcolare il Terminal Value di un'azienda: il Metodo dei Multipli (*Exit Multiple Method*, EMM) e il Metodo della Perpetuità (*Perpetuity Growth Method*, PGM). A seconda della situazione dell'azienda da valutare si può decidere di applicarne uno dei due o entrambi.

METODO DEI MULTIPLI (EMM)

Il valore residuo del FCF prodotto dalla società dopo il periodo di proiezione è calcolato come un multiplo del suo Ebitda (o Ebit) dell'ultimo anno di proiezione (n). Il multiplo è in genere basato su multipli di negoziazione (normalizzati) calcolati per società comparabili quotate in borsa. Inoltre, è sconsigliabile utilizzare multipli correnti quali l'Ebitda quando possono essere influenzati da cicli settoriali o economici. La formula per calcolare il valore terminale utilizzando il metodo dei multipli è la seguente:

$$\text{Terminal Value} = \text{EBITDA}_n \times \text{Exit Multiple}$$

Figura 7: Calcolo del Terminal Value con il metodo dei multipli; Fonte: Investment Banking, 2009.

METODO DELLA PERPETUITÀ (PGM)

Il valore residuo dei FCF prodotti dalla società dopo il periodo di proiezione è calcolato come una crescita perpetua ad un tasso presunto. Il metodo si basa sul calcolo del WACC e richiede un'ipotesi relativa al tasso di crescita di lungo termine dell'azienda, detto «tasso di crescita perpetuo» (g). In genere, il tasso g è compreso nell'intervallo dal 2% al 4% (crescita del PIL nominale).

$$\text{Terminal Value} = \frac{\text{FCF}_n \times (1 + g)}{(r - g)}$$

Figura 8: Calcolo del Terminal Value con il metodo della perpetuità; Fonte: Investment Banking, 2009.

FASE V

Il calcolo del valore attuale della società si basa sul fatto che un dollaro oggi varrà più di un dollaro in futuro, questo concetto è noto come valore temporale del denaro.

Nel metodo di valutazione del DCF, i FCF previsionali ed il TV della società sono attualizzati al presente (data di valutazione) al tasso di sconto pari al costo medio ponderato del capitale (WACC). Il calcolo del valore attuale viene eseguito moltiplicando il FCF per ogni anno del periodo di proiezione e il valore finale, ciascuno per il corretto fattore di sconto. Il fattore di sconto è il valore frazionario che rappresenta il valore attuale di un dollaro ricevuto in una data futura, dato un tasso di sconto. Ad esempio, ipotizzando un tasso di sconto del 10%, il fattore di sconto per un dollaro ricevuto alla fine di un anno è pari a 0,91. Immaginando di avere un FCF di 100 milioni di dollari, alla fine del primo anno di proiezione si avrebbero 91 milioni di dollari. Ciò è possibile vederlo nella figura seguente:

The diagram illustrates the calculation of the Discount Factor and the Present Value of FCF. It is divided into two main sections: 'Discount Factor' and 'Present Value Calculation'.

Discount Factor

$$\text{Discount Factor} = \frac{1}{(1 + \text{WACC})^n}$$
$$0.91 = \frac{\$1.00}{(1 + 10\%)^1}$$

Present Value Calculation

$$\text{PV of FCF}_n = \text{FCF}_n \times \text{Discount Factor}_n$$
$$\$91 \text{ million} = \$100 \text{ million} \times 0.91$$

Figura 9: Esempio di calcolo del Discount Factor con convenzione annuale; Fonte: Investment Banking, 2009.

Tipicamente, però, il FCF viene attualizzato in base alla convenzione di metà anno; la convenzione di metà anno presuppone che il FCF di una società venga ricevuto in modo uniforme durante l'anno, approssimando così una generazione di FCF costante. L'utilizzo di una convenzione di metà anno comporta una valutazione leggermente più elevata rispetto all'attualizzazione di fine anno. Se un dollaro viene ricevuto in modo uniforme nel corso del primo anno del periodo di proiezione piuttosto che a fine anno, il fattore di attualizzazione è pari a 0,95 (ipotizzando un tasso di sconto del 10%).

Pertanto, 100 milioni di dollari ricevuti nel corso dell'anno 1 varrebbero oggi 95 milioni di dollari in base alla convenzione di metà anno, rispetto ai 91 milioni di dollari se si utilizza l'approccio di fine anno:

$$\text{Discount Factor} = \frac{1}{(1 + \text{WACC})^{(n - 0.5)}}$$

$$0.95 = \frac{\$1.00}{(1 + 10\%)^{0.5}}$$

Figura 10: Esempio di calcolo del Discount Factor con convenzione semestrale; Fonte: Investment Banking, 2009.

Quando si utilizza una convenzione di metà anno per il periodo di proiezione, l'attualizzazione a metà anno viene applicata anche per il *Terminal Value*.

Il FCF e il *Terminal Value* previsti da un'azienda sono scontati al presente e sommati per ottenere l'*Enterprise Value*. Nella figura sottostante viene rappresentato il calcolo del DCF dell'*Enterprise Value* per un'azienda che considera un orizzonte temporale di cinque anni come periodo di proiezione:

$$\begin{array}{c} \text{Year 1} \qquad \text{Year 2} \qquad \text{Year 3} \qquad \text{Year 4} \qquad \text{(Terminal Year)} \\ \text{Year 5} \\ \text{Enterprise Value} = \frac{\text{FCF}_1}{(1 + \text{WACC})^{0.5}} + \frac{\text{FCF}_2}{(1 + \text{WACC})^{1.5}} + \frac{\text{FCF}_3}{(1 + \text{WACC})^{2.5}} + \frac{\text{FCF}_4}{(1 + \text{WACC})^{3.5}} + \frac{\text{FCF}_5}{(1 + \text{WACC})^{4.5}} \\ + \\ \frac{(\text{EBITDA}_5 \times \text{Exit Multiple})}{(1 + \text{WACC})^5} \end{array}$$

Figura 11: Calcolo del DCF dell'*Enterprise Value* di una società con convenzione semestrale; Fonte: Investment Banking, 2009.

Finora si è descritta la valutazione di un'impresa o le sue azioni considerando i flussi di cassa futuri che verranno pagati agli azionisti. La legge del prezzo unico ci dice che il suo valore è il valore attuale dei suoi flussi di cassa futuri, perché è l'importo che si dovrebbe impiegare in investimenti alternativi sul mercato per replicare flussi di cassa con lo stesso rischio.

1.4.2 IL METODO DEI COMPARABILI

Un'altra applicazione della legge del prezzo unico è il metodo dei comparabili, 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 ci si aspetta generino flussi di cassa simili nel futuro. Nella realtà non esistono due società identiche. Anche due società appartenenti allo stesso settore, e con gli stessi tipi di prodotti, potranno essere simili per molti aspetti, ma probabilmente saranno diverse per quanto riguarda la dimensione. Queste differenze di scala tra le aziende si possono risolvere esprimendo il loro valore in termini di un multiplo di variazione, che è il rapporto del valore con alcune misure di scala dell'impresa.

Il multiplo più comune è il rapporto prezzo/utile (*Price/Earnings ratio*). Il rapporto P/E di un'impresa è uguale al prezzo dell'azione diviso per l'utile per azione. L'idea su cui si basa l'indice è che, quando si acquista un'azione, in un certo senso si acquistano i diritti sugli utili futuri dell'impresa. Poiché la differenza di scala degli utili tra imprese probabilmente si manterranno nel tempo, si è disposti a pagare proporzionalmente di più per un'azione con utili correnti più elevati. Per questo motivo possiamo stimare il valore di un'azienda moltiplicando i suoi utili per azione correnti per il P/E medio di aziende comparabili.

$$\text{Forward P/E} = (P_0 / \text{EPS}_1) = (\text{DIV}_1 / \text{EPS}_1) / (r_e - g) = \text{payout} / (r_e - g)$$

Il *forward* P/E è il P/E futuro dell'azienda, è il multiplo P/E calcolato in base agli utili futuri (stima dei prossimi 12 mesi). Si potrebbe anche calcolare il *trailing* P/E (P/E corrente) utilizzando gli utili recenti (dei 12 mesi precedenti). Generalmente è preferibile usare il *forward* P/E, in quanto è maggiore l'attenzione agli utili futuri. L'equazione del *forward* P/E, in sostanza afferma che se due azioni hanno *payout* e tasso di crescita dell'EPS uguali e rischi equivalenti (e quindi lo stesso costo del capitale proprio), allora avranno anche lo stesso P/E.

1.4.3 MULTIPLI DELL'ENTERPRISE VALUE

L'*Enterprise Value* (V_o) rappresenta il valore totale dell'impresa e non solo il valore del suo capitale proprio, per questo motivo è vantaggioso usarlo per confrontare imprese con diversi livelli di indebitamento. Essendo il valore totale aziendale determinato al lordo del pagamento dei debiti per ottenere il multiplo, lo si divide per gli utili o per i flussi di cassa al lordo del pagamento degli interessi. Multipli molto diffusi sono l'*Enterprise Value* sull'Ebit, sull'Ebitda (utile al lordo di interessi, imposte e ammortamenti) e sul flusso di cassa. Le spese in conto capitale possono variare

sostanzialmente da un periodo all'altro, sicché molti esperti del settore utilizzano il multiplo costituito dall'*Enterprise Value* sull'Ebitda.

Se il tasso di crescita dei flussi di cassa attesi è costante, allora:

$$V_0 / \text{Ebitda} = (\text{FCF}_1 / \text{EBITDA}_1) / (r_{\text{wacc}} - g_{\text{fcf}})$$

Così come il P/E, anche questo multiplo è più elevato per imprese con un alto tasso di crescita e basso fabbisogno di capitale (e quindi i flussi di cassa sono elevati rispetto all'Ebitda). Si possono usare molti altri multipli per le valutazioni. Considerare l'*Enterprise Value* come multiplo delle vendite può essere utile qualora sia ragionevole supporre che le aziende manterranno margini simili nel futuro.

Un punto debole del metodo dei comparabili è che non tiene conto delle rilevanti differenze tra le imprese. Proprio per questo, l'utilità di un multiplo di valutazione dipende dalla natura delle differenze tra le imprese e dalla sensibilità del multiplo a tali differenze. Infine, il metodo dei multipli si limita a fornire informazioni sul valore dell'azienda rispetto ad altre comparabili ma non serve a determinare se un intero settore è sopravvalutato o sottovalutato.

1.5 CONFRONTO CON IL METODO DEI FLUSSI DI CASSA SCONTATI

L'uso di un multiplo basato su aziende comparabili nella valutazione è visto come una "scorciatoia" rispetto ai metodi di valutazione che utilizzano i flussi di cassa scontati. Invece di stimare separatamente il costo del capitale aziendale e gli utili futuri o i flussi di cassa, ci si affida al mercato per valutare aziende con prospettive future simili. L'approccio dei multipli ha il vantaggio di basarsi sui prezzi correnti di aziende realmente esistenti piuttosto che su previsioni di flussi di cassa futuri che possono non essere realistiche. D'altra parte, il metodo dei flussi di cassa scontati ha il vantaggio di incorporare informazioni specifiche sul costo del capitale dell'azienda e sulla sua crescita futura. Poiché il vero *driver* del valore di un'impresa è la sua capacità di generare flussi di cassa per i suoi investitori, i metodi che utilizzano i flussi di cassa scontati sono potenzialmente più accurati rispetto all'utilizzo dei multipli. In particolare, questi metodi esplicitano la performance futura che l'impresa deve ottenere per giustificare il suo valore attuale.

Per concludere, nessuna tecnica riesce a dare una risposta definitiva sul valore "vero" di un'azione. Tutti gli approcci richiedono ipotesi o previsioni incerte per fornire una valutazione definitiva del valore dell'azienda. Molti esperti usano più tecniche contemporaneamente e se ottengono risultati coerenti con i diversi metodi considerano la stima più attendibile.

CAPITOLO II

CASO SAIPEM E APPLICAZIONE DEI METODI

2. INTRODUZIONE

Questo secondo capitolo permette di avere una visione completa della società Saipem. Nella parte iniziale viene descritta la storia della società, dalla sua nascita fino ad oggi; successivamente, vengono analizzate le divisioni di cui è composta la società con alcuni risultati ottenuti; nella parte centrale del capitolo si fa riferimento all'andamento del titolo Saipem, al contesto storico di riferimento e alla composizione del capitale sociale e dell'azionariato. Nella parte finale del capitolo, si pone l'attenzione sui due metodi di valutazione principale: il metodo dei multipli e il *Discounted cash flow*.

2.1 STORIA DI SAIPEM

Agli inizi della propria storia, Saipem era conosciuta nel mondo come fornitore di servizi per Eni, il colosso italiano dell'*Oil&Gas* che ha svolto un ruolo fondamentale nel boom economico dell'Italia del secondo dopoguerra. Coniato sessanta anni fa, il nome "Saipem" deriva dall'unione dei nomi dell'impresa di perforazione SAIP e della ditta di costruzioni Snam Montaggi, le due società controllanti che si sono fuse per creare un'ambiziosa nuova impresa.

La Saipem S.p.A., acronimo di "Società Anonima Italiana Perforazioni E Montaggi", costituita nel 1956, è una società per azioni, trattista, leader a livello mondiale, con significative presenze locali in aree strategiche ed emergenti quali l'Africa, l'Asia Centrale, l'America, il Medio Oriente e il Sud-Est Asiatico. Essa gode di un posizionamento competitivo di eccellenza per la fornitura di servizi EPCI (*Engineering, Procurement, Construction, Installation*) ed EPC (*Engineering, Procurement, Construction*) nel settore *Oil&Gas*, sia *onshore* che *offshore*, con un focus particolare verso progetti complessi e tecnologicamente avanzati: attività in aree remote, acque profonde e progetti che comportano lo sfruttamento di gas o greggi in contesti difficili. I servizi di perforazione offerti dalla società si distinguono in quanto vengono eseguiti in molte delle aree più critiche dell'industria petrolifera, spesso in sinergia con le sue attività *onshore* e *offshore*. La società svolge anche attività quali servizi di ingegneria attraverso processi semplificati e modelli innovativi di digitalizzazione, oltre che in settori quali energie rinnovabili, infrastrutture, *decommissioning* e *maintenance, modification and operations*. La capacità della società di sviluppare progetti in aree critiche o remote è garantita dall'efficace coordinamento tra le attività locali, le divisioni e la struttura *Corporate*, dal supporto logistico assicurato in tutto il mondo e la

consolidata abilità di gestire localmente tutte le difficoltà che si possono presentare in tali aree, grazie anche agli oltre sessanta anni di presenza. Saipem è stata ammessa alle quotazioni di borsa di Milano e Parigi nel 1984. Tra il 1993 e il 2006 Saipem si espande acquisendo Bouygues Offshore, Snamprogetti e Moss Maritime, e rafforzando la sua leadership internazionale nel settore dei servizi al mercato energetico. L'incorporazione di Snamprogetti consente a Saipem l'accesso a nuovi mercati, la Snamprogetti è leader dei progetti *onshore* del settore, estendendo così la competenza anche ai progetti su terra. Con una quota di mercato globale pari al 3,60% nei servizi petroliferi e gasiferi, è la quinta compagnia del settore. Oggi la società è uno dei più importanti *contractor* a livello mondiale del settore della costruzione e manutenzione delle infrastrutture al servizio dell'industria petrolifera, con una operatività nei cinque continenti.

Il gruppo Saipem ha attività in più di sessanta Paesi, impiegando risorse locali e un elevato numero di persone provenienti da Paesi emergenti, per un totale di circa 32.000 dipendenti di 130 nazionalità diverse.

Anche alla luce di ciò, Saipem rientra nelle definizioni fornite dal codice di *Corporate Governance* di società grande, in quanto presenta una capitalizzazione superiore al miliardo di euro con riferimento all'ultimo giorno di mercato aperto di ciascuno dei tre anni solari precedenti la chiusura dell'esercizio di riferimento. Inoltre, essa si può definire società a proprietà non concentrata, in quanto i soci Eni S.p.A e Cdp Industria S.p.A, che partecipano al patto parasociale in essere e i cui dettagli saranno esposti in seguito, non dispongono della maggioranza dei voti esercitabili in assemblea ordinaria.

Il fatturato per attività è ripartito come segue:

- servizi d'ingegneria, costruzione e installazione (89,2%): servizi *offshore* (condotte sottomarine, piattaforme petrolifere, ecc.) e *onshore* (condotte in ambienti ostili, unità per la produzione di idrocarburi, installazioni per trivellazioni, raffinerie, ecc.), e costruzione di unità produttive flottanti;
- prestazioni di trivellazione (10,8%): servizi *offshore* e *onshore*.

La ripartizione geografica del fatturato è la seguente: Italia (4,1%), Europa (10,7%), Medio Oriente (31,4%), Africa subsahariana (25,3%), Estremo Oriente (11,1%), Americhe (9,4%), Comunità degli Stati Indipendenti (6,7%) e Nord Africa (1,3%).

Una volta conosciuta la storia del gruppo e visto come è ripartito il fatturato, si può passare ad un'analisi più dettagliata riguardo le singole divisioni d'azienda.

2.2 DIVISIONI AZIENDALI

Tutte le aziende sono organizzate secondo una particolare struttura. Questo permette lo svolgimento delle attività e il raggiungimento di determinati obiettivi aziendali. Una divisione identifica un'unità organizzativa di un'impresa (*business unit*) preposta alla gestione di un business specifico.

Saipem presenta un modello organizzativo con quattro differenti divisioni di business: *Engineering & Construction Offshore*, *Engineering & Construction Onshore*, *Drilling Offshore* e *Drilling Onshore*.

La Divisione *Engineering & Construction Offshore* è tra i principali operatori a livello internazionale nel campo dell'industria energetica incentrato su SURF, piattaforme fisse e condotte, energie rinnovabili e progetti di decarbonizzazione, così come servizi tecnologici per l'industria energetica. Saipem applica il suo spirito innovativo e creativo anche allo sviluppo di progettazioni all'avanguardia come, per esempio, l'eolico galleggiante.

Nel segmento *Engineering & Construction Onshore* il gruppo Saipem focalizza la propria attività prevalentemente sull'esecuzione di progetti di grande complessità dal punto di vista ingegneristico, tecnologico e realizzativo, con un orientamento verso attività in aree difficili, remote e in condizioni ambientali particolarmente sfidanti.

Saipem è tra i principali operatori a livello internazionale e fornisce una gamma completa di servizi integrati di ingegneria di base e di dettaglio, di approvvigionamento, di *project management* e di costruzione, rivolgendosi principalmente al mercato dell'*Oil&Gas*, delle grandi infrastrutture civili e marine e delle attività ambientali. La Divisione *Engineering & Construction Onshore* si è dotata di un'organizzazione operativa focalizzata su aree geografiche e su linee di prodotto.

Saipem è da decenni un leader mondiale nella progettazione e realizzazione di impianti *offshore*, di qualsiasi dimensione, fino ai più grandi al mondo, quali piattaforme fisse e mobili, sistemi di controllo dell'estrazione di idrocarburi in fondo al mare e condotte sottomarine per il trasporto degli stessi. La crescita di Saipem nel settore è stata possibile grazie a strategie di acquisizione di altre società di eccellenza in ambito *offshore* quali, ad esempio, la Bouygues Offshore (motivo per il quale la divisione competente ha sede in Francia a Saint Quentin en Yvelines), nonché grazie alla continua innovazione tecnologica che li rende capaci già da ora di sviluppare giacimenti in fondo al mare (a 3000 metri di profondità e oltre) con la robotica sottomarina.

La flotta *Drilling Offshore* di Saipem si compone di dodici mezzi. La prima attività in mare risale al 1959, al largo di Gela, in Sicilia. Da allora Saipem, con la sua flotta, attualmente composta da mezzi di perforazione dalle diverse caratteristiche tecnologiche, è in grado di operare a tutte le profondità solcando i mari più diversi.

La flotta *Drilling Onshore* si compone di 66 unità disponibili per le operazioni. Le aree di presenza operativa sono l'America Latina (Perù, Bolivia, Colombia, Ecuador e Argentina), il Medio Oriente (Arabia Saudita, Kuwait ed Emirati Arabi Uniti) e l'Africa con Congo e Marocco. A livello globale, le stime per il segmento delle perforazioni su terra hanno mostrato per il 2021 alcuni segnali di miglioramento rispetto al 2020, grazie anche ad una graduale ripresa delle aggiudicazioni di nuovi contratti.

Saipem ha costruito il primo impianto *offshore*⁷ nel 1957, lo stesso anno in cui è nata la società, e da allora ha portato alla luce quasi cento importanti progetti *offshore* in oltre sessanta nazioni, per un totale di quasi 3 milioni di tonnellate di strutture installate, spesso in alcuni dei contesti più impegnativi del mondo. Le attività *onshore*⁸ di Saipem coprono tutto il globo. Non c'è continente in cui Saipem non operi, indipendentemente da quanto sia temuto e ostico il territorio, quanto sfidante il progetto, quanto ristretto il tempo, quali siano le esigenze tecniche o le condizioni ambientali.

Un ruolo fondamentale in un progetto di posa di condotte è ricoperto dalle basi dove si effettuano attività manifatturiera, carpenteria, di saldatura e di analisi di qualità nonché di approvvigionamento di materiali utili al progetto.

Oltre all'esperienza con i tradizionali progetti di petrolio e gas, Saipem è pronta a conseguire progetti nel mercato del gas naturale liquido ad alta tecnologia, oltre che a contribuire con preziose competenze tecniche a progetti incentrati sulla produzione di fertilizzanti, prodotti petrolchimici, raffinazione e tutti i tipi di produzione di energia. Dopo aver identificato il ruolo svolto dalle singole divisioni, è tempo di vedere i risultati ottenuti da ogni singola unità operativa.

⁷ Nell'industria petrolifera, detto della tecnica di perforazione per la ricerca e la coltivazione dei giacimenti di idrocarburi (petrolio, gas naturali), quando il cantiere è impiantato sull'acqua (in genere in prossimità di litorali marini o lacustri).

⁸ Nell'industria petrolifera e del gas, qualsiasi attività di esplorazione e produzione svolta con attrezzature sulla terraferma è detta *onshore*.

2.2.1 RISULTATI DIVISIONI

Engineering & Construction Offshore

(milioni di euro)	Esercizio 2020	Esercizio 2021
Ricavi della gestione caratteristica	2.749	2.848
Costo del venduto	(2.514)	(3.802)
Margine operativo lordo (EBITDA) adjusted	235	(954)
Ammortamenti	(297)	(261)
Risultato operativo (EBIT) adjusted	(62)	(1.215)
Svalutazioni e oneri di riorganizzazione	(116)	(189)
Risultato operativo (EBIT)	(178)	(1.404)

Figura 12: Risultati divisione *Engineering & Construction Offshore*; Fonte: Relazione finanziaria annuale Saipem, 2021.

I ricavi del 2021 per la divisione *Engineering & Construction Offshore* ammontano a 2,848 miliardi di euro, in aumento del 3,6% rispetto al corrispondente periodo del 2020, riconducibile principalmente ai maggiori volumi sviluppati in Europa, in Medio Oriente e in America Meridionale, in parte compensati dalla riduzione dei volumi in Africa del Nord e in Italia. Il costo del venduto, pari a 3,802 miliardi di euro, risulta in aumento rispetto al 2020.

Il margine operativo lordo (Ebitda) *adjusted* del 2021 è negativo per 954 milioni di euro, rispetto al dato positivo di 235 milioni di euro registrato nel corrispondente periodo del 2020.

Gli ammortamenti sono inferiori di 36 milioni di euro rispetto a quanto consuntivato nel 2020, il risultato operativo (Ebit) del 2021 registra una perdita di 1,404 miliardi di euro e include svalutazioni di immobilizzazioni materiali per 77 milioni di euro, costi per l'emergenza sanitaria COVID-19 per 50 milioni di euro, oneri da riorganizzazione per 33 milioni di euro e svalutazione circolante per 29 milioni di euro.

Engineering & Construction Onshore

(milioni di euro)	Esercizio 2020	Esercizio 2021
Ricavi della gestione caratteristica adjusted	3.882	3.286
Costo del venduto	(3.689)	(3.722)
Margine operativo lordo (EBITDA) adjusted	193	(436)
Ammortamenti	(78)	(70)
Risultato operativo (EBIT) adjusted	115	(506)
Svalutazioni e oneri di riorganizzazione	(96)	(346)
Risultato operativo (EBIT)	19	(852)

Figura 13: Risultati divisione *Engineering & Construction Onshore*; Fonte: Relazione finanziaria annuale Saipem, 2021.

Per quanto riguarda la divisione *Engineering & Construction Onshore*, i ricavi del 2021 ammontano a 3,286 miliardi di euro, in diminuzione del 15,4% rispetto al corrispondente periodo del 2020, riconducibile principalmente ai minori volumi sviluppati in Medio Oriente.

Il costo del venduto, pari a 3,722 miliardi di euro, risulta in aumento rispetto allo stesso periodo del 2020 per effetto della *backlog review*.

Il margine operativo lordo *adjusted* del 2021 è negativo per 436 milioni di euro, rispetto al dato positivo di 193 milioni di euro del corrispondente periodo del 2020; gli ammortamenti risultano pari a 70 milioni di euro, in diminuzione di 8 milioni di euro rispetto al corrispondente periodo del 2020.

Il risultato operativo del 2021 registra una perdita di 852 milioni di euro e include l'accantonamento oneri di circa 293 milioni di euro per controversie legali relative a progetti già completati, derivanti dall'attività di periodico monitoraggio legale dell'evoluzione dei contenziosi, oneri da riorganizzazione per 21 milioni di euro, svalutazione di immobilizzazioni materiali per 18 milioni di euro e costi sostenuti per l'emergenza sanitaria COVID-19 per 14 milioni di euro.

Drilling Offshore

(milioni di euro)	Esercizio 2020	Esercizio 2021
Ricavi della gestione caratteristica	294	394
Costo del venduto	(221)	(278)
Margine operativo lordo (EBITDA) adjusted	73	116
Ammortamenti	(89)	(69)
Risultato operativo (EBIT) adjusted	(16)	47
Svalutazioni e oneri di riorganizzazione	(629)	(10)
Risultato operativo (EBIT)	(645)	37

Figura 14: Risultati divisione *Drilling Offshore*; Fonte: Relazione finanziaria annuale Saipem, 2021.

I ricavi del 2021, per la divisione *Drilling Offshore* ammontano a 394 milioni di euro, in aumento del 34% rispetto al corrispondente periodo del 2020, principalmente per effetto della maggior attività della nave di perforazione S10000 ferma per manutenzione straordinaria per circa tre mesi nel 2020 e delle piattaforme semisommersibili Scarabeo 8 e Scarabeo 9, inattive per buona parte del 2020.

Il costo del venduto, pari a 278 milioni di euro, in aumento rispetto al corrispondente periodo del 2020 per effetto dei maggiori volumi registrati nel corso del 2021.

Il margine operativo lordo *adjusted* del 2021 ammonta a 116 milioni di euro, pari al 29,4% dei ricavi, rispetto ai 73 milioni di euro del corrispondente periodo del 2020, pari al 24,8% grazie al maggior utilizzo della flotta. Gli ammortamenti ammontano a 69 milioni di euro, in riduzione di 20 milioni di euro rispetto al corrispondente periodo del 2020.

Il risultato operativo del 2021 registra un utile di 37 milioni di euro e include costi sostenuti per l'emergenza sanitaria COVID-19 per 8 milioni di euro e oneri da riorganizzazione per 2 milioni di euro.

Drilling Onshore

(milioni di euro)	Esercizio 2020	Esercizio 2021
Ricavi della gestione caratteristica	417	347
Costo del venduto	(304)	(265)
Margine operativo lordo (EBITDA) adjusted	113	82
Ammortamenti	(127)	(121)
Risultato operativo (EBIT) adjusted	(14)	(39)
Svalutazioni e oneri di riorganizzazione	(27)	(8)
Risultato operativo (EBIT)	(41)	(47)

Figura 15: Risultati divisione *Drilling Onshore*; Fonte: Relazione finanziaria annuale Saipem, 2021.

Infine, i ricavi del 2021 per la divisione *Drilling Onshore* ammontano a 347 milioni di euro, in diminuzione del 16,8% rispetto al corrispondente periodo del 2020, per effetto della minore attività in Sud America.

Il costo del venduto, pari a 265 milioni di euro, diminuisce rispetto al 2020, per effetto dei minori volumi. Il margine operativo lordo *adjusted* del 2021 ammonta a 82 milioni di euro, pari al 23,6% dei ricavi, in diminuzione rispetto ai 113 milioni di euro del corrispondente periodo del 2020, pari al 27,1%. Gli ammortamenti, pari a 121 milioni di euro, risultano in diminuzione di 6 milioni di euro rispetto al corrispondente periodo del 2020.

Il risultato operativo del 2021 registra una perdita di 47 milioni di euro e include costi per l'emergenza sanitaria COVID-19 per 6 milioni di euro.

I risultati appena descritti si riferiscono all'esercizio 2021, l'1 giugno 2022 Saipem ha ceduto a Kca Deutag le attività di perforazione su terra (*Drilling Onshore*) per 550 milioni di dollari più la partecipazione del 10% nella nuova entità combinata che si verrà a creare, denominata KcaD. L'acquisizione, viene precisato, non comporta trasferimenti di debiti finanziari da Saipem a quest'ultima. La chiusura dell'operazione è soggetta al completamento dello scorporo dell'attività ceduta dal Gruppo Saipem e al completamento dell'aumento di capitale da 2 miliardi di euro di Saipem che avverrà entro il prossimo 31 ottobre per le attività in Medio Oriente ed entro il 31 marzo 2023 per le Americhe. Saipem opera con le sue attività di perforazione su terra (*onshore*) a livello globale in tredici Paesi fuori dall'Italia, soprattutto in Medio Oriente e nelle Americhe, con circa 4.000 persone e un portafoglio di 83 impianti di perforazione di proprietà, attività che ha fruttato ricavi per 347 milioni di euro e un margine operativo lordo (Mol) rettificato di 82 milioni nel 2021. Il Gruppo prevede che il Mol rettificato (*ebitda adjusted*) di queste attività rappresenti circa il 20% del totale dell'*ebitda* consolidato *adjusted* per l'intero 2022.

L'acquirente Kca Deutag è una multinazionale con sede ad Aberdeen (Scozia) specializzata nel settore delle perforazioni, dell'ingegneria e della tecnologia sia su terra che su mare con circa 110 impianti di perforazione in venti Paesi ed impiega 8.300 persone. Ha chiuso il 2021 con un

fatturato consolidato di 1,19 miliardi di dollari e un Mol di 237 milioni di dollari. L'indebitamento netto consolidato di KcaD alla fine dell'anno 2021 è stato di 396 milioni di dollari. L'aggiunta delle attività *Drilling Onshore* di Saipem in KcaD, che è già tra i più rinomati operatori internazionali di perforazione porterà ulteriori opportunità di creazione di valore grazie alle sinergie operative e all'esperienza portata da Saipem. A sua volta, quest'ultima potrà trarre beneficio dalla sua partecipazione di minoranza nell'entità così potenziata. Con la cessione e la creazione della nuova entità combinata, Saipem potrà così concentrare i propri sforzi nel settore delle trivellazioni *offshore* e sostenere al contempo il raggiungimento degli obiettivi di struttura di capitale e di liquidità, riducendo l'indebitamento netto e sostenendo la realizzazione del suo piano industriale 2022-25.

Inoltre, quest'operazione rappresenta per Saipem un ulteriore passo verso un modello di business più focalizzato e resiliente, basato sui trend di crescita dei propri mercati di riferimento, concentrando gli sforzi nel settore delle trivellazioni *offshore* e sostenendo al contempo il raggiungimento degli obiettivi di struttura di capitale e di liquidità.

Una volta visti nel dettaglio i risultati ottenuti dalle singole divisioni, è opportuno inquadrare il contesto storico nel quale Saipem opera.

2.3 CONTESTO STORICO

La diffusione, l'evoluzione e il perdurare della pandemia COVID-19 ha avuto un impatto significativo sull'economia globale e di riflesso sul gruppo Saipem in quanto il settore energetico è risultato tra i più impattati a livello mondiale. Lo scenario macroeconomico ha comunque registrato una significativa inversione di tendenza nel 2021, grazie al successo della campagna vaccinale, della performance economica cinese e degli accordi tra i Paesi produttori dell'alleanza OPEC⁹ che hanno consentito una graduale ripresa delle economie e delle attività produttive. L'economia e i consumi non sono tuttavia ancora tornati alla normalità pre-pandemia e permangono i rischi di possibili rallentamenti legati a nuove varianti del virus che possono interferire con la traiettoria di crescita delle economie e con la ripresa della domanda energetica. Nel corso dei primi mesi dell'anno 2022 risulta confermato il trend crescente dei prezzi delle *commodities* petrolifere, in particolare Brent e gas naturale, anche in relazione all'evoluzione delle tensioni geopolitiche internazionali con la crisi russo-ucraina.

⁹ Organization of the Petroleum Exporting Countries. Fondata nel 1960, comprende tredici Paesi: Algeria, Angola, Arabia Saudita, Guinea Equatoriale, Emirati Arabi Uniti, Gabon, Iran, Iraq, Kuwait, Libia, Nigeria, Repubblica del Congo e Venezuela.

Attualmente esiste una concreta possibilità che il materiale in transito verso la Russia sia sbarcato in porti intermedi in quanto molti vettori internazionali si rifiutano di spedire a porti russi.

Saipem si è attivata per stoccare la merce presso proprie basi logistiche intermedie, e non acquista direttamente materie prime in quanto la sua catena di fornitura è lunga. Non sono previsti impatti diretti, ma si può presumere che la disponibilità di acciaio e nichel sarà inferiore e inoltre ci saranno impatti sul prezzo legati ad altri fattori produttivi (es. gas) con conseguenze anche sulle tempistiche di consegna, nonché sulla relativa logistica.

Saipem ha un approccio di *supply chain* diversificato e ove possibile globale. Il rischio, tuttavia, resta concreto per le forniture per le quali, per ragioni tecnologiche, sono disponibili un numero di alternative ridotte. La società sta monitorando attentamente la propria *supply chain* per identificare e prendere le dovute azioni di mitigazione in relazione ai potenziali impatti in termini di costi di materiali, di servizi e tempi di fornitura derivanti dall'evolversi del conflitto in Ucraina. La società, in considerazione dell'estrema imprevedibilità di tale situazione e degli effetti sulle commesse, sta già adeguando le proprie strategie esecutive e ha già avviato discussioni con i propri clienti e in generale con l'intera *supply chain* per negoziare meccanismi di gestione e condivisione del rischio, per mitigarne gli impatti sulle commesse in esecuzione e sulle iniziative future. In conclusione, la volatilità del prezzo del petrolio e l'instabilità politica di alcuni dei più importanti Paesi produttori hanno portato Saipem ad aprirsi a nuovi mercati, quale quello delle energie rinnovabili, e a una più generale trasformazione aziendale. Oltre a tutto ciò che è stato descritto ed analizzato finora, è molto importante essere a conoscenza dell'azionariato della società e del capitale sociale conferito per avere una visione più ampia.

2.4 CAPITALE SOCIALE E PRINCIPALI AZIONISTI

Saipem è una società soggetta al controllo congiunto di Eni Spa e Cdp Industria S.p.A. Il 22 gennaio 2016, Eni ha ceduto il 12,5% del capitale sociale di Saipem che possedeva a Cdp (Cassa depositi e prestiti), quindi è venuto meno il controllo solitario di Eni su Saipem, sostituito da un controllo congiunto di Eni e Cdp sulla base di un patto parasociale¹⁰ datato 20 gennaio 2022. Eni e Cdp Industria sono società soggette al comune controllo indiretto da parte del Ministero dell'Economia e delle Finanze (MEF), in particolare il MEF detiene una partecipazione pari al 30,33% del capitale sociale di Eni (di cui il 4,37% è detenuto in proprio dal MEF e il 25,96% è detenuto indirettamente da Cdp S.p.A). Inoltre il MEF possiede una partecipazione pari

¹⁰ I patti parasociali hanno grande rilevanza quali strumenti per il consolidamento degli assetti proprietari e la stabilizzazione del governo della società.

dell'82,77% di Cdp che a sua volta detiene una partecipazione pari al 100% del capitale sociale di Cdp Industria.

Il capitale sociale della Saipem S.p.A. al 31 dicembre 2021 ammonta a euro 2.191.384.693, suddiviso in n. 1.010.977.439 azioni prive dell'indicazione del valore nominale, di cui 1.010.966.841 azioni ordinarie e 10.598 azioni di risparmio. Le azioni sono indivisibili e ogni azione dà diritto ad un voto.

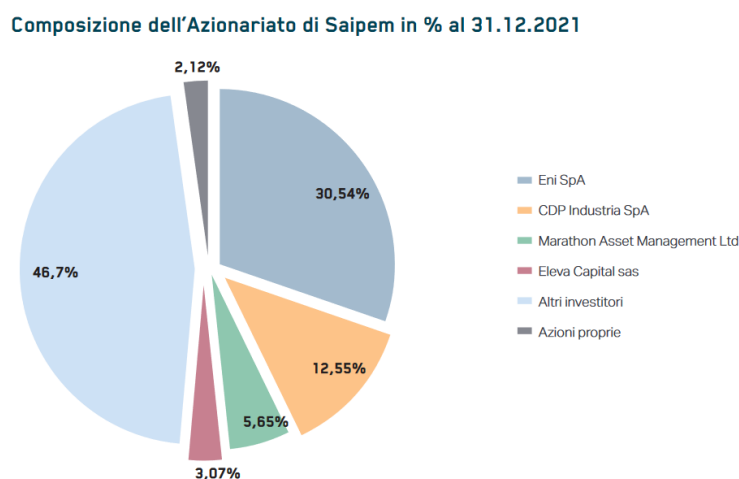


Figura 16: Composizione azionariato Saipem; Fonte: Relazione finanziaria annuale 2021.

Il contesto storico appena descritto è utile per capire come il titolo Saipem ha reagito al verificarsi delle situazioni sopra descritte.

2.5 ANDAMENTO TITOLO

Il 2021 è stato un anno di generale ripresa per i mercati azionari che, dopo la contrazione subita nel 2020 a seguito delle perdite legate alla pandemia, hanno beneficiato delle politiche accomodanti delle banche centrali e dei piani di sostegno all'economia reale da parte dei singoli governi. In questo contesto l'indice FTSE MIB ha chiuso l'anno con una delle migliori prestazioni tra le Borse europee (+23%). Il prezzo del titolo Saipem, al contrario, ha subito durante il 2021 un decremento del 17%, condizionato da incertezze riguardanti il settore dei servizi energetici e da fattori aziendali specifici riflessi nella performance economico-finanziaria. Dopo aver toccato la quotazione minima del 2021 il 20 dicembre, a 1,73 euro per azione, il titolo ha mostrato segnali di ripresa negli ultimi dieci giorni dell'anno chiudendo il 2021 a 1,85 euro.

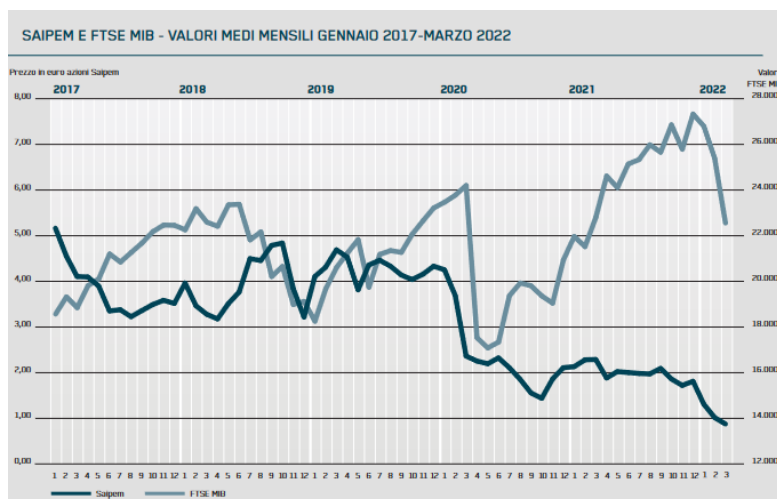


Figura 17: Andamento titolo Saipem; Fonte: Relazione finanziaria annuale 2021.

Durante il mese di gennaio 2022 l'azione ha continuato a seguire un trend positivo che si è interrotto il 31 gennaio con l'annuncio del ritiro degli *outlook* comunicati ad ottobre 2021 e la previsione di un Ebitda *adjusted* consolidato nel secondo semestre del 2021 inferiore di un miliardo di euro rispetto a quanto atteso, come conseguenza dell'attività di *backlog review* avviata dal management sull'andamento delle commesse acquisite negli anni scorsi, in previsione della consuntivazione dei risultati annuali. L'azione è passata da 1,94 euro il 28 gennaio 2022 a 1,35 euro il 31 gennaio, continuando a mostrare un andamento volatile nel corso delle sessioni successive. Il conflitto in Ucraina negli ultimi giorni di febbraio ha introdotto una forte volatilità sui mercati finanziari internazionali che ha causato ulteriore pressione su Saipem, che ha chiuso il mese di febbraio al valore di 1,06 euro per azione.

Come affermato nell'introduzione di questo secondo capitolo, una volta effettuata una panoramica completa sul mondo Saipem, si pone l'attenzione sui metodi di valutazione più utilizzati per valutare una società: metodo dei multipli e *Discounted cash flow*.

2.6 METODO DEI MULTIPLI

Il criterio dei multipli evita le stime tipiche del metodo del DCF e si affida direttamente al mercato da cui assume attraverso i multipli le prospettive di crescita e la stima del rischio¹¹. L'obiettivo del metodo è quello di determinare in via analogica il valore di un'azienda; adottando dei rapporti, c.d. multipli fondati sui prezzi dei titoli di società comparabili quotate, si procede moltiplicando il

¹¹ Massari Zanetti "Valutazione Fondamenti teorici e best practise nel settore industriale e finanziario", McGraw-Hill, 2008.

quoziente per la corrispondente grandezza dell'azienda oggetto di valutazione. Il multiplo richiede un'approfondita conoscenza delle sue componenti: numeratore e denominatore.

Vi deve essere un nesso causale tra multiplo utilizzato e variabile, altrimenti possono crearsi dei valori non veritieri.

In generale, i multipli sono dei quozienti, formati da un numeratore e un denominatore, che possono essere sintetizzati dalla formula:

$$\text{Multiplo} = \frac{\text{Valore dell'impresa di riferimento}}{\text{Variabile d'impresa}}$$

I multipli si dividono in due categorie: *asset-side* ed *equity-side*.

2.6.1 MULTIPLI ASSET-SIDE

I multipli *asset-side* esprimono il valore totale dell'impresa (*Enterprise Value*) in relazione a una variabile che riguarda tutti i portatori di interesse nell'attività: investitori in capitale proprio, creditori, detentori di interessi di minoranza.

I multipli *asset-side* stimano direttamente il valore di mercato del capitale di rischio sommato alla posizione finanziaria netta, dove il numeratore è rappresentato dal valore di mercato del capitale (EV) e il denominatore coincide con una grandezza indicativa dei risultati economici.

I multipli *asset-side* vengono considerati più allettanti rispetto a quelli *equity-side*, poiché si focalizzano sull'attività nel suo insieme, invece che sul solo valore dei diritti dei portatori di capitale proprio. Inoltre, i multipli *asset-side* sono meno influenzati da differenze di struttura del capitale, perché misurano il valore di un'attività senza ricorrere alla leva finanziaria e, infine, consentono l'utilizzo di dati statistici che sono meno influenzati da differenze contabili, come l'Ebit, l'Ebitda e i flussi di cassa.

Tali multipli, dunque, stimano il valore di mercato dell'intero capitale investito. I multipli *asset-side* esprimono al numeratore l'*Enterprise Value* (EV), che si ricorda essere:

$$\text{EV} = \text{Capitalizzazione} + \text{Indebitamento netto}$$

Dalla formula si desume che se un'impresa ricorre alla leva finanziaria, ossia non ha indebitamento, il valore dell'impresa equivale circa al valore di mercato del capitale proprio, cioè alla sua capitalizzazione, perché non ci sono altri portatori di interesse.

L'*Enterprise Value*, inoltre, può essere calcolato come rapporto tra il NOPAT (reddito operativo al netto delle imposte) ed il costo medio ponderato del capitale:

$$EV = \text{NOPAT} / \text{WACC}$$

Al denominatore, invece, ci sono grandezze o margini operativi generati dagli *asset* operativi. Di seguito vengono mostrati i multipli comunemente più utilizzati:

Multipli asset-side	$\frac{EV}{Sales}$	$\frac{EV}{EBITDA}$	$\frac{EV}{EBIT}$
Multipli equity-side	$\frac{P}{CF}$	$\frac{P}{E}$	$\frac{P}{BV}$

Figura 18: I multipli più utilizzati, suddivisi per configurazione *asset-side* ed *equity side*.

MULTIPLI ASSET-SIDE		
Numeratore	Denominatore	
EV	EBIT	<i>Reddito operativo = Ricavi operativi – Costi</i>
EV	NOPAT	<i>Reddito operativo al netto delle iposte</i> $= EBIT \cdot (1 - t_c)$
EV	EBITDA	$MOL = EBIT + \text{Ammortamenti contabili}$
EV	CF	$FCFO = EBITDA - CAPEX$
EV	SALES	<i>Ricavi operativi</i>
MULTIPLI EQUITY-SIDE		
P	E	<i>Utili netti</i>
P	CF	$FCFE = \text{Flusso netto disponibile agli azionisti}$
P	BV	<i>Patrimonio netto contabile</i>
P	DIV	<i>Dividendo</i>

Figura 19: Numeratore e denominatore dei principali multipli.

I principali multipli *asset-side* sono rappresentati da:

EV/Ebitda, misura il valore di un business sulla base dell'Ebitda. Tale multiplo è largamente utilizzato, in quanto non è influenzato dalle politiche contabili, essendo calcolato al lordo di interessi, imposte, ammortamenti, deprezzamenti o svalutazioni. L'EV/Ebitda è dunque un multiplo relativamente neutro, in quanto permette di comparare facilmente imprese dello stesso settore. Ciò che è un vantaggio, di contro, è anche un limite: non considerando gli investimenti effettuati, l'EV/Ebitda può causare una sopra o una sotto valutazione, in funzione dell'ammontare degli ammortamenti.

Il multiplo EV/Ebitda è influenzato da:

- Livello delle imposte. Maggiore è l'entità delle imposte, minore sarà il multiplo.
- Costo del capitale. Più rischiosa è la struttura finanziaria, più alto sarà il costo del capitale, che porterà dunque a un valore inferiore.
- Ammortamento. Un aumento degli ammortamenti, conduce ad un incremento del valore d'impresa, a causa degli effetti positivi sulle imposte.

A livello operativo il multiplo *asset-side* EV/Ebitda è quello maggiormente utilizzato, tale scelta è riconducibile a vari fattori tra cui: la volontà di evitare che la stima risenta di politiche di investimento diverse fra loro traducendosi in ammortamenti a conto economico più o meno consistenti con evidenti difficoltà di confronto fra le imprese costituenti il campione e quella oggetto di valutazione.

Un altro multiplo molto importante è l'EV/Ebit. Questo multiplo esprime il valore del risultato operativo caratteristico dell'impresa.

Il numeratore corrisponde alla somma tra il valore della quotazione azionistica dell'impresa e il valore dei suoi debiti. Il denominatore è costituito dall'utile al lordo degli oneri finanziari sul debito, di altri oneri straordinari e delle tasse.

Ipotizzando che l'azienda non abbia crescita, l'EV si può calcolare:

$$EV = \frac{EBIT \cdot (1 - t)}{WACC} \rightarrow \frac{EV}{EBIT} = \frac{(1 - t)}{WACC}$$

dove: EV = Valore dell'impresa;

Ebit = Reddito al lordo di tasse e oneri finanziari negativi;

t = Aliquota fiscale;

WACC = Costo medio ponderato del capitale.

Se, invece, si considera un'azienda in stato *steady growth* (a crescita costante), l'EV dovrà essere ridefinito per consentire l'impiego di una parte dell'Ebit per nuovi investimenti:

$$EV = \frac{[EBIT \cdot (1 - t) - I - \Delta CC] \cdot (1 + g)}{WACC - g}$$

dove: I = Uscite a nuovi investimenti;

ΔCC = Variazione del capitale circolante commerciale.

Per concludere i multipli *asset-side*, si considera il multiplo EV/Sales. Si può dire che i ricavi, a differenza di altre variabili, non presentano valori negativi, consentendo, dunque, l'applicazione del multiplo e il confronto con altre aziende, prescindendo dallo stadio di sviluppo e dalle situazioni. Infatti, il denominatore non può mai assumere un valore negativo e il valore delle vendite non lo sarà mai, potendo essere, nella peggiore delle ipotesi, uguale a zero.

I multipli dei ricavi tendono a essere più stabili nel tempo e meno influenzati da voci straordinarie rispetto agli utili o in particolare al flusso di cassa. Normalmente i multipli dei ricavi sono fortemente correlati alla crescita dei ricavi dell'impresa; maggiore è la crescita dei ricavi, maggiore sarà il multiplo. Una volta approfondito il funzionamento dei multipli *asset-side*, vengono illustrati i multipli *equity-side*.

2.6.2 MULTIPLI EQUITY-SIDE

I multipli *equity-side* esprimono il prezzo dell'azione al numeratore, in funzione di una variabile relativa ai soli azionisti, come l'utile per azione, al denominatore.

Dunque se il denominatore è rappresentato da una grandezza che si riferisce all'intera azienda (ricavi, Ebitda, Ebit, Nopat) allora per rendere omogeneo il rapporto si dovrà operare con un multiplo di tipo *asset-side* (EV/Sales, EV/Ebitda, EV/Ebit, EV/Nopat); se invece al numeratore è presente il prezzo per azione allora il denominatore deve riferirsi all'utile netto per azione (o sue configurazioni), dunque multiplo *equity-side* (P/E).

In sintesi, qualora si utilizzi un multiplo *equity-side*, il valore che si utilizzerà per il rapporto dovrà essere *levered*, ossia al netto degli interessi passivi. Nel caso, invece, si faccia ricorso ad un multiplo *asset-side*, il denominatore coinciderà con una grandezza *unlevered*, ossia espressa al lordo degli oneri legati al debito.

Il P/E (*Price/Earnings*) è il multiplo in assoluto più applicato, sia per la facilità con cui si riescono a reperire i dati necessari al suo calcolo, sia perché rappresenta un riferimento per valutare la convenienza di un'azione. Il P/E è il rapporto prezzo/utile, indica quante volte il prezzo dell'azione incorpora gli utili attesi e quindi quante volte l'utile di una società è contenuto nel valore che il mercato le attribuisce. Il numeratore è rappresentato dal prezzo corrente di borsa dell'azione o dalla capitalizzazione, mentre il denominatore esprime rispettivamente gli utili per azione o l'utile netto. La significatività del multiplo è dunque influenzata dal grado di efficienza dei mercati finanziari in cui si formano i valori che contribuiscono a determinarlo.

Più il valore è alto, più il valore percepito e di mercato dell'azienda è maggiore per cui la stessa avrà un apprezzamento maggiore sul mercato. Quanto più il P/E è alto, tanto maggiori sono le aspettative degli investitori sulla crescita della società. Inoltre, il multiplo risente molto delle misure contabili e degli effetti fiscali, trovandosi l'utile all'ultima voce del conto economico. In generale l'utilizzo di questo multiplo di mercato più che per fornire una valutazione dell'azienda, o per dare un giudizio sullo stato di salute della stessa e sulla capacità di generare valore, è utile per ottimizzare delle scelte di investimento. Il multiplo può anche essere espresso come rapporto tra la capitalizzazione di mercato ed il reddito netto:

$$\frac{P}{E} = \frac{\text{Capitalizzazione di mercato}}{\text{Reddito netto}} = \frac{\text{Prezzo di mercato azione}}{\text{Utile per azione}}$$

Il *Price/Book value* è il rapporto tra il prezzo di mercato di un'azione e il valore del capitale proprio della società (valore contabile) ed esprime la capacità dell'azienda di produrre utili futuri in funzione al suo capitale investito. I titoli venduti a un prezzo inferiore al valore contabile del patrimonio netto sono in genere considerati buoni candidati per portafogli sottovalutati; al contrario, quelli venduti ad un prezzo superiore al valore contabile, sono l'obiettivo di portafogli sopravvalutati.

Il prezzo di mercato, ovvero il numeratore dell'indice che stiamo prendendo in considerazione, è più alto del valore contabile perché è frutto di valutazioni che esulano dalla singola azienda e dalla sua situazione contingente. In alcuni casi e durante i periodi di recessione potrebbe accadere che l'impresa valga meno del suo valore di libro e questo porta coloro i quali vogliono investire a comprare le azioni in quanto il costo risulta essere più basso. Attraverso questo multiplo si possono fare delle valutazioni anche con aziende in perdita, ed è in alcuni casi ancora più attendibile di altri multipli anche volendo fare un confronto con gli indici di bilancio calcolati solamente sui dati contabili visto che lo stesso multiplo prospetta la situazione interna dell'azienda all'esterno. Ad esempio avere un P/BV alto e un ROE basso o addirittura negativo evidenzia che si sta sottovalutando, per cui è ragionevole aspettarsi un ribasso.

Il valore contabile è dato dalla differenza tra il valore contabile rettificato delle attività e il valore contabile rettificato delle passività.

Il multiplo può anche essere espresso come:

$$\frac{P}{BV} = \left(\frac{ROE - g}{ROE \cdot (K_e - g)} \right) \cdot ROE$$

dove: ROE = Indice di redditività del capitale proprio = Utile netto / Patrimonio netto;

g = Tasso di crescita;

K_e = Costo del capitale proprio.

Il ROE è un indicatore della remunerazione del capitale proprio, ossia misura la capacità dell'impresa di remunerare gli investitori e dunque ne determina la sua attrattività per altri investitori. Il multiplo P/BV si presta maggiormente per la valutazione di imprese in cui le attività tangibili sono essenziali per i rendimenti, i flussi di cassa e la creazione del valore. Un'altra espressione del P/BV è la seguente:

$$\begin{aligned} \frac{P}{BV} &= \frac{\text{Capitalizzazione mercato}}{\text{Patrimonio netto contabile}} \\ &= \frac{\text{Prezzo mercato azione}}{\text{Patrimonio netto contabile per azione}} \end{aligned}$$

In conclusione si può affermare che la valutazione relativa, che si sintetizza in un quoziente e che a prima vista potrebbe sembrare di semplice utilizzo, in realtà nasconde molte insidie sia nella costruzione del campione da cui si estrae il multiplo per la stima dell'azienda oggetto di valutazione, sia nelle ipotesi implicitamente assunte nel rapporto. Una volta analizzati i multipli *asset-side* ed *equity-side* è tempo di incentrare il focus dell'analisi sull'universo delle società comparabili di Saipem.

2.6.3 SOCIETÀ COMPARABILI DI SAIPEM

Come detto nel precedente capitolo, il metodo dei comparabili permette di stimare il valore di un'azienda basandosi sul valore di aziende simili che operano nello stesso settore e che forniscono gli stessi servizi. Nel caso di Saipem, è difficile trovare delle aziende simili, soprattutto per la specificità di servizi che offre. Le aziende comparabili prese in esame che si avvicinano a Saipem, per il tipo di attività svolte, per il settore nel quale operano e per le dimensioni sono TechnipFMC plc, Petrofac Limited, NOV Inc. e Vallourec S.A.

TechnipFMC plc si posiziona come leader mondiale nell'ingegneria e nella costruzione di progetti chiavi in mano per i settori del petrolio, del gas e petrolchimico. TechnipFMC plc è una società di

servizi energetici globale che fornisce soluzioni per la produzione e la trasformazione degli idrocarburi. Fornisce progetti, prodotti, tecnologie e servizi concentrandosi su tre segmenti di business: Subsea, Surface Technologies e Technip Energies. L'azienda è specializzata nella lavorazione sottomarina, nell'architettura del campo, nella perforazione, nel trattamento del gas, nella consulenza per la gestione dei progetti, nei prodotti e nei sistemi di misurazione del flusso, nelle strutture galleggianti, nei servizi di installazione e manutenzione e in altre aree correlate. TechnipFMC è nata dalla fusione tra FMC Technologies e Technip. Il fatturato netto (esclusa Technip Energies) è ripartito per attività come segue:

- produzione, installazione e manutenzione di attrezzature sottomarine (83,8%): tubi rigidi e flessibili, tubi ombelicali, ecc.
- fabbricazione di sistemi di esplorazione e produzione di petrolio greggio e gas naturale (16,2%): sistemi sommergibili (colli di bottiglia, moduli di trasferimento, sistemi di collettori, sistemi di perforazione, ecc.), sistemi di produzione per teste di pozzo di superficie (sistemi di manicotti isolanti, teste di tubi, giunti metallici, ecc.). Il gruppo offre anche la produzione di attrezzature per il controllo dei fluidi ad alta pressione (valvole, gruppi di valvole, attuatori, raccordi e accoppiatori, guarnizioni, pompe, ecc.).

Il 16 febbraio 2021, il gruppo ha scorporato la sua attività di costruzione di unità *onshore* e *offshore*. Technip ha circa 22.000 dipendenti.

Petrofac Limited è un fornitore di servizi per l'industria di produzione e lavorazione del petrolio e del gas. La società è impegnata nella progettazione, costruzione, gestione e manutenzione di infrastrutture per le industrie energetiche. La società costruisce impianti per il petrolio e il gas, gestisce, mantiene gli impianti e forma il personale; migliora la produzione, sviluppa e co-investe in progetti di infrastrutture. Essa opera attraverso due segmenti: Ingegneria e Costruzione e Servizi di Ingegneria e Produzione. Il segmento *Engineering & Construction* fornisce servizi forfettari di ingegneria, approvvigionamento e realizzazione di progetti di costruzione per l'industria petrolifera e del gas *onshore* e *offshore*. I Servizi di Ingegneria e Produzione comprendono tutte le attività di servizi di ingegneria e di produzione rimborsabili all'industria petrolifera e del gas. Petrofac Limited ha circa 8.000 dipendenti.

NOV Inc. progetta, costruisce, produce e vende in tutto il mondo sistemi, componenti e prodotti per la perforazione, la produzione di petrolio e gas per il settore industriale e delle energie rinnovabili. L'azienda opera attraverso tre segmenti: Wellbore Technologies, Completion & Production Solutions e Rig Technologies. Fornisce inoltre attrezzature e servizi per il controllo dei

solidi e la gestione dei rifiuti, prodotti portatili per la generazione di energia, tubi di perforazione e tubi cablati, servizi di ottimizzazione e automazione della perforazione. La produzione *onshore* consiste in tubi compositi, pompe di trasferimento di superficie, pompe monovite e sistemi di sollevamento artificiale; la produzione *offshore*, invece, consiste nella produzione di sistemi di galleggianti, tecnologie di produzione sottomarina, pompe industriali, miscelatori e componenti di attrezzature per le navi per la costruzione di impianti eolici *offshore*.

L'azienda era precedentemente nota come National Oilwell Varco Inc. e ha cambiato nome in NOV Inc. nel gennaio 2021. NOV Inc. è stata fondata nel 1862 e ha sede a Houston, in Texas. Essa ha circa 27.000 dipendenti. Vallourec è leader mondiale nella produzione di tubi in acciaio non saldati e di prodotti tubolari specializzati per applicazioni industriali. Attraverso le sue controllate, Vallourec fornisce soluzioni tubolari per i mercati del petrolio e del gas, dell'industria e dell'energia in Europa, Nord America, Sud America, Asia e a livello internazionale. L'azienda offre tubi senza saldatura per raffinerie, impianti petrolchimici e impianti galleggianti di gas naturale liquefatto, nonché unità di produzione, stoccaggio e scarico, involucri, tubazioni, connessioni VAM, tubi rigidi per linee sottomarine, tubi rigidi per linee terrestri e tubi speciali per il trasporto di petrolio e gas, tubi in acciaio al carbonio e in lega d'acciaio, barre cave e connessioni per il trattamento di fluidi industriali, petrolio e gas. I suoi servizi per il mercato del petrolio e del gas includono servizi per la preparazione di operazioni di trivellazione, servizi di coordinamento e fornitura dei pozzi in base ai programmi di trivellazione, soluzioni integrate per il mercato dei tubi di linea sottomarini, servizi di rivestimento e saldatura dei tubi. Vallourec è stata fondata nel 1899 e ha sede a Boulogne-Billancourt, in Francia. Essa ha circa 16.000 dipendenti. Il fatturato netto è ripartito per mercato tra petrolio e gas (61,9%), meccanica e *automotive* (25,5%), energia elettrica (6,5%) e petrolchimica (6,1%).

Le vendite nette sono distribuite geograficamente come segue: Europa (16,4%), Asia (27,8%), Sud America (23,3%), Nord America (22,2%) e altro (10,3%).

Una volta descritte le società comparabili, si può analizzare l'andamento del prezzo dei vari titoli per capire se ci sono delle connessioni in comune:

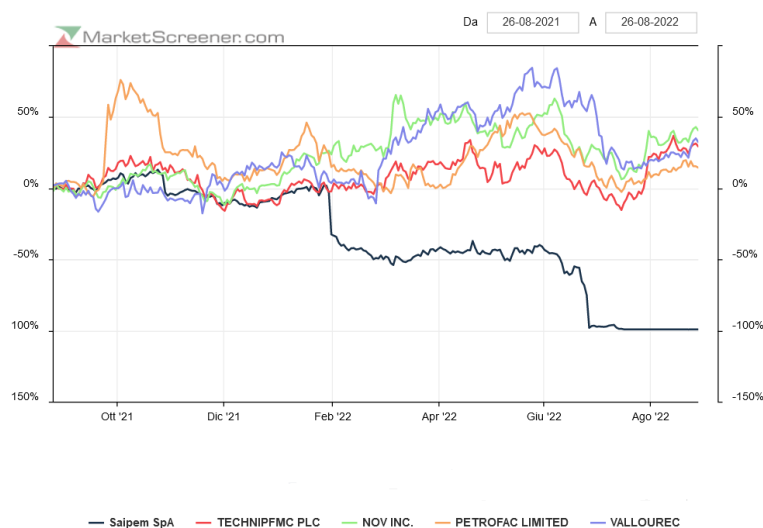


Figura 20: Andamento del prezzo delle azioni; Fonte: Market Screener.

Come si evince dal grafico soprastante, l'andamento dei cinque titoli presi in esame è abbastanza lineare da agosto 2021 fino a gennaio 2022, ad eccezione del titolo Petrofac Limited che si discosta in maniera eccessiva. Il crollo del titolo Saipem coincide con la pubblicazione dei risultati avvenuta a fine gennaio 2022, cioè con l'avviso del *profit warning*¹². Gli altri titoli invece, anche dopo gennaio 2022, continuano a presentare un andamento simile.

Vediamo nello specifico alcuni dati di Saipem, per poi passare al confronto con le altre società:

Periodo Fiscale: Dicembre	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Capitalizzazione ¹	4 340	2 191	1 826	1 559	-	-
Valore dell'impresa (EV) ¹	5 422	3 417	3 367	2 385	2 673	2 445
P/E ratio	367x	-1,96x	-0,76x	-3,55x	0,95x	0,49x
Capitalizzazione/Fatturato	0,48x	0,30x	0,27x	0,17x	0,16x	0,15x
Valore dell'impresa/Fatturato	0,60x	0,47x	0,49x	0,27x	0,27x	0,24x
Valore dell'impresa/EBITDA	4,42x	5,56x	-2,82x	4,28x	3,68x	2,79x
Price to Book	1,10x	0,76x	5,72x	0,76x	0,04x	0,20x
N. Titoli (in migliaia)	20 921	20 862	20 779	1 995 109	-	-
Prezzo di riferimento (EUR)	207	105	87,9	0,78	0,78	0,78

¹ EUR in Milioni

Dati Stimati

¹² Un *profit warning* viene definito come un allarme sugli utili. Nel terzo capitolo questo tema sarà spiegato ed approfondito.

Periodo Fiscale: Dicembre	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Fatturato ¹	9 099	7 342	6 875	8 685	9 530	9 806
EBITDA ¹	1 226	614	-1 192	540	707	851
Risultato ante imposte (EBT) ¹	228	-974	-2 397	-117	116	256
Risultato netto ¹	12,0	-1 136	-2 467	-265	5,99	151
EPS ²	0,57	-53,5	-116	-0,22	0,82	1,58

¹ EUR in Milioni ² EUR

 Dati Stimati

Periodo Fiscale: Dicembre	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Indebitamento netto ¹	1 082	1 226	1 541	826	1 114	886
Free Cash Flow ¹	887	-187	-193	-715	-10,6	276
BVPS (Attivo netto per azione) ²	189	138	15,4	1,02	19,8	3,90

¹ EUR in Milioni ² EUR

 Dati Stimati

Come possiamo vedere dalla legenda, i dati relativi agli anni 2019-2020-2021 sono dati effettivi, mentre i dati per gli anni 2022-2023-2024 sono dei *forecast*. Tutti questi dati serviranno successivamente per effettuare un'analisi più approfondita tra Saipem e le altre quattro società prese in esame.

Questi dati presi in considerazione per Saipem vengono messi a confronto con i risultati ottenuti delle altre società. Si parte dai dati di Petrofac Limited:

Periodo Fiscale: Dicembre	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Capitalizzazione ¹	1 710	634	797	726	-	-
Valore dell'impresa (EV) ²	1 695	750	941	1 015	920	870
P/E ratio	23,8x	-3,54x	-2,90x	-391x	18,0x	6,22x
Capitalizzazione/Fatturato	0,31x	0,16x	0,26x	0,29x	0,26x	0,19x
Valore dell'impresa/Fatturato	0,31x	0,18x	0,31x	0,40x	0,33x	0,23x
Valore dell'impresa/EBITDA	3,03x	3,56x	9,05x	6,81x	4,51x	2,99x
Price to Book	2,70x	1,47x	1,69x	1,57x	1,52x	1,31x
N. Titoli (in migliaia)	336 848	335 857	511 116	515 925	-	-
Prezzo di riferimento (USD)	5,08	1,89	1,56	1,41	1,41	1,41

¹ GBP in Milioni ² USD in Milioni

 Dati Stimati

Periodo Fiscale: Dicembre	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Fatturato ¹	5 530	4 081	3 057	2 525	2 807	3 734
EBITDA ¹	559	211	104	149	204	291
Risultato ante imposte (EBT) ¹	192	-171	-189	8,39	63,1	167
Risultato netto ¹	73,0	-180	-195	-3,72	34,5	107
EPS ²	0,21	-0,53	-0,54	0,00	0,08	0,23

¹ USD in Milioni ² USD

 Dati Stimati

Periodo Fiscale: Dicembre	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Indebitamento netto ¹	-	116	144	289	194	144
Free Cash Flow ¹	146	-49,0	-214	-27,3	123	70,9
BVPS (Attivo netto per azione) ²	1,88	1,28	0,92	0,90	0,93	1,08

¹ USD in Milioni ² USD

 Dati Stimati

Continuando con il confronto, si passa ora ai dati di TechnipFMC plc:

Periodo Fiscale: Dicembre	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Capitalizzazione ¹	9 585	4 225	2 668	3 921	-	-
Valore dell'impresa (EV) ¹	8 870	3 371	3 080	4 235	4 357	3 736
P/E ratio	-3,98x	-1,28x	197x	73,2x	18,6x	12,0x
Capitalizzazione/Fatturato	0,71x	0,32x	0,42x	0,59x	0,54x	0,49x
Valore dell'impresa/Fatturato	0,66x	0,26x	0,48x	0,63x	0,60x	0,47x
Valore dell'impresa/EBITDA	5,80x	3,11x	5,31x	6,14x	5,43x	3,92x
Price to Book	1,25x	1,02x	0,78x	1,14x	1,07x	1,06x
N. Titoli (in migliaia)	447 065	449 466	450 700	452 212	-	-
Prezzo di riferimento (USD)	21,4	9,40	5,92	8,67	8,67	8,67

¹ EUR in Milioni

 Dati Stimati

Periodo Fiscale: Dicembre	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Fatturato ¹	13 409	13 051	6 404	6 673	7 298	7 945
EBITDA ¹	1 529	1 083	580	689	802	952
Risultato ante imposte (EBT) ¹	-2 136	-3 085	198	158	337	505
Risultato netto ¹	-2 415	-3 288	13,3	30,2	208	321
EPS ²	-5,39	-7,33	0,03	0,12	0,47	0,72

¹ USD in Milioni ² USD

 Dati Stimati

Periodo Fiscale: Dicembre	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Indebitamento netto ¹	-	-	412	314	436	-
Free Cash Flow ¹	394	365	590	139	269	356
BVPS (Attivo netto per azione) ²	17,1	9,24	7,55	7,62	8,08	8,19

¹ USD in Milioni ² USD

 Dati Stimati

Si analizzano ora i dati più rilevanti della penultima società comparabile, NOV Inc:

Periodo Fiscale: Dicembre	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Capitalizzazione ¹	9 665	5 331	5 294	7 389	-	-
Valore dell'impresa (EV) ¹	10 483	5 473	5 411	7 806	7 631	7 210
P/E ratio	-1,57x	-2,07x	-20,8x	39,0x	18,7x	12,7x
Capitalizzazione/Fatturato	1,14x	0,88x	0,96x	1,05x	0,93x	0,87x
Valore dell'impresa/Fatturato	1,24x	0,90x	0,98x	1,11x	0,96x	0,85x
Valore dell'impresa/EBITDA	11,8x	15,6x	23,6x	12,4x	8,59x	6,66x
Price to Book	1,22x	1,00x	1,03x	1,46x	1,38x	1,24x
N. Titoli (in migliaia)	385 832	388 264	390 692	392 802	-	-
Prezzo di riferimento (USD)	25,1	13,7	13,6	18,8	18,8	18,8

¹ EUR in Milioni

 Dati Stimati

Periodo Fiscale: Dicembre	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Fatturato ¹	8 479	6 090	5 524	7 014	7 979	8 528
EBITDA ¹	885	350	229	628	889	1 083
Risultato ante imposte (EBT) ¹	-6 462	-2 779	-230	248	505	723
Risultato netto ¹	-6 095	-2 542	-250	181	387	602
EPS ²	-16,0	-6,62	-0,65	0,48	1,01	1,49

¹ USD in Milioni ² USD

 Dati Stimati

Periodo Fiscale: Dicembre	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Indebitamento netto ¹	818	142	117	417	242	-
Free Cash Flow ¹	481	700	90,0	-193	322	562
BVPS (Attivo netto per azione) ²	20,5	13,7	13,1	12,9	13,7	15,2

¹ EUR in Milioni ² EUR

 Dati Stimati

Infine vediamo i dati dell'ultima società comparabile:

Periodo Fiscale: Dicembre	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Capitalizzazione ¹	1 286	306	2 015	2 333	-	-
Valore dell'impresa (EV) ¹	3 317	2 520	2 973	3 499	2 906	2 499
P/E ratio	-4,02x	-0,25x	29,3x	-12,5x	5,98x	5,07x
Capitalizzazione/Fatturato	0,31x	0,09x	0,59x	0,51x	0,47x	0,47x
Valore dell'impresa/Fatturato	0,79x	0,78x	0,86x	0,76x	0,59x	0,50x
Valore dell'impresa/EBITDA	9,56x	9,77x	6,04x	4,93x	3,14x	2,53x
Price to Book	0,88x	-1,64x	0,60x	1,46x	1,12x	0,94x
N. Titoli (in migliaia)	11 432	11 437	228 927	228 741	-	-
Prezzo di riferimento (EUR)	112	26,7	8,80	10,2	10,2	10,2

¹ EUR in Milioni

 Dati Stimati

Periodo Fiscale: Dicembre	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Fatturato ¹	4 173	3 242	3 442	4 587	4 945	4 970
EBITDA ¹	347	258	492	709	927	987
Risultato ante imposte (EBT) ¹	-261	-1 229	138	-91,2	572	564
Risultato netto ¹	-338	-1 206	40,0	-187	399	460
EPS ²	-28,0	-105	0,30	-0,82	1,71	2,01

¹ EUR in Milioni ² EUR

 Dati Stimati

Periodo Fiscale: Dicembre	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Indebitamento netto ¹	2 031	2 214	958	1 166	572	166
Free Cash Flow ¹	-41,0	-111	-284	-166	612	460
BVPS (Attivo netto per azione) ²	128	-16,3	14,7	7,01	9,12	10,8

¹ EUR in Milioni ² EUR

 Dati Stimati

Figura 21: Tabelle che riassumono i dati più rilevanti di Saipem e delle comparabili; Fonte: marketscreener.com – S&P Global Market Intelligence, 2022.

Attraverso i dati sopra riportati, è stato possibile sintetizzare i multipli maggiormente utilizzati che erano stati descritti precedentemente, in una tabella Excel:

	Saipem	TechnipFMC plc	Petrofac Limited	Nov Inc.	Vallourec
P/E 2019	363.2	-3.97	24.19	-1.57	-4
P/E 2020	-1.96	-1.28	-3.57	-2.07	-0.25
P/E 2021	-0.76	197.33	-2.89	-20.92	29.33
P/E 2022	-3.68	76.55	-406	38.91	-11.20
P/E 2023	4.26	17.91	18.25	18.08	5.37
P/E 2024	0.46	11.69	6.35	12.34	4.57
EV/EBIT 2019	23.78	-4.15	8.83	-1.62	-12.71
EV/EBIT 2020	-3.5	-1.09	-4.39	-2	-2.05
EV/EBIT 2021	-1.40	15.56	-4.98	-23.53	21.54
EV/EBIT 2022	-17.80	27.18	125.39	30.05	-35.80
EV/EBIT 2023	23.71	13.05	15.15	14.41	4.67
EV/EBIT 2024	9.86	7.48	5.43	9.48	4.02
EV/EBITDA 2019	4.42	5.80	3.03	11.85	9.56
EV/EBITDA 2020	5.57	3.11	3.55	15.64	9.77
EV/EBITDA 2021	-2.82	5.31	9.05	23.63	6.04
EV/EBITDA 2022	3.86	6.22	7.06	11.90	4.61
EV/EBITDA 2023	3.89	5.50	4.69	8.30	2.88
EV/EBITDA 2024	2.96	4.00	3.12	6.40	2.29
Price/BV 2019	1.10	1.25	2.70	1.22	0.88
Price/BV 2020	0.76	1.02	1.48	1.00	-1.64
Price/BV 2021	5.71	0.78	1.70	1.04	0.60
Price/BV 2022	0.79	1.11	1.62	1.39	1.31
Price/BV 2023	0.04	1.04	1.57	1.31	1.01
Price/BV 2024	0.09	1.03	1.35	1.18	0.85
EV/SALES 2019	0.60	0.66	0.31	1.24	0.79
EV/SALES 2020	0.47	0.26	0.18	0.90	0.78
EV/SALES 2021	0.49	0.48	0.31	0.98	0.86
EV/SALES 2022	0.24	0.64	0.42	1.06	0.71
EV/SALES 2023	0.29	0.60	0.34	0.92	0.54
EV/SALES 2024	0.26	0.48	0.24	0.81	0.46

Figura 22: Tabella che riassume i principali multipli; Fonte: Rielaborazione fatta da me.

Per quanto riguarda il P/E di Saipem, possiamo notare un andamento altalenante soprattutto dovuto alla pandemia, ancora in corso, che ha impattato negativamente sia sul numeratore che sul denominatore.

Il P/E è dato dal rapporto tra prezzo ed *earning per share* (EPS). Nel 2019 ad esempio:

$$207/0.57 = 363,2$$

Dal 2020 in poi, considerando anche i dati stimati, il P/E di Saipem rimane molto basso, con un range che va da -2 a 4. Ciò è dovuto sia all'abbassamento del prezzo, che passa da 207 euro per azione a 0.81 euro, sia all'abbattimento dell'EPS.

L'altro multiplo *equity-side* è il *Price to book value*, che, rispetto al P/E risulta essere molto meno volatile, infatti dal 2019 al 2024 è sempre compreso in un range da 0 a 6. A differenza del P/E, il *Price to book value* non ha mai assunto valori negativi, questo è dato dal fatto che il denominatore (*book value* o valore contabile) ha sempre assunto valori positivi.

Passando ai multipli *asset-side*, l'*Enterprise Value* di Saipem dal 2019 al 2022 è in costante decrescita, per i prossimi due anni si stima però una crescita del valore dell'impresa. I due multipli *asset-side* principali hanno al numeratore l'*Enterprise Value*: EV/Ebitda e EV/Ebit. Sia l'Ebitda che l'Ebit, essendo direttamente collegati nella struttura del conto economico, presentano un andamento simile: decrescente dal 2019 al 2020, fortemente negativi nell'esercizio del 2021 (causa pandemia) e con prospettive future di crescita fino al 2024. I due multipli, però, presentano un andamento differente; l'EV/Ebit nel 2019 presenta un valore positivo, nei successivi tre anni registra performance negative per poi ritornare ad essere positivo nelle previsioni del 2023-2024. L'EV/Ebitda invece, ha valori molto più concentrati e piccoli, l'unico segno negativo si registra nell'esercizio 2021.

Le altre quattro aziende prese in esame operano nello stesso settore di Saipem: Infrastrutture e servizi petroliferi. Inoltre, tutte e cinque, compresa Saipem, offrono servizi ed operano in tutti e cinque i continenti. Le dimensioni aziendali, invece, sono più variabili, Saipem e NOV Inc. sono società più grandi, sviluppate e quasi con lo stesso numero di dipendenti. Technip è la società intermedia tra le cinque prese in esame, mentre Vallourec e Petrofac Limited sono le società più piccole.

Considerando come fattore la capitalizzazione, è possibile affermare che Saipem, tra le quattro società comparabili, ha una capitalizzazione che si avvicina molto a quella di Vallourec.

Il P/E delle quattro società comparabili è molto simile a quello di Saipem nell'esercizio 2020, sono tutte accomunate dall'aver un segno negativo; mentre per quanto riguarda gli altri anni, c'è un discostamento evidente, che diventa ancora più notevole nel 2021 e nel 2022.

L'altro multiplo *equity-side* (*Price to book value*) è molto simile tra le quattro aziende comparabili e Saipem. Le uniche due eccezioni si possono notare nell'anno 2021 di Saipem (5.71) e nell'anno 2020 di Vallourec (-1.64). Il primo è dato dal fatto che il *book value* di Saipem è diminuito molto di più rispetto al prezzo, il secondo è dato dal fatto che il *book value* ha assunto un valore negativo e di conseguenza anche il multiplo ha segno negativo. I multipli di Petrofac Limited sono leggermente più alti, questo è dato dal fatto che il denominatore (*book value*) è molto più piccolo rispetto a quello delle altre quattro società. In linea generale si può dire che questo multiplo assume valori compresi in un range tra 0 e 2.

Il multiplo *asset-side* EV/Ebit di tutte le società in questione è abbastanza volatile, l'anno 2020 accomuna tutte con un segno negativo, mentre le previsioni per l'anno 2024 sono simili tra Saipem, NOV Inc. e Technip.

L'altro multiplo *asset-side* EV/Ebitda, al contrario di quello visto precedentemente, presenta valori molto più ristretti e vicini tra loro; le uniche eccezioni sono per la società NOV Inc. che ha valori più elevati, e per Saipem, che relativamente all'esercizio 2021 mostra un multiplo negativo.

Infine, il multiplo EV/Sales è il multiplo che accomuna tutte e cinque le società, essendo molto simile. Come detto in precedenza, questo multiplo non potrà mai assumere valore negativo, nel nostro caso, i valori sono compresi principalmente tra 0 e 1.

Per concludere, si può affermare che sono state scelte queste quattro società come comparabili di Saipem perché ritenute più congrue e simili; in realtà ci sono tante altre società che operano nello stesso settore di Saipem ma che per dimensioni, capitalizzazione ed altri fattori non sono state prese in considerazione. Tra tutte, le più importanti da citare sono sicuramente Schlumberger Limited, Halliburton Company, Baker Hughes Company e Dialog Group.

2.7 INDICI FINANZIARI

Oltre ai multipli considerati precedentemente, è utile approfondire l'analisi di altri indicatori quali quelli di redditività, di liquidità e di indebitamento:

Aida - società report di SAIPEM S.P.A.

Consolidato	31/12/2021 migl EUR 12 mesi Dettagliato Origin. IFRS ICS	31/12/2020 migl EUR 12 mesi Dettagliato Origin. IFRS ICS	31/12/2019 migl EUR 12 mesi Dettagliato Origin. IFRS ICS	31/12/2018 migl EUR 12 mesi Dettagliato Origin. IFRS ICS
1. Indicatori finanziari				
- Indice di liquidità	0,84	1,04	1,15	1,15
- Indice corrente	1,07	1,36	1,41	1,47
- Rapporto di indebitamento	32,88	3,82	3,15	2,89
- Debt/Equity ratio	3,98	0,48	0,41	0,23
- Debt/EBITDA ratio	-0,87	3,29	1,38	1,02
2. Indici della gestione corrente				
- Rotaz. cap. investito (volte)	0,60	0,65	0,70	0,73
- Rotaz. cap. cir. lordo (volte)	0,96	1,10	1,24	1,34
- Giac. media delle scorte (gg)	83,69	77,60	53,25	59,47
3. Indici di redditività %				
- Redditività del totale attivo (ROA)	-19,63	-7,50	3,51	0,32
- Redditività di tutto il capitale investito (ROI)	-119,8	-20,24	8,76	0,71
- Redditività delle vendite (ROS)	-32,93	-11,41	5,00	0,43
- Redditività del capitale proprio (ROE)	-702	-37,89	2,38	-10,16

Figura 23: Indicatori finanziari di Saipem; Fonte: Aida (Analisi informatizzata delle aziende italiane), Bureau van Dijk, 2022.

Gli indici di liquidità sono strumenti finanziari che forniscono informazioni sulla situazione finanziaria di un'azienda e, in particolare, sui suoi livelli di liquidità nel corso dell'esercizio.

Gli indici non ci dicono, quindi, quanta liquidità è disponibile in cassa. Piuttosto, ci fanno comprendere se i livelli di liquidità sono abbastanza alti da garantire la solvibilità dell'azienda. Infatti, un'azienda può dirsi solvibile solo quando è in grado di far fronte agli impieghi finanziari del bilancio. Per dirlo in altre parole, un'impresa è solvibile quando possiede liquidità a sufficienza per pagare i suoi debiti. L'analisi della liquidità è allora uno strumento prezioso per gli amministratori d'impresa, perché può essere utilizzata come punto di partenza per misurare il grado di solvibilità e stabilità. Gli indici di liquidità presentano tutti al denominatore le passività correnti. Il risultato degli indici di liquidità può essere minore, maggiore o uguale a uno. Se consideriamo che:

- un valore minore di 1 indica una disponibilità liquida inferiore alle passività correnti;
- un valore uguale a 1 mostra equilibrio fra attività e passività;
- un valore maggiore di 1 rappresenta un'eccedenza di risorse rispetto alle passività;

è chiaro che qualsiasi risultato uguale o superiore a 1 offra un quadro più o meno positivo nell'analisi di bilancio. A questo proposito, i valori ottimali degli indici di liquidità sono quelli che si avvicinano o superano il 2. Un'azienda che mostra un indice di liquidità minore di 2 presenta già una situazione finanziaria da tenere sotto controllo.

Nel caso di Saipem, come si può vedere dalla tabella sopra riportata, l'indice di liquidità assume via via un andamento decrescente fino ad arrivare a 0.84 nell'esercizio 2021. Anche l'indice corrente (*current ratio*) ha un andamento decrescente nel tempo passando da 1,47 del 2018 a 1,07 del 2021. Nello specifico, i creditori spesso mettono a confronto le attività correnti e le passività correnti di un'impresa per determinare se essa dispone di capitale circolante sufficiente a soddisfare le esigenze di breve termine. Questo confronto può essere riassunto nel *current ratio* dell'impresa:

$$\text{current ratio} = \text{attività correnti} / \text{passività correnti}.$$

Un'altra importante informazione che si può ottenere dallo stato patrimoniale è il rapporto di indebitamento o *leverage* dell'impresa, che misura quanto l'impresa ricorre al debito come fonte di finanziamento. Il rapporto tra debito e capitale proprio è un indice comunemente usato nella valutazione dell'indebitamento dell'impresa, si può calcolare dividendo il totale dei debiti a breve e a lungo termine per il capitale netto totale:

$$\text{rapporto di indebitamento} = \text{debiti totali} / \text{capitale netto}$$

Più il capitale netto è basso rispetto ai debiti totali, più l'indebitamento aumenta e aumenta anche l'indice. In generale, l'indice è tanto più soddisfacente quanto più è basso.

Il *leverage*, anche se non rappresenta un indice di redditività, influenza direttamente il ROE. Un rapporto di indebitamento uguale a 1 significa che tutti gli investimenti sono finanziati con capitale proprio, quindi c'è indipendenza finanziaria; un rapporto di indebitamento compreso tra 1 e 2 sta ad indicare una situazione di positività, in quanto l'azienda possiede un buon rapporto tra capitale proprio e di terzi. Un rapporto di indebitamento compreso tra 2 e 3 segnala una situazione di squilibrio aziendale, che diventa più onerosa per l'azienda al crescere di tale indice. Infine, un rapporto di indebitamento superiore a 3 sta ad indicare una struttura finanziaria squilibrata. Tanto più elevato è l'indice tanto maggiore è l'indebitamento. Nel nostro caso, il rapporto di indebitamento ha un andamento crescente, negli anni 2018-2019-2020 assume valori ancora "accettabili", ma nel 2021 presenta una situazione di forte squilibrio aziendale, l'indice è superiore a 30.

Il *debt/equity* è il rapporto tra il totale delle passività e i mezzi propri. Definisce la garanzia offerta dai mezzi propri in caso di liquidazione. Viene anche definito dal rapporto tra indebitamento finanziario netto e patrimonio netto. Ricordiamo che l'indebitamento finanziario netto è dato dalla differenza tra il totale dei debiti finanziari onerosi e la liquidità. L'indicatore *debt/equity* dà un segnale positivo quando assume valori bassi, e ancor di più quando non è possibile calcolarlo, in quanto la posizione finanziaria netta è positiva. Si possono riconoscere dei valori standard che misurano il livello di pericolo per un'azienda e sono:

$D/E < 0,50$ l'azienda si trova in una situazione positiva;

$0,50 < D/E < 1$ situazione da tenere sotto controllo;

$D/E > 1$ situazione molto negativa.

Nel nostro caso, l'indice è minore di 0,50 per gli anni 2018-2019-2020, il che sta ad indicare una situazione positiva, mentre diventa nettamente superiore ad 1 (3,98) nel 2021, il che significa che la situazione è deteriorata fortemente.

L'indicatore *debt/ebitda* è molto importante ed è utilizzato nelle analisi finanziarie per esprimere quante volte deve essere generato il valore del margine operativo lordo per ricoprire i debiti totali. Questo indice esprime una metrica temporale, infatti, indica il numero di anni necessari affinché la gestione operativa dell'impresa è in grado di ripagare il debito complessivo. Nel nostro caso, per gli anni 2018-2019 ci vuole circa un anno per ricoprire i debiti, nel 2020 ci vogliono tre anni, mentre nel 2021, l'indice presenta un valore negativo.

Il tasso di rotazione del capitale investito (ROT) va inteso come numero di volte che, in un anno, il capitale investito nella gestione tipica ritorna in forma liquida attraverso il processo di vendita e i relativi ricavi. Al numeratore compaiono i ricavi di vendita. Al denominatore compare il capitale investito nella gestione operativa. Come si può facilmente comprendere, più è alto il ROT, maggiore sarà l'efficienza della gestione aziendale, ovvero la sua capacità di fare fruttare gli impieghi. Nel nostro caso, l'andamento del ROT è decrescente negli anni e assume valori piuttosto bassi.

La rotazione del capitale circolante lordo indica il numero di volte in cui, nell'esercizio, il Capitale Circolante si riproduce attraverso le vendite. Più è elevato il rapporto, maggiore è la capacità dell'azienda di reperire nel proprio ambito i mezzi finanziari per far fronte alle uscite derivanti dai pagamenti. Anche in questo caso l'andamento è decrescente e i numeri sono piuttosto bassi.

La giacenza media delle scorte si calcola come costo annuo del venduto/rimanenze.

Un'elevata rotazione del magazzino significa che i prodotti stoccati vengono venduti velocemente, il che è un indicatore positivo per il business. Calcolare l'indice di rotazione delle scorte è importante perché aiuta a valutare l'efficienza operativa ma anche a fare previsioni sui profitti. Come si può vedere dai dati l'indice è crescente, ciò significa che con il passare degli anni i prodotti sono rimasti stoccati nel magazzino più giorni e quindi c'è stato un turnover più basso.

In conclusione, ma non per importanza, l'analisi si concentra sugli indici di redditività principali: ROA, ROI, ROS, ROE.

Il ROA (*return on assets*) è un indice di bilancio che misura la redditività di un'impresa in relazione alle risorse utilizzate per svolgere la propria attività economica, è dato dal rapporto tra reddito netto e attività totali (o capitale investito). Tale indice è indicativo di quanto le attività totali dell'azienda vengano utilizzate efficientemente.

Il risultato espresso in percentuale rende più facile i confronti tra due imprese, oppure tra diverse annualità della medesima impresa.

Tale misura è influenzata dai problemi associati alla leva finanziaria e alle aliquote fiscali, a differenza del ROI (ottenuto dal rapporto tra reddito operativo e capitale investito) che consente di superare tali limiti.

Il ROI (*return on investment*) è dato dal rapporto tra risultato operativo e capitale investito. Il ROI è una misura della redditività del capitale investito e quindi della capacità di ottenere ritorni sugli investimenti. Esso pertanto non indica solo la capacità di remunerare il capitale di rischio (come avviene con l'impiego del ROE), ma la capacità di remunerare sia il capitale di rischio sia il capitale di debito. La misura di costo di capitale che rappresenta il *benchmark* per il ROI è data dal *Weighted Average Cost of Capital*. Data la minore rischiosità complessiva del totale capitale investito rispetto al solo capitale di debito, generalmente il valore del ROI è inferiore al valore del ROE per una data impresa. Anche per il ROI, analogamente a quanto rilevato per il ROE, si osserva nel medio-lungo periodo un comportamento di convergenza dei valori di ciascuna azienda verso il valore medio di mercato (compreso tra l'8 e il 12%). Il ROI può essere così scomposto:

$$\text{ROI} = \text{ROS} \times \text{RA}$$

La prima componente è il ROS (*return on sales*), che indica la redditività delle vendite ed è ottenuto rapportando il risultato operativo al fatturato, esso misura la capacità di ottenere elevati margini sulle vendite. In sostanza, il ROS indica la percentuale di fatturato trasformata in utile, relativamente ad un esercizio contabile. La seconda componente è RA, ossia rotazione dell'attivo

(*asset turnover*) ottenuto dal rapporto tra fatturato e capitale investito, esso misura la capacità di avere un certo fatturato date le risorse e anche quante volte il totale attivo "ruota" nel corso dell'anno.

Il ROE (*return on equity*) è una misura del rendimento contabile di un'azienda, è dato dal rapporto tra il reddito netto e il patrimonio netto di una società risultanti dal bilancio di esercizio. Questo indice misura la redditività del patrimonio netto, ovvero il rendimento del capitale investito nell'azienda dagli azionisti. Esso pertanto indica la capacità di remunerare il capitale di rischio. Quindi il ROE deve essere almeno sufficiente a coprire il costo del capitale di rischio. Pertanto affinché l'azienda sia in grado di generare utili anormali, è necessario che il valore del ROE sia superiore al costo del capitale proprio.

Il valore medio di mercato di lungo periodo del ROE è compreso tra il 10% e il 14%. Un ROE superiore al livello medio attrae infatti aziende concorrenti, mentre il capitale se ne andrà da quelle aziende con valori di ROE inferiori alla media per dirigersi verso investimenti più profittevoli. L'indicatore può essere considerato come una sintesi della economicità complessiva, valutando come il management sia riuscito a gestire i mezzi propri per aumentare gli utili aziendali. Il ROE non è solo determinato dalle scelte compiute nell'ambito della gestione caratteristica, ma anche dalle decisioni in merito alla gestione finanziaria e patrimoniale. In caso di perdita, il ROE è negativo. Questo significa che lo squilibrio economico è così grave da erodere i mezzi propri.

In conclusione, dopo aver effettuato un'analisi approfondita con il metodo dei comparabili, si ritiene opportuno passare alla valutazione di Saipem sfruttando altri metodi.

2.8 DIVIDEND DISCOUNT MODEL

Il modello base per la valutazione del valore intrinseco di un'azione, anche dal punto di vista cronologico, è quello basato sull'attualizzazione dei dividendi, in quanto sviluppato come primo modello di valutazione delle azioni. Secondo tale modello, il valore di un'azione è dato dal valore attuale dei dividendi che da essa ci si attende. In un orizzonte di valutazione infinito, il valore del titolo è una rendita perpetua dei dividendi stessi, ove il tasso di attualizzazione è il costo del capitale proprio (determinato utilizzando per esempio il CAPM).

Il *Dividend Discount Model* (DDM) funziona appropriatamente per investimenti con un orizzonte temporale definito. Ma una delle caratteristiche fondamentali delle azioni è l'indeterminatezza della loro scadenza. Sebbene il valore di un'azione si fondi sui dividendi, la stima su un orizzonte temporale definito dei soli dividendi non fornisce un adeguato valore intrinseco. Imprese non in grado di generare valore possono infatti distribuire nel medio periodo dividendi ricorrendo

all'indebitamento, mentre imprese con buona redditività possono decidere di non distribuire alcun dividendo.

Una soluzione adottata per risolvere tale problema consiste nell'assumere che il dividendo corrisposto nell'ultimo anno del periodo esplicito di previsione si manterrà per sempre. In tal caso, il prezzo a scadenza sarà pari alla capitalizzazione di una rendita perpetua a rate costanti (ottenuta rapportando il dividendo al costo del capitale proprio).

Un'alternativa è assumere che il dividendo percepito al termine del periodo esplicito di previsione continuerà a crescere indefinitamente ad un tasso di crescita costante (noto come g). In tal caso il valore del prezzo a termine è ottenuto capitalizzando una rendita perpetua a tassi crescenti:

$$DIV / (\text{Costo capitale proprio} - g)$$

tale modello è noto *Gordon Growth Method*.

Uno degli aspetti da considerare nella distribuzione degli utili delle società di capitali è la norma prevista dall'articolo 2433 del codice civile: “Non possono essere pagati dividendi sulle azioni, se non per utili realmente conseguiti e risultanti dal bilancio regolarmente approvato”.

Nella tabella di seguito è possibile vedere lo storico dei dividendi distribuiti da Saipem:

AZIONI	DIV. CDA	DIV. ASS.	DIVISA	STACCO	PAGAMENTO	ASSEMBLEA	AVVISO
Risparmio Convertibile	0,01	0,01	EURO	18/05/20	20/05/20		11.264
Ordinaria	0,01	0,01	EURO	18/05/20	20/05/20		11.264
Risparmio Convertibile	0,05	0,05	EURO	18/05/15	20/05/15		7.663
Risparmio Convertibile	0,05	0,05	EURO	19/05/14	22/05/14		8.077
Risparmio Convertibile	0,71	0,71	EURO	20/05/13	23/05/13		8.065
Ordinaria	0,68	0,68	EURO	20/05/13	23/05/13		8.065
Risparmio Convertibile	0,73	0,73	EURO	21/05/12	24/05/12		7.576
Ordinaria	0,7	0,7	EURO	21/05/12	24/05/12		7.576
Risparmio Convertibile	0,66	0,66	EURO	23/05/11	26/05/11		7.721
Ordinaria	0,63	0,63	EURO	23/05/11	26/05/11		7.721
Ordinaria	0,55	0,55	EURO	24/05/10	27/05/10		6.804
Risparmio Convertibile	0,58	0,58	EURO	24/05/10	27/05/10		6.804

Ordinaria	0,55	0,55	EURO	18/05/09	21/05/09	7.045
Risparmio Convertibile	0,58	0,58	EURO	18/05/09	21/05/09	7.045
Ordinaria	0,44	0,44	EURO	19/05/08	22/05/08	8.362
Risparmio Convertibile	0,47	0,47	EURO	19/05/08	22/05/08	8.362
Ordinaria	0,29	0,29	EURO	21/05/07	24/05/07	7.636
Risparmio Convertibile	0,32	0,32	EURO	21/05/07	24/05/07	7.636
Ordinaria	0,19	0,19	EURO	22/05/06	25/05/06	6.168
Risparmio Convertibile	0,22	0,22	EURO	22/05/06	25/05/06	6.168

Figura 24: Storico della distribuzione dei dividendi di Saipem; Fonte: Borsa Italiana, 2022.

Come si può vedere dalla tabella sopra, i dividendi Saipem sono stati in rialzo costante fino al 2013, anno in cui erano ancora attorno ai € 0,70 per azione. Nei tre anni successivi, a causa del crollo del prezzo del petrolio, il dividendo è sceso fino a € 0,05 (disponibile tuttavia soltanto per le azioni di risparmio convertibile), mentre il dividendo delle azioni ordinarie non è stato distribuito. Nell'esercizio 2020, il management ha deciso di tornare a distribuire il dividendo pari a 0.01 euro per azione ordinaria e di risparmio. Il dividendo relativo all'esercizio 2019 non rappresenta un'indicazione per una futura politica dei dividendi, infatti negli ultimi anni si è deciso di non distribuirli. L'assegnazione della cedola relativa all'ultimo dividendo è stata determinata sulla base del ritorno all'utile e della diminuzione del livello di indebitamento.

Un metodo che consente di superare i limiti di DDM, adottando peraltro il medesimo focus sui flussi di cassa, è il *Discounted cash flow method* (DCF).

2.9 DISCOUNTED CASH FLOW (DCF)

Come detto nel primo capitolo, il DCF è un metodo per la stima del valore intrinseco di un'azione basato sull'attualizzazione dei flussi di cassa. Si è cercato, quindi, di applicare questo metodo pratico ai valori reali di Saipem per cercare di avere una valutazione complessiva dell'azienda e vedere se il prezzo attuale unitario di un'azione Saipem fosse coerente con l'applicazione di questo metodo. Di seguito sono riportati i calcoli effettuati:

t_0	t_1	t_2	t_3	t_4
2021	2022	2023	2024	2025
-193	-715	-10.6	276	700

In questa tabella Excel da me elaborata è possibile vedere in t_0 l'ultimo flusso di cassa di Saipem disponibile all'interno della Relazione finanziaria annuale 2021. I *free cash flow* degli anni successivi invece, sono delle stime prese dal sito Market Screener.

Nella Relazione finanziaria annuale si evince che il tasso di sconto (r_{wacc}) utilizzato è pari al 9,8%, mentre il tasso di crescita (*perpetual growth rate*) è pari all'1,2%.

Avendo questi dati è stato possibile stimare il *Terminal Value*, applicando la seguente formula:

$$TV = \frac{[FCF_n \times (1 + g)]}{(WACC - g)}$$

Il FCF_n rappresenta il *free cash flow* disponibile nell'ultimo anno, nel nostro caso 700 milioni, gli elementi che servono per il calcolo del *Terminal Value* sono dati.

Applicando la formula:

$$[700 * (1 + 1,2\%)] / (9,8\% - 1,2\%) = 8,237 \text{ miliardi}$$

e sommando il valore appena ottenuto all'ultimo FCF otteniamo 8,937.

A questo punto è possibile calcolare il valore attuale netto (VAN) applicando una formula Excel, che ci permette di considerare il tasso di sconto (9,4%) e i flussi dall'anno 2022 all'anno 2025; il risultato ottenuto è pari a 5,504 miliardi. Questo rappresenta il valore della società (EV) costituito da debito ed *equity*. Essendo a conoscenza dell'indebitamento netto (1,541 miliardi) e sottraendolo al valore precedentemente calcolato, si ottengono 3,963 miliardi, cifra che rappresenta il valore del capitale.

Infine, sapendo il numero totale delle azioni in circolazione di Saipem pari a 1,995 miliardi, è possibile calcolare il valore di una singola azione:

$$3,963/1,995 = 1,98$$

Il prezzo attuale di un'azione Saipem è pari a 0,72 euro, quindi il prezzo calcolato con il metodo del *Discounted cash flow* risulta essere quasi tre volte maggiore. Dunque, il valore calcolato con questo metodo non rappresenta il valore di mercato. In generale, è possibile dire che il metodo del *Discounted cash flow* viene applicato per valutare aziende che hanno *free cash flow* positivi, nel nostro caso Saipem presenta *free cash flow* negativi, quindi è facile dedurre che la stima non è accurata. Inoltre, questo scostamento di prezzo potrebbe essere dovuto alla sfiducia che il mercato ripone nel management. Basti ricordare che il 28 ottobre 2021 sono stati annunciati gli *outlook* per l'esercizio successivo del 2022; a gennaio 2022 però, è stata avviata la *backlog review* dal management che ha evidenziato un significativo deterioramento dei margini economici. A tutto ciò si aggiunge il fatto che, dopo l'annuncio a sorpresa di una perdita nel 2021 pari ad oltre un terzo del capitale, i vertici di Saipem sono stati messi "sotto tutela". L'amministratore delegato Francesco Caio è stato affiancato dal nuovo direttore generale Alessandro Puliti, già dirigente di Eni. Si è aggiunto alla squadra anche Paolo Calcagnini, attuale vicedirettore generale di Casse depositi e prestiti. Si può affermare che tutti questi fattori appena elencati contribuiscono all'instabilità generale che Saipem conferisce ai mercati internazionali, tutto ciò chiaramente si riversa sul prezzo delle azioni.

In conclusione, come detto precedentemente, nessun metodo riesce a rappresentare effettivamente il valore dell'impresa. Sia il metodo dei multipli che il DCF presentano dei limiti evidenti. Per far sì che la stima sia più accurata, a mio avviso, bisognerebbe quantomeno aspettare il trascorrere di questo periodo storico. La valutazione di qualsiasi società quotata in questo momento risente sia della pandemia che del conflitto russo-ucraino. Come se non bastasse, oltre che con questi problemi, Saipem sta facendo i conti con dinamiche finanziarie post aumento di capitale. L'insieme di queste dinamiche non permette di effettuare una stima accurata.

Conclusa questa analisi, nel terzo capitolo si affrontano alcuni temi molto importanti ed attuali che hanno influenzato le performance di Saipem e le decisioni del management.

CAPITOLO III

IMPATTO DI EVENTI ENDOGENI ED ESOGENI SU SAIPEM

3. INTRODUZIONE

Il terzo ed ultimo capitolo ha come obiettivo quello di analizzare fattori interni ed esterni che hanno un impatto sulle performance di Saipem. In primo luogo, si affronta il tema dell'allarme sugli utili: all'inizio del 2022 è stato lanciato un *profit warning* sugli utili. Si mette quest'ultimo *profit warning* a confronto con quello verificatosi nel 2016. Entrambi questi *profit warning* sono accomunati da un aumento di capitale successivo, avvenuto chiaramente con modalità, tempistiche e quantità differenti. Si analizzano dunque questi due aumenti di capitale. Successivamente, si prendono in analisi gli eventi che hanno caratterizzato l'andamento del titolo Saipem, dato che sono stati effettuati due *reverse stock split* (frazionamenti azionari inversi). Da un punto di vista qualitativo-finanziario, è stato importante analizzare il management di Saipem e capire perché l'amministratore delegato ha deciso di uscire dalla società, inoltre sono stati analizzati i *rating* forniti dalle agenzie Moody's e Standard & Poor's e sono stati forniti alcuni dati di bilancio semestrali. Nella parte finale, sono stati affrontati altri due temi molto importanti: la sostenibilità e l'impatto che la guerra russo-ucraina sta avendo su Saipem e, in generale, sul nostro Paese.

Saipem è detenuta al 45% da Eni e Cdp, quindi per metà è di proprietà dello Stato. Per capire la crescita di Saipem basti pensare che dal 2000 al 2010 la società è passata da una capitalizzazione di 2 miliardi a quella di 17 miliardi, e da un fatturato di 1,3 miliardi a 13 miliardi. Saipem era considerata il pezzo pregiato dell'Eni, era una società in cui molti investitori credevano. I primi problemi finanziari per Saipem si sono manifestati nel gennaio 2013, quando la società ha emesso il primo *profit warning*. Prima di entrare nel merito della discussione, è opportuno definire cosa si intende con l'espressione *profit warning*.

3.1 PROFIT WARNING

Un *profit warning* è definito come l'allarme sugli utili. Un evento simile è considerato dagli operatori finanziari una vera e propria sciagura, tanto che generalmente le reazioni sono di *sell-off* o *panic-selling*. Si tratta di un fenomeno strettamente legato al rilascio della *guidance*, ossia la comunicazione al mercato da parte del management di un dato qualitativo e/o quantitativo in grado di esprimere il risultato economico che l'impresa, con un'alta probabilità, riuscirà a raggiungere alla fine dell'anno in corso. La *guidance* è ritenuta molto importante da analisti e investitori, in virtù della sua capacità di dare visibilità alle aspettative dei manager in merito ai risultati e, dunque, di orientare il mercato nelle proprie scelte di investimento e di disinvestimento.

Il *profit warning*, quindi, consiste in una correzione a ribasso della *guidance* che era stata fornita precedentemente; specialmente nei periodi in cui la congiuntura¹³ non è positiva, può accadere che il management si renda conto che l'impresa non riuscirà a raggiungere un volume di ricavi o di margini tale da essere in linea con ciò che era stato comunicato precedentemente e sia costretto a rivedere le proprie stime sui risultati della società. Ciò può accadere anche per ragioni che non sono sotto il controllo della società stessa. Un'informazione del genere provoca normalmente una reazione negativa da parte del mercato, si incrina la credibilità del management. Conseguentemente, nella maggior parte dei casi, un *profit warning* causa una perdita di fiducia nei confronti dell'impresa per cui gli investitori vendono il titolo, provocando una riduzione di valore nel breve termine.

Un *profit warning* viene emanato in genere due settimane prima dell'annuncio dei risultati societari, questo per dare più tempo agli investitori della società di riposizionarsi sul titolo ed evitare tracolli immediati il giorno della pubblicazione dei dati. Per contestualizzare al meglio il fenomeno, vediamo molto brevemente alcuni esempi di imprese che negli ultimi anni hanno effettuato un *profit warning*.

Per quanto riguarda le società quotate nel mercato italiano, il 5 novembre 2008 Pirelli RE S.p.A ha dichiarato al mercato l'impossibilità, a causa della crisi in atto, di confermare il dato di reddito operativo che aveva previsto; il titolo il giorno successivo perse il 12% in borsa.

Un altro esempio è quello di Finmeccanica S.p.A che il 28 gennaio 2010 ha modificato i dati sulla *guidance* rilasciata per il 2009 e per il 2010, mostrando un aumento nei ricavi e nel *cash flow* per entrambi gli anni, ma una diminuzione rilevante del range in cui sarebbe stato compreso l'Ebitda.

¹³ Nel gergo economico, la parola congiuntura sta ad indicare la fase del ciclo economico che l'attività economica attraversa in un dato periodo. Si parla di alta congiuntura per la fase di massima espansione dell'attività economica, di bassa congiuntura per la fase di depressione.

Il mercato ha accolto la notizia facendo crollare il titolo del 20%. Un altro caso è quello di Geox S.p.A che il 14 maggio 2010 ha presentato i risultati del primo trimestre 2010 e, contestualmente, ha tagliato le stime dei ricavi e dell'Ebitda per l'anno in corso. Una volta menzionati alcuni dei casi di *profit warning* verificatisi negli anni precedenti, si passa ora ad analizzare nel dettaglio il primo *profit warning* annunciato da Saipem nel 2013, per poi ripercorrere gli eventi e le cause che hanno portato ad un ulteriore *profit warning* nel gennaio 2022.

3.2 PROFIT WARNING SAIPEM 2013

L'annuncio del *profit warning* è stato causato dalle dichiarazioni rilasciate dall'allora amministratore delegato Umberto Vergine e dal direttore delle operazioni Giuseppe Caselli, i quali hanno rivisto al ribasso le previsioni degli utili per il 2012 nonché le previsioni sui ricavi e i profitti del 2013.

Il mercato non ha preso bene queste informazioni, infatti, il giorno successivo al *profit warning*, c'è stato un crollo del titolo del 34%. Un crollo così forte del prezzo del titolo è stato dovuto a due motivi principali:

- Era inatteso: in quel momento il prezzo del petrolio era abbastanza alto (115\$ al barile) e in generale, l'industria petrolifera andava a gonfie vele. Saipem, fornendo servizi all'industria petrolifera, è strettamente legata al suo andamento. Ogni investimento che l'industria petrolifera ha intenzione di fare rappresenta una potenziale commessa che Saipem potrebbe aggiudicarsi. Per le ragioni appena descritte, è facile pensare come nessuno si aspettava questo *profit warning*;
- Significativo in termini di ammontare, il *profit warning* ha causato un taglio cospicuo dei margini.

Oltre questi due motivi, alla decisione del management di dichiarare il *profit warning* si aggiunse il fatto che furono avviate una serie di indagini su delle presunte tangenti che alcuni dirigenti di Saipem avrebbero pagato ad una società algerina: Sonatrack. La Sonatrack è la principale società *Oil&Gas* algerina. Successe che i magistrati presero di mira una commissione di circa 200 milioni di euro che Saipem pagò alla Sonatrack tra il 2007 e il 2010, nello specifico si sospettava che all'interno della somma pagata per questa commissione ci fossero delle tangenti pagate da Saipem per ottenere nuove commissioni e nuovi contratti. Questa indagine portò alle dimissioni dell'amministratore delegato Pietro Franco Tali (il cui successore fu Umberto Vergine), e questo creò subbuglio nei mercati finanziari. Inoltre, sorsero alcuni dubbi per quanto riguardava la sopravvalutazione di alcune commesse, cioè si riteneva che il fatturato fosse gonfiato.

Un fatto molto curioso legato a questo primo *profit warning* fu che, alcune banche americane, come ad esempio Bofa Merrill Lynch, 24 ore prima del *profit warning*, collocarono sul mercato attraverso un collocamento privato un pacchetto di circa il 2-2,5% delle azioni della società per conto del fondo Blackrock. Le azioni erano state vendute a 31 euro, per scendere in chiusura di seduta del 30 gennaio intorno a quota 20 euro. Questo sollecitò l'attenzione della Consob per possibili reati di *Insider Trading*¹⁴ o aggio (ora sono stati tutti assolti)¹⁵. La Consob impose per un periodo il divieto di vendita allo scoperto¹⁶, per cercare di sostenere il titolo e per evitare che esso subisse ulteriori crolli.

A questo primo *profit warning*, ne seguì un secondo a giugno 2013. Questo secondo *profit warning* implicò nuovamente una revisione delle stime, degli utili, dei margini e provocò un ulteriore crollo del titolo del 30%. Gli investitori e il mercato, a questo punto, non si fidavano più di ciò che veniva dichiarato dai dirigenti, della consistenza patrimoniale e del fatturato di Saipem. Per ripristinare un po' di fiducia, il nuovo amministratore delegato Umberto Vergine iniziò una ristrutturazione portando a bilancio una serie di asset non più produttivi, accantonando perdite per attività non produttive ed entrando in settori non strettamente legati al business *Oil&Gas*, quali il settore delle energie rinnovabili e della transizione ecologica. Il problema principale di ristrutturazioni e cambiamenti di questo genere è l'implicazione di costi elevatissimi. Di fatti, la società a partire dal 2013-2014 ha iniziato a conseguire gravi perdite che hanno intaccato il capitale societario. In linea di massima, quando le perdite sono troppo consistenti, la strada da percorrere è quella di deliberare un aumento di capitale. Si è deciso, dunque, di ricorrere ad un aumento di capitale come risposta finanziaria al *profit warning* del 2013. Basti pensare che dal 2014 al 2016 le perdite ammontavano a 3 miliardi di euro, inoltre il prezzo del petrolio è iniziato a scendere, arrivando a circa 30\$ a barile nel gennaio 2016.

¹⁴ Viene definita *Insider Trading* la compravendita di strumenti finanziari da parte un *insider*, cioè di una persona che, in virtù della posizione che ricopre, è a conoscenza di informazioni privilegiate che vengono appunto utilizzate per ottenere un profitto. L'*Insider Trading* consiste quindi nel porre in essere operazioni su strumenti finanziari sulla base di informazioni chiave prima che esse divengano di pubblico dominio. Attualmente in Italia l'abuso di informazioni privilegiate è disciplinato dal TUF.

¹⁵ A settembre 2021, il Tribunale di Milano, al termine del processo con al centro false comunicazioni al mercato prima del *profit warning* del 2013, e quindi l'accusa di aggio, ha assolto Saipem e i suoi dirigenti perché il fatto non sussiste. La presunta manipolazione del mercato si sarebbe realizzata attraverso la diffusione di alcuni comunicati stampa nell'ottobre 2012 e al fatto che sarebbero state nascoste delle criticità relative al budget previsto per il 2013.

¹⁶ Senza tale divieto, gli arbitraggisti avrebbero potuto scommettere sul ribasso dei prezzi o fare arbitraggio tra titoli e diritti riequilibrando i valori.

3.2.1 AUMENTO DI CAPITALE 2016

Le perdite sopra descritte hanno costretto la società a deliberare un primo aumento di capitale di 3,5 miliardi di euro nel gennaio 2016. Un aumento di capitale è l'emissione di nuove azioni che vengono offerte ad investitori ad un certo prezzo per raccogliere risorse finanziarie. Gli aumenti di capitale possono essere raggruppati in due grandi categorie: senza diritto di opzione e con diritto di opzione. La differenza è che, in un aumento di capitale senza diritto di opzione, le nuove azioni vengono offerte al pubblico indistinto per un certo periodo di tempo ad un certo prezzo, chi è interessato presenta la domanda di sottoscrizione. In un aumento di capitale con diritto di opzione, invece, l'azionista di una società si trova nella posizione di dover decidere se e in che modo aderire all'operazione. Questa decisione dipende dal costo effettivo dell'operazione ossia dalla convenienza dell'esercizio del diritto che viene assegnato proporzionalmente a ciascun azionista. A seconda del prezzo a cui la cessione può essere conclusa il titolare del diritto può decidere se: esercitare il diritto (nel caso in cui il prezzo di mercato sia inferiore al valore teorico) o vendere il diritto (nel caso in cui il prezzo di mercato sia superiore al valore teorico). Il valore teorico del diritto è l'esatto ammontare che compensa l'azionista dalla riduzione di prezzo che le azioni subiscono in conseguenza della ricapitalizzazione. Il valore teorico del diritto è dato dal numero di azioni presenti sul mercato ante aumento di capitale moltiplicate per il prezzo di mercato ante aumento di capitale sommate alle nuove azioni emesse moltiplicate per il prezzo di emissione delle nuove azioni. Tutto viene rapportato al numero di azioni totali in circolazione post aumento di capitale. In Italia, l'aumento di capitale classico è quello con diritto di opzione. Nel caso di Saipem, quando l'aumento di capitale è iniziato, le azioni non sono state offerte al pubblico indistinto ma solo in prelazione agli azionisti esistenti. In prelazione significa che le nuove azioni possono essere sottoscritte in via prioritaria da coloro che sono già azionisti della società (per evitare la diluizione del capitale), se gli azionisti non sono interessati, le nuove azioni possono essere sottoscritte da altri investitori. Quindi, l'aumento di capitale con diritto di opzione include una facoltà che viene data solo agli azionisti esistenti di sottoscrivere le nuove azioni ad un certo prezzo. Questa facoltà di norma ha un valore, vale molto se il prezzo a cui si possono sottoscrivere le nuove azioni è più basso rispetto al prezzo a cui si possono comprare sul mercato. In genere, gli aumenti di capitale in Italia prevedono dei significativi sconti sul prezzo di mercato dell'azione. In sostanza, l'azionista di Saipem può comprare le nuove azioni ad un prezzo più basso rispetto a quello che Saipem sta negoziando con il mercato. L'azionista che non ha interesse nel sottoscrivere le nuove azioni può vendere questi diritti di opzione sul mercato, in pratica si ha un'azione negoziata senza diritto di opzione e il diritto di opzione che viene negoziato separatamente, la somma del valore

dell'azione più il valore del diritto di opzione teoricamente dovrebbe avere un valore pari a quello che aveva l'azione prima dell'aumento di capitale.

Durante il primo aumento di capitale, la società aveva offerto in prelazione ai soci 22 nuove azioni ordinarie ogni azione ordinaria posseduta al prezzo unitario di 0,362 euro per un totale di 9,6 miliardi nuove azioni emesse. Per dare un'idea dello sconto a cui queste azioni erano state offerte, basti pensare che il giorno prima dell'inizio dell'aumento di capitale, le azioni avevano chiuso ad un prezzo unitario di 4,2 euro. Se lo sconto è troppo alto rispetto al prezzo di mercato, la società sta fornendo un'informazione implicita al mercato: il valore effettivo della società è molto basso. Questo, però, rappresenta un forte incentivo per gli azionisti a sottoscrivere le azioni, perché altrimenti non sottoscriverebbe nessuno se il prezzo fosse troppo alto. Questi aumenti di capitale sono chiamati iperdiluitivi perché consistono in aumenti con diritto di opzione caratterizzati da un elevato rapporto tra il numero di azioni di nuova emissione e il numero delle azioni già in circolazione, e da un forte sconto sul prezzo di sottoscrizione delle azioni di nuova emissione rispetto al prezzo delle azioni nell'ultimo giorno di negoziazione antecedente l'avvio dell'aumento (c.d. prezzo cum). Sono chiamati iperdiluitivi anche perché, se l'azionista non sottoscrive l'aumento di capitale, la sua partecipazione nella società viene talmente diluita che quasi si azzerava. Dal 2009 al 2016 sono stati posti in essere 19 aumenti di capitale iperdiluitivi (il 15% degli aumenti con diritto di opzione conclusi in tale periodo) per raccogliere risorse finanziarie spesso necessarie per la continuità aziendale.

Nel caso in questione, Saipem ha emesso 9,6 miliardi di nuove azioni e aveva già 441 milioni di azioni in circolazione, quindi le vecchie azioni si sono diluite. Inoltre, quando l'azione è stata quotata senza diritto di opzione, cioè con il diritto di opzione separato, le azioni hanno chiuso ad un prezzo di circa 0,53 euro.

Precedentemente, ogni azione aveva un valore pari a 4,2 euro, successivamente le nuove azioni sono state emesse ad un prezzo di 0,36 euro ciascuna, per poi valere 0,53 euro. Questi 0,53 euro sono una media ponderata tra il prezzo a cui le azioni venivano negoziate prima dell'aumento di capitale (4,2) e il prezzo delle nuove azioni in circolazione (0,36).

$$441 \text{ milioni} \times 4,2 = 1.852.200.000$$

$$9,6 \text{ miliardi} \times 0,36 = 3.456.000.000$$

$$5.308.200/10.041.000.000 = 0,53$$

In questi aumenti di capitale iperdiluitivi, il valore che ha l'azionista si annida sul prezzo del diritto di opzione, nello specifico il valore del diritto di opzione teorico che era stato calcolato era circa di 3,6 euro, mentre il prezzo dell'azione dopo lo scorporo del diritto di opzione era di 0,53 euro. In questi casi, tutto il valore si riflette sul diritto perché l'azione vale poco, quindi se l'azionista non è interessato all'aumento di capitale vende i diritti sul mercato. Nella realtà, però, succede che il prezzo dei diritti crolla perché tutti vendono e il prezzo dell'azione sottostante, in un primo momento, tende a salire per poi riscendere. Di norma succede anche che se la somma tra il prezzo dell'azione e il diritto di opzione vale meno rispetto a quello che era il prezzo dell'azione prima dell'aumento di capitale, l'azionista si impoverisce. Anche se l'azionista si disfa delle azioni e dei diritti comunque non recupera ciò che aveva investito prima dell'aumento di capitale. Aumenti di capitale di questo tipo sono tipici di società in dissesto finanziario, uno sconto così forte è tipico di una società che ha bisogno di finanziamenti.

Quanto descritto è ciò che è accaduto dal 2013 al 2016. Un parallelismo significativo può essere fatto con quanto accaduto recentemente alla stessa società.

3.3 PROFIT WARNING 2022

A gennaio 2022, ad innescare il *profit warning* che ha travolto Saipem è stato l'eolico *offshore*, la punta di diamante del piano votato alla transizione energetica per diversificare dal settore del petrolio. In particolare, ciò che ha portato alla riformulazione della *guidance* del secondo semestre 2021 è stata la maxi-commessa per il parco eolico *offshore* a est della Scozia, al quale Saipem lavorava per conto di Electricité de France (Edf). I problemi di Edf, dovuti soprattutto al Covid, avrebbero rallentato la catena delle forniture e provocato un ritardo incolmabile nell'invio di attrezzature destinate al progetto. La perdita accusata da Saipem ha superato il valore della commessa (2,4 miliardi di euro) per 550 milioni di euro. Esattamente come accadde durante il *profit warning* del 2013, la soluzione adottata dal management di Saipem è stata quella di intraprendere la strada di un nuovo aumento di capitale.

3.3.1 AUMENTO DI CAPITALE 2022

Così come accadde per il primo aumento di capitale (2016), anche in questo caso le cause che hanno portato al secondo aumento di capitale sono state varie. Prima del Covid, la Consob ha chiesto a Saipem di rivedere il bilancio del 2016 perché riteneva che non fosse stato redatto nel rispetto dei principi internazionali. Nello specifico la Consob aveva riposto attenzione sulla

competenza economica delle svalutazioni¹⁷ e sull'*Impairment Test*¹⁸. Con l'arrivo del Covid, i conti sono tornati ulteriormente in rosso, tra il 2020 e il 2021 ci sono state perdite per 3,5 miliardi. Il 27 giugno 2022 è iniziato l'aumento di capitale che è durato fino all'11 luglio. Il 7 luglio invece, è terminata la negoziazione dei diritti di opzione (il prezzo dei diritti di opzione è stato di 0,02 euro). In sostanza, data la valutazione così bassa, nessuno si è dimostrato interessato all'aumento di capitale. Anche in questo caso, così come il primo aumento di capitale, ci si è trovati di fronte ad un aumento di capitale iperdiluitivo. La società aveva 21 milioni di azioni in circolazione prima dell'inizio dell'aumento che quotavano 24 euro per azione. È stato realizzato un aumento di capitale di 2 miliardi di euro con emissione di 2 miliardi di azioni al prezzo di 1 euro per azione. Le 21 milioni di azioni si sono diluite nel mare dei 2 miliardi di azioni emesse. Si ricorda nuovamente che, se l'azionista non partecipa all'aumento di capitale, la quota nella società si diluisce talmente tanto che si avvicina allo zero.

Nello specifico, gli azionisti dell'emittente che non hanno esercitato integralmente i diritti di opzione loro spettanti in proporzione alla quota di partecipazione al capitale sociale da essi detenuta hanno subito, in caso di sottoscrizione e liberazione integrale dell'aumento di capitale, una diluizione della loro quota di partecipazione al capitale sociale pari al 98,9% in termini percentuali sul capitale. Non vi sono stati effetti diluitivi derivanti dall'aumento di capitale in termini di quote percentuali di partecipazione sul capitale sociale complessivo nei confronti degli azionisti dell'emittente che hanno deciso di sottoscrivere e liberare integralmente le nuove azioni che spettavano loro in opzione.

In questo secondo aumento di capitale, la società ha offerto in prelazione ai soci 95 nuove azioni ordinarie ogni azione ordinaria posseduta al prezzo unitario di 1,013 euro per un totale di 2 miliardi di nuove azioni emesse. L'aumento di capitale incorpora uno sconto del 30% rispetto al prezzo teorico ex diritto (TERP). Saipem ha scelto di effettuare un aumento senza *rolling*¹⁹, con le azioni di nuova emissione indisponibili agli azionisti fino alla fine del periodo di esercizio.

¹⁷ Quando si svaluta un asset lo si svaluta nell'esercizio di competenza in cui si manifesta la svalutazione, cioè se l'attivo diventa improduttivo lo si deve svalutare in quell'esercizio. La Consob riteneva che le svalutazioni fossero state fatte con ritardo.

¹⁸ Le società hanno una serie di attivi come gli avviamenti e altre attività immateriali che devono essere costantemente allineati al reale valore/utilità degli asset. Di tanto in tanto viene fatto questo test per vedere se gli asset rispettano il valore reale. Anche in questo caso la Consob aveva dei dubbi.

¹⁹ Il modello *rolling* è applicabile esclusivamente agli aumenti di capitale con diritto di opzione iperdiluitivi. Per fronteggiare la scarsità dei titoli durante il periodo d'offerta, il modello *rolling* prevede che gli emittenti rendano disponibili i titoli rinvenienti dall'esercizio dei diritti di opzione in una finestra di consegna addizionale in ciascuna giornata del periodo d'offerta, a partire dal terzo giorno.

Per dare un'idea dello sconto a cui queste azioni sono state offerte, basti pensare che il giorno prima dell'inizio dell'aumento di capitale, le azioni hanno chiuso ad un prezzo unitario di 24 euro. Anche in questo caso lo sconto è ritenuto troppo alto rispetto al prezzo di mercato.

$$21 \text{ milioni} \times 24 \text{ euro} = 504 \text{ milioni}$$

$$2 \text{ miliardi} \times 1,013 \text{ euro} = 2.026.000.000$$

$$2.530.000.000 / 2.021.000.000 = 1,25$$

Come nel primo aumento di capitale, il diritto di opzione vale tanto perché l'azionista di Saipem può sottoscrivere in via privilegiata nuove azioni al prezzo di 1,013 euro, mentre prima quotavano 24 euro. Anche qui, le azioni avevano gran parte del valore nel diritto di opzione e come il primo aumento di capitale, i diritti di opzione sono crollati e il prezzo è sceso. Gli effetti diluitivi sopra descritti sono misurati dal c.d. coefficiente di rettifica (K) dato dal rapporto fra il prezzo teorico di un'azione dopo lo stacco del diritto di opzione (c.d. prezzo teorico delle azioni ex diritto) e il prezzo cum diritto, calcolato sulla base del prezzo di riferimento alla data in cui i termini dell'aumento di capitale sono annunciati. In particolare, dal 15 dicembre 2016, si considerano "iperdiluitivi" gli aumenti di capitale con un coefficiente di rettifica (K) pari o inferiore a 0,3. Il grado di diluizione è tanto maggiore quanto il coefficiente si avvicina allo 0,0.

Ovviamente ci sono anche azionisti che partecipano all'aumento di capitale. Nel caso in cui ci fossero pochi investitori che sottoscrivono le azioni, vi è comunque un consorzio di banche che, in genere, porta avanti l'aumento di capitale. In quest'ultimo aumento di capitale è presente una bella cordata di banche a sostegno dell'aumento di capitale: BNP Paribas, Deutsche Bank, Citigroup, HSBC, Intesa, Unicredit. Ne sono così tante sia per l'ammontare elevato dell'aumento di capitale, sia perché si tratta di un aumento di capitale a cui nessuno vorrebbe partecipare in maniera solitaria e quindi si fa in modo che essendo in tanti, la singola sofferenza per una banca si riduce.

Dopo aver analizzato gli aspetti relativi ai due *profit warning* lanciati da Saipem con conseguenti aumenti di capitale, è interessante mostrare l'andamento degli eventi che hanno caratterizzato la vita di Saipem.

3.4 EVENTI CARATTERIZZANTI

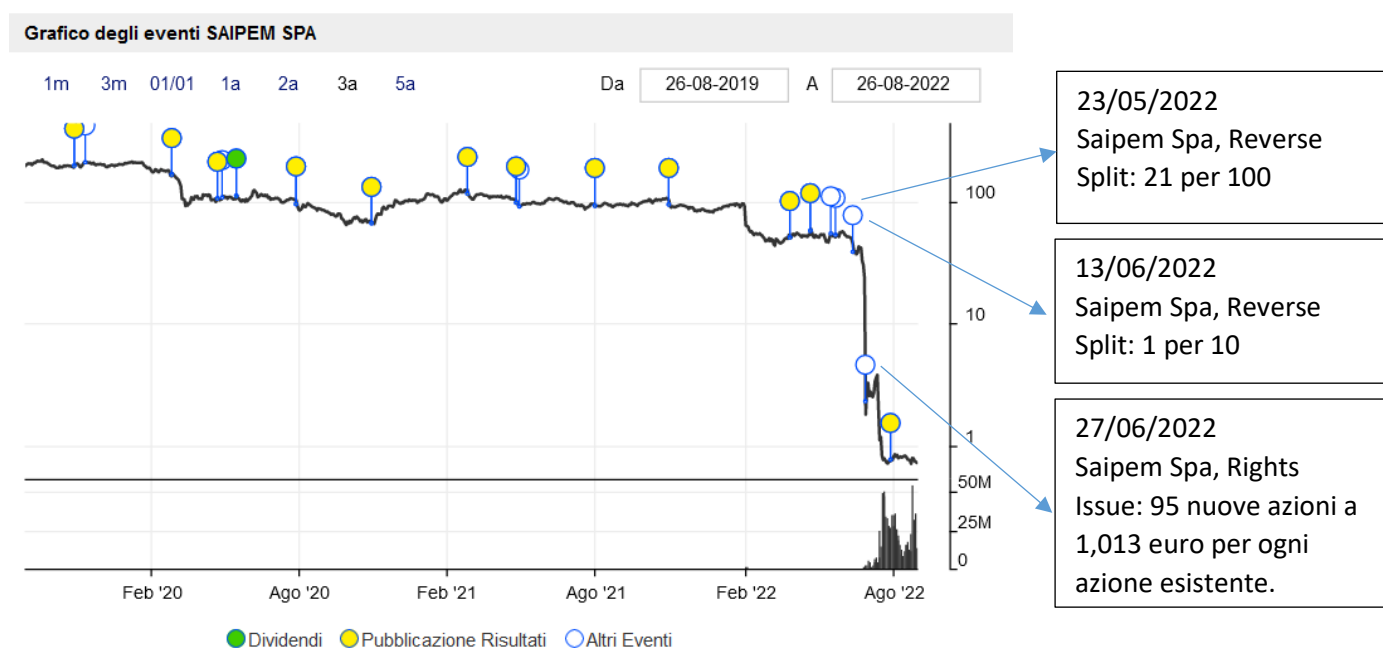


Figura 25: Grafico degli eventi con impatto su Saipem; Fonte: Market Screener.

Come si evince dal grafico soprastante, viene rappresentata la storia degli eventi di Saipem negli ultimi tre anni. In verde si può notare la distribuzione dell'ultimo dividendo risalente a maggio 2020, in giallo sono rappresentate le pubblicazioni dei risultati e in bianco, invece, sono riportati altri eventi quali reverse split ed assemblee generali. In un *reverse stock split* (RSS), il numero di azioni si riduce ma il capitale non varia. Saipem è ricorsa a questi due RSS perché il prezzo per azione era diventato troppo piccolo e ciò creava problemi di contabilità. Quindi ha ridotto il numero di azioni in circolazione, ma dato che il capitale non è diminuito, questo ha determinato un proporzionale aumento di prezzo dell'azione. È stata solo un'operazione contabile per riportare il prezzo per azione ad un livello adeguato e più facile da gestire.

Attraverso il grafico si può analizzare cosa è successo a causa del primo RSS avvenuto il 23 maggio 2020. Come detto precedentemente, il rapporto al quale è avvenuto il RSS è stato di 21 nuove azioni ordinarie in cambio di 100 azioni ordinarie esistenti. Il rapporto dunque è stato di $100/21 = 4,761$.

Il numero 4,761 viene definito fattore K. Come affermato nel secondo capitolo, il capitale sociale di Saipem al 31 dicembre 2021 ammontava a 2.191.384.693 euro, suddiviso in 1.010.966.841 azioni ordinarie e 10.598 azioni di risparmio, dopo il RSS, facendo riferimento sempre al rapporto pari a 4,7619 si può vedere come il capitale sociale sia passato ad essere pari a 460.208.914 ($2.191.384.693/460.208.914 = 4,761$).

La riduzione del capitale sociale è necessaria in conseguenza alle perdite di esercizio registrate nel 2021 (-2,38 miliardi) che hanno determinato un'erosione del capitale sociale di Saipem superiore ad un terzo. Di conseguenza, sono diminuite dello stesso rapporto anche le azioni ordinarie, prima erano pari a 1.010.966.841, dopo il RSS sono diventate 212.303.028 ($1.010.966.841/212.303.028 = 4,761$). Le azioni di risparmio sono rimaste invariate. Il tutto è riassunto nella seguente tabella:

	Current share capital (post reduction and reverse stock split) (Shares without par value)		Previous share capital (Shares without par value)	
	Euro	no. of shares	Euro	no. of shares
Total				
of which:	460,208,914.80	212,313,626	2,191,384,692.79	1,010,977,439
Ordinary shares (regular entitlement)	460,185,942.68	212,303,028	2,191,361,720.67	1,010,966,841

Figura 26: Reverse stock split; Fonte: Sito ufficiale Saipem.

Il prezzo ufficiale delle azioni ordinarie della società era stato rilevato alla chiusura di venerdì 20 maggio sull'Euronext Milan, a 1,1022 euro. Sul prezzo del titolo è stata applicata una rettifica, con un fattore K pari a 4,761. Il prezzo ufficiale calcolato da Borsa Italiana è stato di 5,248 per azione ($1,1022 * 4,761$).

Per quanto riguarda il secondo RSS, avvenuto nemmeno un mese dopo il primo (13/06/2022), l'operazione di raggruppamento era finalizzata a ridurre il numero di azioni in circolazione in previsione dell'aumento di capitale. Questa ulteriore operazione di raggruppamento non era collegata a quella divenuta effettiva il 23 maggio 2022, effettuata sulle sole azioni ordinarie in conseguenza delle perdite di esercizio registrate nel 2021 che hanno determinato un'erosione del capitale sociale di Saipem superiore ad un terzo. In questo caso, le azioni ordinarie e di risparmio di Saipem vengono raggruppate nel rapporto di 1 nuova azione ogni 10 azioni esistenti. Il capitale sociale di Saipem rimane invariato (460.208.914), mentre le azioni ordinarie e quelle di risparmio vengono rettificate secondo un valore K pari a 10 (10/1). Quindi, le azioni ordinarie passano da 212.303.028 a 21.230.302 e le azioni di risparmio passano da 10.598 prima del raggruppamento a 1.058. Il prezzo ufficiale delle azioni ordinarie rilevato sul segmento Euronext Milan nella giornata di venerdì 10 giugno era di 4,652 euro, mentre il prezzo ufficiale delle azioni di risparmio il 10 giugno 2022 era di 18 euro. Entrambi questi prezzi sono stati rettificati a 46,52 e a 180 euro.

L'ultimo evento raffigurato nel grafico fa riferimento all'inizio dell'aumento di capitale, avvenuto il 27 giugno 2022. Saipem ha offerto agli azionisti 95 nuove azioni ogni azione ordinaria o di risparmio posseduta, al prezzo di sottoscrizione di 1,013 euro per ciascuna nuova azione.

Una volta descritti gli eventi accaduti a Saipem, si analizzano nel dettaglio i concetti di frazionamento azionario (*stock split*) e frazionamento azionario inverso (*reverse stock split*).

3.5 FRAZIONAMENTO AZIONARIO (SS)

In un frazionamento azionario, un'azione viene divisa, o suddivisa, in più titoli. Il valore delle partecipazioni è lo stesso, solo in porzioni più piccole. In un frazionamento azionario è molto importante ricordare che anche il prezzo dell'azione viene ridotto. Ad esempio, se il consiglio di amministrazione di una società annuncia una divisione 2 a 1, si riceverà un'azione extra per ogni titolo posseduto, ma il prezzo dell'azione verrà dimezzato. Nel caso di divisione 2 a 1, se si ha un'azione di una determinata Società X a 10 dollari per azione, con lo split si avranno due titoli dell'azienda a 5 dollari per azione. Ciò non significa che il titolo costi meno. I fondamentali della società e il prezzo delle azioni non cambiano. I frazionamenti azionari sono un modo per le società di aumentare la propria liquidità. Più liquidità significa maggiore facilità per gli investitori di acquistare o vendere azioni in borsa. Più basso è l'importo in dollari di ciascuna azione, minore è il numero di azioni necessarie, anche al più piccolo investitore, per acquistare o vendere quell'azione. Nella maggior parte dei casi, i frazionamenti azionari vengono effettuati dalle società quando il prezzo delle azioni è aumentato in modo significativo, in particolare rispetto a quello delle società quotate concorrenti. Se il prezzo delle azioni diventa più accessibile anche ai piccoli investitori si può ragionevolmente presumere che ce ne saranno di più e, quindi, anche la liquidità complessiva del titolo aumenterà. Ma bisogna ricordare anche un'altra cosa: se il numero di azioni in circolazione cambia e il prezzo di ciascuna azione si trasforma, la capitalizzazione di mercato complessiva dell'azienda rimane la stessa. Il valore della società non aumenta quando si verifica uno split. I frazionamenti azionari non alterano in alcun modo i fondamentali della società. Per poter comprendere meglio il concetto di frazionamento azionario sono riportati alcuni esempi verificatisi nel corso degli anni per alcune delle società più importanti e conosciute al mondo.

Stock split di Amazon Inc.

Quante volte Amazon è ricorso al frazionamento azionario?

Data	Split ratio	Prezzo prima dello split
2 giugno 1998	2:1	\$85 (1 giugno 1998)
5 gennaio 1999	3:1	\$354 (4 gennaio 1999)
2 settembre 1999	2:1	\$119 (1 settembre 1999)

Figura 27: Stock split Amazon; Fonte: IG Group.

Come si può vedere dalla tabella sopra riportata, Amazon non è nuova nell'effettuare degli *stock split*, l'ultima volta risale al 1999. Amazon, mercoledì 9 marzo ha annunciato il suo primo *stock split* da 23 anni a oggi. Questo frazionamento azionario, che tecnicamente non modifica il valore dell'azienda ma spesso stimola l'ottimismo degli investitori, è il quarto nei 28 anni di storia della società di Jeff Bezos. Lo split annunciato è di 20 per 1, dunque gli azionisti di Amazon riceveranno 20 azioni per ogni cedola attualmente in loro possesso. Al valore attuale (circa 3.000 dollari), un'azione Amazon potrebbe valere attorno ai 146 dollari, decisamente più accessibile per un investitore *retail*. Lo *stock split* annunciato da Amazon è di fatto uguale a quanto già comunicato da Alphabet (Google) il mese scorso, poiché anche in quel caso il frazionamento azionario è stato pari a 20 per 1. Ma nel mondo delle Big Tech è successo anche nel recentissimo passato con Apple e Tesla che, nel 2020, nel bel mezzo dell'impennata dei mercati durante la pandemia, hanno annunciato degli *stock split*, rispettivamente 4 per 1 e 5 per 1.

Stock split di Apple Inc.

Quante volte Apple è ricorso al frazionamento azionario?

Data	Split ratio	Prezzo prima dello split
16 giugno 1987	2:1	\$79 (31 maggio 1987)
21 giugno 2000	2:1	\$111 (31 maggio 2000)
28 febbraio 2005	2:1	\$90 (31 gennaio 2005)
9 giugno 2014	7:1	\$656 (31 maggio 2014)
31 agosto 2020	4:1	\$425 (31 luglio 2020)

Figura 28: Stock split Apple; Fonte: IG Group.

Stock split di Tesla Inc.

Quante volte Tesla è ricorso al frazionamento azionario?

Data	Split ratio	Prezzo prima dello split
31 agosto 2020	5:1	\$2111 (28 agosto 2020)

Figura 29: Stock split Tesla; Fonte: IG Group.

Il frazionamento azionario quindi è un modo per le società quotate di raccogliere liquidità espandendo il loro azionariato anche ad investitori *retail*. L'opposto del frazionamento azionario è il frazionamento azionario inverso.

3.6 FRAZIONAMENTO AZIONARIO INVERSO (RSS)

Il frazionamento azionario inverso o raggruppamento azionario è una misura adottata dalle società per ridurre il numero di azioni in circolazione sul mercato. Le azioni esistenti vengono consolidate in un numero inferiore di azioni, proporzionalmente più preziose, con conseguente aumento del prezzo delle azioni della società. Durante un raggruppamento di azioni, una società cancella le azioni attualmente in circolazione e distribuisce nuove azioni agli azionisti in proporzione al numero di azioni possedute prima del raggruppamento. Un raggruppamento azionario inverso divide la quantità totale di azioni esistenti per un numero, ad esempio, in un frazionamento inverso 1:10, gli azionisti ricevono un'azione della nuova società per ogni 10 azioni possedute. In altre parole, un azionista che possedeva 1.000 azioni si ritroverà con 100 azioni al termine del raggruppamento. Un raggruppamento azionario inverso è noto anche come consolidamento azionario, fusione azionaria o *rollback* di azioni.

Un frazionamento azionario inverso non ha alcun effetto intrinseco sul valore della società, la cui capitalizzazione di mercato totale rimane invariata dopo l'esecuzione; la società ha meno azioni in circolazione, ma il prezzo delle azioni aumenta in modo direttamente proporzionale al raggruppamento. Anche il valore totale delle azioni detenute da un investitore rimane invariato. Se un investitore possiede 1.000 azioni del valore di 1 dollaro ciascuna prima di un frazionamento azionario inverso 1:10, dopo il frazionamento si ritroverà in possesso di 100 azioni del valore di 10 dollari ciascuna. Il valore totale delle azioni dell'investitore rimarrebbe quindi di 1.000 dollari. Per le società che pagano dividendi in contanti, i futuri dividendi verrebbero semplicemente adeguati per riflettere il nuovo numero di azioni in circolazione; quindi, se una società pagava ai suoi azionisti un dividendo di 1,00 dollari per azione e subisce un raggruppamento 1:5, il dividendo diventa di 5,00 dollari per azione, ovvero cinque volte il vecchio pagamento.

Ci sono diversi motivi per cui una società può decidere di effettuare un raggruppamento di azioni e ridurre il numero di azioni in circolazione sul mercato. I motivi principali sono tre:

- Evitare di essere cancellati da una borsa: se il prezzo di un'azione scende al di sotto di 1 dollaro, l'azienda rischia di essere cancellata dalle borse valori che prevedono regole sul prezzo minimo delle azioni. Essere quotati in una borsa importante è fondamentale per

attirare gli investitori azionari e, in alcuni casi, l'unico modo per evitare la cancellazione è aumentare il prezzo delle azioni con un'operazione di RSS.

- Rilanciare l'immagine dell'azienda se il prezzo delle azioni è sceso drasticamente: se il titolo è scambiato a una sola cifra, è probabile che venga visto come un investimento rischioso, soprattutto se il prezzo è vicino a 1 dollaro o se gli investitori lo considerano un *penny stock*²⁰. Le *penny stocks* scambiate solo fuori borsa (*over the counter*) sono oggetto di una stigmatizzazione negativa e, a volte, il metodo più rapido per sfuggire a questa associazione e proteggere l'immagine del marchio di un'azienda è quello di organizzare un raggruppamento di azioni.
- Attirare l'attenzione di analisti e investitori influenti: i titoli a prezzo più elevato attirano maggiormente l'attenzione degli analisti di mercato e un parere favorevole degli analisti è un ottimo marketing per la società. Inoltre, è più probabile che finiscano sui radar dei grandi investitori istituzionali e dei fondi comuni di investimento, molti dei quali hanno politiche che impediscono di assumere posizioni in un'azione il cui prezzo è inferiore a un valore minimo.

I frazionamenti azionari inversi non sono privi di difetti. In molti casi, le società che desiderano aumentare artificialmente il prezzo delle loro azioni rischiano di essere respinte dagli investitori. Come già detto, è più probabile che una società si sottoponga a un frazionamento azionario inverso se il suo prezzo delle azioni è sceso così tanto da rischiare di essere delistata. Di conseguenza, gli investitori potrebbero credere che la società sia in difficoltà e considerare il raggruppamento come un semplice espediente contabile. Di seguito sono riportate tutte le differenze che ci sono tra un RS e un RSS.

²⁰ In passato, si consideravano *penny stock* tutti i titoli che venivano scambiati a meno di un dollaro per azione. La SEC (Securities Exchange Commission) ha modificato la definizione di *penny stock* includendo tutte le azioni scambiate a meno di cinque dollari. Le *penny stock* sono solitamente associate a piccole società e vengono scambiate di rado, il che significa che mancano di liquidità o di acquirenti pronti sul mercato. Le *penny stock* sono generalmente considerate altamente speculative.

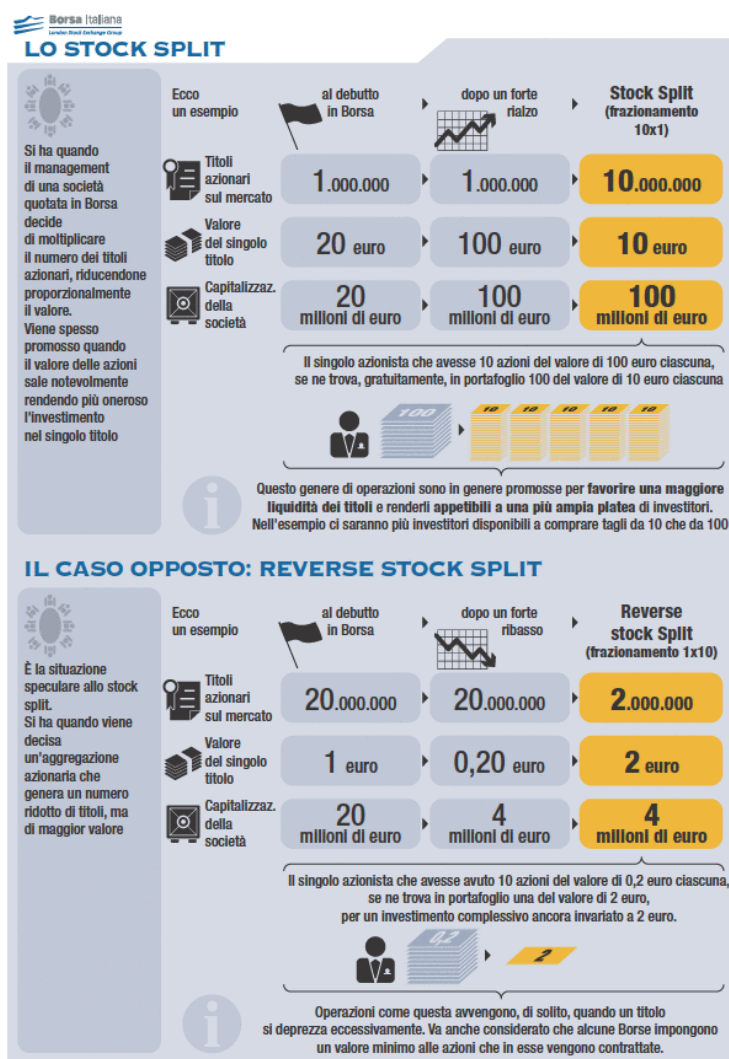


Figura 30: Confronto RS (*reverse split*) e RSS (*reverse stock split*); Fonte: Borsa Italiana.

Una volta spiegata la differenza tra RS e RSS, è tempo di dare una panoramica dei risultati societari ottenuti nel primo semestre dell'anno.

3.7 RISULTATI PRIMO SEMESTRE 2022

Nel primo semestre 2022, si è rafforzato il positivo contesto di mercato ed è continuata la ripresa della performance operativa del gruppo, con volumi di attività e ricavi tornati ai livelli pre-pandemia. I nuovi ordini sono ammontati a 4,22 miliardi nel secondo trimestre e a 5,8 miliardi nell'intero semestre, oltre la metà dei quali riferiti alle attività *offshore*, sia E&C che *drilling*, in linea con le priorità del piano strategico. Il portafoglio ordini a fine giugno ammontava a 23 miliardi, compensando la cancellazione del contratto Moscow Refinery in Russia del secondo trimestre (valeva 180 milioni). Nel secondo trimestre i ricavi sono saliti del 28% a sfiorare i 2,5 miliardi di euro. Crescita a due cifre anche per l'ebitda *adjusted* a 176 milioni di euro (+21% rispetto al primo trimestre). Guardando all'insieme del primo semestre, i ricavi si sono attestati a

quota 4,435 miliardi con un incremento del 40% rispetto al 2021 e l'ebitda *adjusted* è tornato positivo a 321 milioni rispetto ai -266 milioni dello stesso periodo 2021. Il risultato netto ha registrato una perdita di 130 milioni che si confronta col rosso di 779 milioni del primo semestre 2021. Per quanto riguarda l'indebitamento finanziario netto bisogna dire che è stato di 1,703 miliardi di euro rispetto a 1,541 miliardi di euro al 31 dicembre 2021.

Nel commentare i risultati, Francesco Caio, amministratore delegato di Saipem, ha dichiarato: "Saipem chiude un semestre di crescita e di ritorno alla redditività operativa che rilancia l'azienda su un percorso di sviluppo sostenibile. Registriamo numeri che confermano la validità delle scelte strategiche e organizzative, che hanno consentito di intercettare le opportunità connesse alla ripresa degli investimenti nei nostri settori di riferimento, e che premiano il lavoro fatto da tutta la squadra di management che si è rafforzata nel tempo. Sulla base di questi risultati guardiamo con fiducia agli obiettivi dell'anno grazie anche al completamento della manovra finanziaria positivamente conclusa con l'aumento di capitale il 15 luglio." Il commento di Caio ai risultati semestrali di Saipem permette di effettuare il collegamento con la sua uscita da Saipem. Francesco Caio, amministratore delegato di Saipem, lascia la società e al suo posto viene nominato nuovo Ceo l'attuale direttore generale Alessandro Puliti. La notizia di un'uscita del numero uno era nell'aria da molto tempo, già ad inizio agosto si ipotizzava un'uscita di Caio dal gruppo. La notizia non sarebbe nuova, visto che fin dal *profit warning* dello scorso gennaio le voci su un addio di Caio dal gruppo energetico si sono rincorse per mesi. Qualcuno aveva persino ipotizzato di varare una nuova governance prima del lancio dell'aumento di capitale da 2 miliardi di euro. L'uscita dal gruppo è stata ufficializzata il 31 agosto prima dell'apertura di borsa. Caio esce dall'azienda portando a casa, come chiarito nella nota di Saipem, una buonuscita di 3,3 milioni di euro lordi. Nella buonuscita sono compresi 1,95 milioni come incentivo all'esodo e 1,35 milioni ripartiti in 600 mila euro a titolo di preavviso e 700 mila euro a titolo di patto di non concorrenza (come specificato nella relazione sulla politica in materia di remunerazione e sui compensi corrisposti). Caio era entrato in Saipem nel 2018, nominato presidente della società (per poi assumere, tre anni dopo, la guida dell'azienda con l'uscita di scena dell'allora numero uno Stefano Cao). Una volta arrivato al timone, il manager ha provato a far ripartire l'azienda ma gli effetti della pandemia e il caro materie prime hanno finito per impattare pesantemente sui conti e su alcune commesse dell'azienda costringendo il manager a rivedere il piano strategico, presentato a fine ottobre 2021, e a presentare al mercato una significativa revisione degli obiettivi a febbraio scorso. Una revisione che è coincisa anche con la riorganizzazione della governance, voluta dai due azionisti di riferimento (Eni e Cdp Industria), attraverso l'ingresso nell'organico di Alessandro Puliti, allora

direttore generale *Natural Resources* di Eni e con una esperienza molto solida nell'*Oil&Gas*. Puliti è stato così nominato direttore generale a febbraio con ampie deleghe operative e gestionali e con l'obiettivo di affiancare Caio nel tentativo di imprimere una sterzata al corso aziendale. Sterzata che ha portato, come noto, a un piano di rafforzamento e rilancio culminato nell'aumento di capitale da 2 miliardi di euro messo in pista dalla società con l'appoggio dei due azionisti principali, gli stessi azionisti che hanno avallato ora la nomina di Puliti nel ruolo di Ceo. La società però in occasione dei conti del primo semestre è sembrata aver imboccato la via della risalita. I numeri al 30 giugno 2022 sono stati più che positivi. Proprio Caio aveva definito la semestrale come quella “della svolta”, con volumi di attività e ricavi ai livelli pre-pandemia.

Una volta analizzati i risultati semestrali e la conseguente uscita da parte di Francesco Caio dalla società, per poter comprendere al meglio le dinamiche che ruotano attorno ad una società quotata sono da tenere in grande considerazione i giudizi che l'ambiente finanziario e in particolare le agenzie di *rating* esprimono sulla società, sulle prospettive di crescita e sulle aspettative future in generale.

3.8 RATING

Il rischio collegato alla capacità di un emittente di adempiere alle proprie obbligazioni finanziarie viene valutato mediante il riferimento ai *credit rating*²¹ assegnati da agenzie di *rating* indipendenti. S&P Global Ratings assegna a Saipem un “*long term corporate credit rating*”²² pari a “BB-”, con “*credit watch negative*”; Moody's Investor Services assegna a Saipem un “*corporate family rating*”²³ pari a “B1”, con “*rating on review for further downgrade*”.

I *credit rating* influenzano la capacità del gruppo di ottenere nuovi finanziamenti e il relativo costo. Saipem ritiene di poter mantenere un *rating* adeguato a consentire il rifinanziamento sul mercato dei prestiti obbligazionari in scadenza a partire dal 2023, mediante la realizzazione della manovra volta al rafforzamento della propria struttura patrimoniale e finanziaria.

²¹ Il *rating* è un voto espresso in lettere che esprime l'affidabilità di un'azienda, Stato o governo locale che emette un titolo di debito. Indica la capacità di ripagare quel debito e di conseguenza la rischiosità dell'investimento. La scala varia a seconda degli istituti. I principali sono Moody's, Standard & Poor's e Fitch. I *rating* vanno dalla tripla A (massima affidabilità) alla D (default, insolvenza). La valutazione è sulla base dei bilanci, dei fondamentali economici e finanziari. Prima di procedere, l'agenzia deve necessariamente avvisare di aver posto sotto osservazione le prospettive di *rating*, esplicitando se lo ha fatto con implicazioni positive o negative. Titoli con *rating* molto bassi possono essere rifiutati dalla Bce come collaterali nelle operazioni di finanziamento del sistema bancario.

²² Un *corporate credit rating* è una valutazione numerica del merito di credito di una società, che indica agli investitori la probabilità che una società non adempia ai propri obblighi di debito o alle obbligazioni in circolazione.

²³ Un *corporate family rating* è un'opinione sulla capacità di una società di onorare tutti i suoi obblighi finanziari.

In data 1° aprile 2022, la società ha ottenuto da Standard & Poor's Global Ratings un *long-term corporate credit rating* pari a “BB” da “BB-” rimuovendo il *rating* da “*credit watch negative*” e portandolo con *outlook* “positivo”, nonché un *senior unsecured rating* pari a “BB” per i prestiti obbligazionari. Moody's Investors Service ha aumentato il *corporate family rating* (CFR) di Saipem a Ba3 da B1 e il suo *probability of default rating* (PDR) a Ba3 da B1. Moody's ha inoltre modificato l'*outlook* di entrambe le entità stabile da *rating under review*. Moody's ha portato i *rating* di Saipem a Ba3 per riflettere il fatto che l'aumento di capitale da 2 miliardi di euro, ora concluso, fornisce liquidità sufficiente per eseguire il piano aziendale aggiornato della società. Il giudizio tiene conto anche dell'aspettativa di Moody's che i due principali azionisti della società, legati direttamente e indirettamente al Governo italiano (Baa3 stabile), il produttore di petrolio e gas Eni S.p.A. (Baa1 stabile) e l'ente di promozione dello sviluppo economico del Paese Cassa Depositi e Prestiti S.p.A. (Baa3 stabile) attraverso la sua controllata Cdp Industria S.p.A., continueranno a fornire supporto a Saipem se necessario. Un eventuale peggioramento del *rating* di Saipem da parte di una o più agenzie di *rating*, che potrebbe essere determinato da un deterioramento dei mercati di riferimento, della redditività delle commesse o della liquidità di Saipem, potrebbe determinare una maggior onerosità nella raccolta dei finanziamenti futuri oltre che un ricorso meno agevole al mercato dei capitali, con conseguenti effetti negativi sull'attività, le prospettive, nonché la situazione economica, patrimoniale e finanziaria dell'Emittente e del Gruppo Saipem. L'*outlook* stabile sui *rating* di Saipem riflette l'evidenza del sostegno da parte di azionisti molto solvibili che, sostenendo l'aumento di capitale, hanno fornito alla società una liquidità sufficiente per ristrutturare la propria attività.

Oltre all'aspetto finanziario, un altro tema molto importante e attuale da tenere in considerazione è la sostenibilità e l'impatto che le grandi società, nel nostro caso Saipem, hanno sull'ambiente.

3.9 SOSTENIBILITÀ

Per Saipem, i principi di sostenibilità economica, ambientale e sociale (ESG, *Environmental, Social and Governance*) sono da anni parte del modello di business. La sostenibilità in Saipem si esprime innanzitutto nella responsabilità nel modo di operare. La riduzione delle emissioni di gas a effetto serra, anche attraverso iniziative di efficientamento energetico, è tra le priorità ambientali societarie. In particolare, anche in relazione a quanto previsto dall'Accordo di Parigi (COP21 del 2015) sul contrasto al cambiamento climatico, Saipem si pone l'obiettivo di accelerare il perseguimento di strategie e piani attuativi di medio e lungo periodo per il raggiungimento delle “zero emissioni nette” di gas serra (Net-Zero). Il continuo impegno verso la sostenibilità ha

contribuito a migliorare l'apprezzamento degli *stakeholder* finanziari e degli analisti internazionali, che hanno confermato nel 2021 l'inclusione di Saipem tra i leader di settore nei più importanti indici e *rating* di sostenibilità come, ad esempio, il Dow Jones Sustainability Index, che ha visto ancora aumentare il punteggio della valutazione ricevuta dalla società. I *rating* ESG aiutano gli investitori ad individuare rischi e opportunità legati alla sostenibilità del proprio portafoglio di investimenti, supportando lo sviluppo di strategie di investimento più resilienti e redditizie. Di seguito vengono mostrati i rating di Saipem e il confronto con i rating di altre società del settore:

ESG Rating				
	S&P	REFINITIV	ETSE Russell	Bloomberg
Saipem	78/100	87/100	4.2/5	79.36/100
E&C peers average	35/100	73/100	2.3/5	53.2/100
Saipem ranking	1 st	1 st	1 st	1 st

Figura 31: Rating ESG, 1 luglio 2022; Fonte: Sito ufficiale di Saipem.

Tra le società del settore prese in considerazione figurano TechnipFMC plc e Petrofac Limited già analizzate nel capitolo 2, ma non solo, vengono considerate altre società come Maire Tecnimont e Aker Solutions.

3.10 L'IMPATTO GUERRA DEL CONFLITTO RUSSIA-UCRAINA

Attualmente, a livello globale, i prezzi delle materie prime sono caratterizzati da estrema volatilità, mai riscontrata nel recente passato, che si inserisce, tra l'altro, in un contesto di elevata inflazione riscontrata già dalla seconda metà del 2021. L'andamento del prezzo delle materie prime come il petrolio e il gas naturale è altamente volatile e imprevedibile per varie ragioni, che spesso risultano interconnesse e/o interdipendenti (ad esempio, fattori economici, politici e sociali, guerre, attacchi terroristici, mutamenti della domanda, evoluzione tecnologica, transizione energetica). Il settore energetico, che era risultato tra i più impattati dalla crisi del 2020, ha mostrato nel 2021 segnali di ripresa in ragione del recupero della domanda di energia e in particolare di petrolio e gas. La conseguenza di questo riequilibrio dei fondamentali di mercato è stata l'incremento significativo del prezzo di petrolio e gas, che si sono mossi al di sopra dei livelli pre-crisi.

Il conflitto russo-ucraino incrementa l'incertezza causata dalla pandemia e l'attuale scenario socio-economico rende complesso per gli operatori della *supply chain* fornire previsioni di prezzo e assumere impegni contrattuali con quotazioni di lungo periodo. Anche i tempi di consegna si sono notevolmente allungati con impatto diretto sui progetti in portafoglio. Si prevede un livello di prezzi sostenuto ed estremamente volatile fino al perdurare del contesto attuale.

Le sanzioni imposte alla Russia sono state ampie e coordinate, e finalizzate tra l'altro a: erodere la base industriale, impedire che le ricchezze dell'élite russa vengano nascoste in rifugi sicuri in Europa, colpire il settore petrolifero e impedire alla Russia di potenziare le sue raffinerie di petrolio ed escludere l'accesso ai più importanti mercati finanziari mondiali. Sul fronte finanziario si sono concentrate le due misure più severe: l'espulsione di alcune delle più importanti banche russe dal sistema di pagamento internazionale SWIFT e il congelamento delle riserve in valuta estera della Banca Centrale Russa, detenute, in gran parte, in Cina, Francia, Giappone e Germania mentre è ridotta l'esposizione verso gli USA.

L'onda lunga del conflitto russo-ucraino, che rischia di trascinarsi ancora per mesi affossando sempre più l'Europa in una situazione di perdurante debolezza nello scacchiere geopolitico, sta avendo pesanti ripercussioni anche nel nostro Paese, con importanti aziende a partecipazione statale che si trovano ad affrontare la tempesta perfetta, schiacciate da una parte dalla necessità di dare seguito alle misure imposte da Bruxelles per sanzionare la Russia, dopo l'invasione dell'Ucraina, ma dall'altra legate a doppio filo alla Russia. Sulle forniture di gas e petrolio l'impatto economico è rilevante per gli effetti al rialzo sull'inflazione e per le conseguenze legate a possibili interruzioni delle forniture: l'Italia, infatti, è tra i Paesi europei più vulnerabili importando dalla Russia circa il 40% del gas e il 10% del petrolio necessari per soddisfare la domanda interna.

Il caso più lampante è rappresentato da Eni, partecipata al 25,96% da Cassa Depositi e Prestiti (il cui 82,77% è controllato dal Ministero dell'Economia e delle Finanze) e per il 4,37% dallo stesso MEF. Nel solo 2021, rispetto al totale di gas approvvigionato, il 43% ha riguardato forniture provenienti dalla Russia, grazie principalmente a contratti *long term* siglati con Gazprom. Lo scorso anno le vendite di gas di Eni hanno raggiunto complessivamente 70,45 miliardi di metri cubi, di cui circa 30 miliardi di metri cubi dalla Russia. Eni, però, ha indicato che non saranno stipulati nuovi contratti di approvvigionamento di greggio russo per il sistema di raffinazione con possibili inefficienze della *supply chain* e maggiori costi. Il gruppo Eni ha, inoltre, annunciato l'intenzione di uscire dalla *joint operation* Blue Stream, che gestisce il gasdotto per il trasporto di gas di provenienza russa attraverso il Mar Nero, commercializzato congiuntamente da Eni e Gazprom alla società di stato della Turchia.

Un'altra partecipata statale, Saipem, si allinea alle sanzioni imposte alla Russia a seguito dell'invasione dell'Ucraina. La società, partecipata per il 30,54% da Eni e per il 12,55% da Cdp, continua ad operare nel pieno rispetto delle disposizioni in materia di sanzioni internazionali. Saipem ha un approccio di *supply chain* diversificato e, ove possibile, globale. Il rischio, tuttavia, resta concreto per le forniture per le quali, per ragioni tecnologiche, sono disponibili un numero di alternative ridotte. La partecipata sta monitorando attentamente la propria *supply chain* per identificare e prendere le dovute azioni di mitigazione in relazione ai potenziali impatti in termini di costi di materiali e servizi e tempi di fornitura derivanti dall'evolversi del conflitto in Ucraina. In considerazione della estrema imprevedibilità di tale situazione e degli effetti sulle commesse, Saipem sta già adeguando le proprie strategie esecutive e ha già avviato discussioni con i propri clienti e in generale con l'intera *supply chain* per negoziare meccanismi di gestione e condivisione del rischio, per mitigarne gli impatti sulle commesse in esecuzione e sulle iniziative future. Va inoltre osservato che, per la natura del business e la diversificazione in vari segmenti, non vi è una correlazione diretta tra l'andamento del prezzo del petrolio e i risultati economici di Saipem, il cui *backlog* E&C, a dicembre 2021, è caratterizzato per circa il 76% da progetti *non-oil*, che includono GNL e rinnovabili (efficienza energetica).

Come risposta all'invasione dell'Ucraina da parte della Russia, tra i progetti attualmente congelati a cui Saipem aveva preso parte, così come SACE (la società per azioni controllata dal MEF ed attiva nell'export credit) si annovera l'Arctic LNG 2, impianto di gas in Siberia che sarebbe dovuto entrare in funzione nel 2023, per poi arrivare a pieno regime nel 2026.

In conclusione, appare evidente come il canale degli approvvigionamenti di materie prime energetiche rappresenti per l'Italia il principale punto di debolezza sia per gli effetti diretti, dovuti alla dipendenza dalle forniture russe, sia per quelli indiretti sui prezzi e sul tasso di inflazione. Un'inflazione alta e crescente potrebbe determinare effetti gravi, da un lato per le imprese, in particolare quelle energivore, che vedrebbero erodersi i margini e, dall'altro, per le famiglie, il cui potere d'acquisto, stante una dinamica dei salari non direttamente correlata alle dinamiche dei prezzi, potrebbe risultare fortemente compromesso.

4. CONCLUSIONE

L'obiettivo di questa tesi è quello di effettuare una valutazione d'azienda sia dal punto di vista finanziario che dal punto di vista del management e di tutti gli aspetti esterni che possono impattare sulla società. Ho deciso di prendere in considerazione Saipem come modello di analisi, anche su consiglio del mio relatore di tesi, perché è una società che nel corso degli anni è stata più volte sotto i riflettori dei mercati internazionali e ha attirato una grande attenzione mediatica essendo una società partecipata dallo Stato italiano.

Durante la stesura della tesi ho incontrato diverse difficoltà nel reperire dati ed informazioni. Nel caso della valutazione con il metodo dei comparabili, non è stato facile individuare l'universo delle società simili a Saipem; come descritto nel capitolo due, Saipem è una società molto sviluppata, che persegue business specifici, per questo è stato difficile trovare delle società con dimensioni simili. È evidente che la metodologia applicata risente di un certo grado di soggettività e non ha un valore universale: i multipli, infatti, mostrano un'ampia dispersione intorno alla media e variano nel tempo.

Si è potuto constatare che la valutazione d'azienda è un procedimento strutturato e articolato, che presuppone conoscenze economiche diversificate. In particolare, il risultato ottenuto mediante l'utilizzo del metodo DCF rappresenta il frutto di una ricerca organizzata e di una profonda rielaborazione dei dati e delle informazioni raccolte. Questo strumento consente al management e a tutti gli *stakeholder* di comprendere se l'attività dell'impresa sia diretta alla produzione di nuovo valore oppure se le azioni intraprese lo abbiano dissipato.

Le difficoltà insite nella valutazione dell'azienda con il metodo del DCF sono date dal fatto che i valori futuri sono inseriti in un contesto economico caratterizzato da forte volatilità.

Le informazioni riguardanti il DCF (previsione dei flussi di cassa, tasso di sconto e tasso di crescita), determinanti per il calcolo del *Terminal Value*, sono state prese principalmente dalla Relazione finanziaria annuale 2021 di Saipem. Il valore della singola azione stimato con il metodo del DCF non rispecchia il valore effettivo di mercato, questo perché le stime dei flussi di cassa futuri potrebbero non essere accurate data la tempesta finanziaria in cui la società si trova. Inoltre, il mercato potrebbe riporre poca fiducia nel management, dovuta anche al cambio di Ceo. La tesi ha mostrato come nella pratica sia importante conoscere tutti i metodi di valutazione, i limiti e i vantaggi che li caratterizzano, per poter, a seconda del contesto, adottare quello più opportuno. Il caso di studio analizzato rivela, infatti, che non esiste un unico metodo superiore rispetto agli altri, ma la scelta del metodo più opportuno dipende dalle caratteristiche dell'azienda, dalle condizioni di mercato e da molteplici fattori.

Nel capitolo finale ho analizzato gli aumenti di capitale fatti da Saipem, questi hanno messo in difficoltà gli investitori, si è notata l'esigenza da parte della società di utilizzare tutte le diverse leve a sua disposizione per spingere gli investitori a sottoscrivere l'aumento di capitale.

L'analisi effettuata finora risulta essere comunque una valutazione parziale dato l'inusuale periodo nel quale ci troviamo. Per possibili risvolti futuri, concordo con quanto affermato da Moody's sul fatto che lo Stato italiano darà sempre un sostegno a Saipem e non la lascerà fallire. Saipem, per l'attività che svolge, è troppo importante e strategica, e lasciarla fallire potrebbe implicare la nascita di una nuova società, che dovrebbe colmare quella quota di mercato lasciata scoperta e soddisfare la domanda per quello specifico settore. Ciò comporterebbe dei costi troppo elevati e, per questa ragione, conviene "tenere in vita" Saipem.

BIBLIOGRAFIA

- Berk, J., De Marzo, P., Morresi, O., Venanzi, D. (2018), Teoria e pratica della finanza moderna, Pearson.
- Dal Maso, E. (2022), Saipem, parte oggi il raggruppamento delle azioni, Milano Finanza.
- Dominelli, C. (2022), Saipem: Caio in uscita, Puliti nominato nuovo ad. Per l'ex ceo buonuscita da 3,3 mln, Il Sole 24 Ore.
- Pagni, L. (2013), Saipem crolla in borsa dopo il profit warning e trascina al ribasso Eni e Piazza Affari, La Repubblica.
- Pearl, J., Rosenbaum, J. (2013), Investment Banking, Valuation, Leverage Buyout, and Mergers & Acquisitions, John Wiley & Sons Inc.
- Rating Action: Moody's upgrades Saipem's CFR to Ba3, outlook stable, Mood's Investor Service, (2022).
- Redazione Economia, Saipem, al via il raggruppamento delle azioni ordinarie, Corriere della sera, (2022).
- Saipem, a Milano assolti tutti gli imputati di aggrottaggio per il caso di profit warning del 2013, Il Fatto Quotidiano, (2021).
- Saipem cede a Kca Deutag le attività di perforazione su terra, La Repubblica, (2022).
- Saipem, Relazione finanziaria annuale, (2021).
- Simonetta, B. (2022), Amazon annuncia lo stock split delle sue azioni e segue la scia di Google e Apple, Il Sole 24 Ore.
- Tolleray, J., Frykman D. (2005), Valutare l'impresa, Pearson.
- Williamson, C. (2022), Everything you need to know about stock splits and reverse stock splits, IG and Bloomberg.
- Zoppo, A. (2022), Saipem, il profit warning arriva dalla Scozia, Milano Finanza.

SITI CONSULTATI

- <https://agicap.com>
- <https://aida.bvdinfo.com>
- <https://www.bancobpm.it/>
- <https://biblioteca.luiss.it/it/resources/zephyr>
- <https://www.borsaitaliana.it>
- <https://corporatefinanceinstitute.com>
- <https://craft.co>
- <https://www.evaluation.it/>
- <https://it.finance.yahoo.com/>
- www.fondazione nazionale commercialisti.it
- <https://www.gazzettaufficiale.it/sommario/codici/codiceCivile>
- www.huffingtonpost.it
- <https://www.investopedia.com>
- <https://www.macrotrends.net/>
- <https://www.marketscreener.com/>
- <https://www.milanofinanza.it/>
- <https://www.morningstar.it/>
- <https://www.repubblica.it/>
- <https://www.saipem.com/it>
- <https://www.treccani.it/>
- <https://www.youtube.com/watch?v=vLnLTtOyla8>

RIASSUNTO

Nell'ambito della valutazione di aziende è evidente come vengano sempre più spesso utilizzati alcuni procedimenti la cui applicazione presenta vari punti sensibili. Questo elaborato è quindi l'analisi della valutazione aziendale, svolta a partire dai cenni generali riguardanti la materia analizzata fino ad arrivare all'esame di un caso specifico: Saipem.

L'obiettivo della tesi è quello di effettuare una valutazione d'azienda sia dal punto di vista finanziario che dal punto di vista del management e di tutti gli aspetti esterni che possono impattare sulla società. Ho deciso di prendere in considerazione Saipem come modello di analisi, anche su consiglio del mio relatore di tesi, perché è una società che nel corso degli anni è stata più volte sotto i riflettori dei mercati internazionali e ha attirato una grande attenzione mediatica essendo una società partecipata dallo Stato italiano.

La valutazione aziendale è sempre più oggetto di grande attenzione da parte del mondo accademico e di quello operativo. Inoltre, essa consente agli investitori di comprendere il valore potenziale dei loro titoli, dato che il valore dell'azienda non può basarsi solamente sull'analisi attuale e storica dei dati. Il processo valutativo consente di conoscere il valore corrente dell'azienda e di stimare le sue performance future. L'obiettivo della tesi è quello di comprendere l'importanza della valutazione d'azienda secondo diversi criteri che abbiamo affrontato durante il corso.

L'elaborato dal titolo "La valutazione d'azienda: il caso Saipem" è strutturato in tre capitoli. Il primo capitolo è incentrato sulla quotazione in borsa di un'azienda, sul perché conviene quotarsi e quali sono i metodi di valutazione utilizzati principalmente. Esistono due modi per valutare un'impresa: stimare i flussi di cassa futuri e calcolarne il valore attuale, oppure stimare il valore esaminando imprese comparabili.

Il secondo capitolo è costituito da una breve introduzione riguardante la storia di Saipem, il contesto storico e il mercato nel quale opera, in quali rami aziendali si divide, il capitale sociale e i principali azionisti (Eni e Cdp). In seguito l'attenzione viene posta sull'applicazione dei metodi di valutazione pratici studiati durante il corso (metodo dei multipli e *Discounted Cash Flow*), senza prendere in considerazione il *Dividend Discount Model* dato che Saipem negli ultimi anni non ha distribuito dividendi.

Il terzo e ultimo capitolo ha come obiettivo quello di analizzare fattori interni ed esterni che hanno un impatto sulle performance di Saipem, e mettere a confronto i due *profit warning* (2015-2016 e 2021-2022) con conseguenti aumenti di capitale e frazionamento inverso. Entrambi questi *profit*

warning sono accomunati da un aumento di capitale successivo, avvenuto chiaramente con modalità, tempistiche e ammontare differenti. I due aumenti di capitale fatti da Saipem hanno messo in difficoltà gli investitori, si è notata l'esigenza da parte della società di utilizzare tutte le diverse leve a sua disposizione per spingere gli investitori a sottoscrivere l'aumento di capitale.

In quest'ultimo capitolo ho analizzato i risultati di bilancio semestrali per capire l'andamento del titolo Saipem e l'evoluzione di questa società. Ho cercato di capire perché l'amministratore delegato di Saipem ha deciso di uscire dalla società e quali sono i giudizi delle agenzie di rating (Moody's e Standard & Poor's) nei confronti della società. Nella parte finale, ho dedicato una particolare attenzione a due temi di grande attualità: la sostenibilità e l'impatto del conflitto russo-ucraino.

Saipem è una società soggetta al controllo congiunto di Eni Spa e CDP Industria Spa, è detenuta al 45% da Eni e Cdp, quindi per metà è di proprietà dello Stato. Essa presenta un modello organizzativo con quattro differenti divisioni di business: *Engineering & Construction Offshore*, *Engineering & Construction Onshore*, *Drilling Offshore* e *Drilling Onshore*. Tutte le aziende sono organizzate secondo una particolare struttura. Questo permette lo svolgimento delle attività e il raggiungimento di determinati obiettivi aziendali. Una divisione identifica un'unità organizzativa di una società (*business unit*) preposta alla gestione di un business specifico. Saipem è da decenni un leader mondiale nella progettazione e realizzazione di impianti *offshore*, di qualsiasi dimensione, fino ai più grandi al mondo, quali piattaforme fisse e mobili, sistemi di controllo dell'estrazione di idrocarburi in fondo al mare e condotte sottomarine per il trasporto degli stessi. Le attività *onshore* di Saipem coprono tutto il globo. Non c'è continente in cui essa non operi, indipendentemente da quanto sia temuto e ostico il territorio, quanto sfidante il progetto, quanto ristretto il tempo, da quali siano le esigenze tecniche o le condizioni ambientali.

La flotta *Drilling Offshore* di Saipem si compone di 12 mezzi, la flotta *Drilling Onshore* si compone di 66 unità disponibili per le operazioni. Oltre all'esperienza con i tradizionali progetti di petrolio e gas, Saipem è pronta a conseguire progetti nel mercato del gas naturale liquido ad alta tecnologia, nonché contribuire con preziose competenze tecniche a progetti incentrati sulla produzione di fertilizzanti, prodotti petrolchimici, raffinazione e tutti i tipi di produzione di energia.

La diffusione, l'evoluzione e il perdurare della pandemia COVID-19 ha avuto un impatto significativo sull'economia globale e di riflesso sul gruppo Saipem, in quanto il settore energetico è risultato tra i più impattati a livello mondiale. Il 2021 è stato un anno di generale ripresa per i

mercati azionari che, dopo la contrazione subita nel 2020, hanno beneficiato delle politiche accomodanti delle banche centrali e dei piani di sostegno all'economia reale da parte dei singoli governi. Durante il 2021, il prezzo del titolo Saipem ha subito un decremento del 17%, condizionato da incertezze riguardanti il settore dei servizi energetici e da fattori aziendali specifici riflessi sulla performance economico-finanziaria. Nel corso dei primi mesi dell'esercizio 2022 risulta confermato il trend crescente dei prezzi delle *commodities* petrolifere, in particolare Brent e gas naturale, anche in relazione all'evoluzione delle tensioni geopolitiche internazionali con la crisi ucraino-russa. Si prevede un livello di prezzi sostenuto ed estremamente volatile fino al perdurare del contesto attuale.

La volatilità del prezzo del petrolio e l'instabilità politica di alcuni dei più importanti Paesi produttori hanno portato Saipem ad aprirsi a nuovi mercati, quale quello delle energie rinnovabili, e ad una più generale trasformazione aziendale.

Analizzando nello specifico il capitolo II, possiamo dire che il modello base per la valutazione del valore intrinseco di un'azione, anche dal punto di vista cronologico, è quello basato sull'attualizzazione dei dividendi, in quanto sviluppato come primo modello di valutazione delle azioni. Secondo tale modello, il valore di un'azione è dato dal valore attuale dei dividendi che da essa ci si attende. In un orizzonte di valutazione infinito, il valore del titolo è una rendita perpetua dei dividendi stessi, ove il tasso di attualizzazione è il costo del capitale proprio (determinato utilizzando ad esempio il CAPM).

Il *Dividend Discount Model* (DDM) funziona appropriatamente per investimenti con un orizzonte temporale definito, ma una delle caratteristiche fondamentali delle azioni è l'indeterminatezza della loro scadenza. Sebbene il valore di un'azione si fondi sui dividendi, la stima su orizzonte temporale definito dei soli dividendi non fornisce un adeguato valore intrinseco. Società non in grado di generare valore possono infatti distribuire nel medio periodo dividendi ricorrendo all'indebitamento, mentre società con buona redditività possono decidere di non distribuire alcun dividendo.

Una soluzione adottata per risolvere tale problema consiste nell'assumere che il dividendo corrisposto nell'ultimo anno del periodo esplicito di previsione si manterrà per sempre.

Un'alternativa è assumere che il dividendo percepito al termine del periodo esplicito di previsione continuerà a crescere indefinitamente ad un tasso di crescita costante (noto come g). Un metodo che consente di superare i limiti del DDM, adottando peraltro il medesimo focus sui flussi di cassa, è il *Discounted cash flow method* (DCF).

La dottrina ha individuato i metodi reddituali, finanziari e patrimoniali come quelli più solidi e affidabili dal punto di vista teorico. Nella prassi viene parzialmente rispettato il parere della dottrina e i metodi più utilizzati dagli analisti sono quello finanziario (DCF) e quello basato sui multipli.

Per quanto riguarda il metodo del DCF, è possibile dire che, in genere, viene applicato per valutare aziende che hanno *free cash flow* positivi, nel nostro caso Saipem presenta *free cash flow* negativi, quindi è facile dedurre che la stima non è accurata. Inoltre, lo scostamento di prezzo potrebbe essere dovuto alla sfiducia che il mercato ripone nel management. Di fatti, con il metodo del DCF si ottiene un valore della singola azione che è quasi tre volte più grande del valore realmente effettivo.

Questo metodo si compone di cinque fasi:

- Fase I. Studio dell'azienda e dei fattori chiave delle performance;
- Fase II. Previsione dei *cash flow* aziendali;
- Fase III. Calcolo del tasso di attualizzazione (WACC);
- Fase IV. Determinazione del “*Terminal Value*”;
- Fase V. Calcolo del Valore Attuale del *Target*.

Ho potuto constatare che la valutazione d'azienda è un procedimento strutturato e articolato, che presuppone conoscenze economiche diversificate. In particolare, il risultato ottenuto mediante l'utilizzo del metodo DCF, rappresenta il frutto di una ricerca organizzata e di una profonda rielaborazione dei dati e delle informazioni raccolte. Questo strumento consente al management e a tutti gli *stakeholder* di comprendere se l'attività dell'impresa sia diretta alla produzione di nuovo valore oppure se le azioni intraprese lo abbiano dissipato.

Le difficoltà insite nella valutazione dell'azienda con il metodo del DCF sono date dal fatto che i valori futuri sono inseriti in un contesto economico caratterizzato da forte volatilità.

Le informazioni riguardanti il DCF (previsione dei flussi di cassa, tasso di sconto e tasso di crescita), determinanti per il calcolo del *Terminal Value*, sono state prese principalmente dalla Relazione finanziaria annuale 2021 di Saipem. Il valore della singola azione stimato con il metodo del DCF non rispecchia il valore effettivo di mercato, questo perché le stime dei flussi di cassa futuri potrebbero non essere accurate, data la tempesta finanziaria in cui la società si trova. Inoltre, il mercato potrebbe riporre poca fiducia nel management, a causa anche del cambio di Ceo.

La tesi mostra come nella pratica sia importante conoscere tutti i metodi di valutazione, i limiti e i vantaggi che li caratterizzano, per poter adottare quello più opportuno a seconda del contesto.

Finora è stata descritta la valutazione di un'azienda considerando i flussi di cassa futuri che verranno pagati agli azionisti. La legge del prezzo unico ci dice che il suo valore è il valore attuale dei suoi flussi di cassa futuri, perché è l'importo che si dovrebbe impiegare in investimenti alternativi sul mercato per replicare flussi di cassa con lo stesso rischio.

Un'altra applicazione della legge del prezzo unico è il metodo dei comparabili, 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 ci si aspetta generino flussi di cassa simili nel futuro. Nella realtà non esistono due società identiche. Anche due società appartenenti allo stesso settore, con gli stessi tipi di prodotti e servizi offerti, potranno essere simili per molti aspetti, ma probabilmente saranno diverse per dimensione. Queste differenze di scala tra le aziende possono essere risolte esprimendo il loro valore in termini di un multiplo di variazione, che è il rapporto del valore con alcune misure di scala dell'azienda. Un punto debole del metodo dei comparabili è che non tiene conto delle rilevanti differenze tra le aziende. Proprio per questo, l'utilità di un multiplo di valutazione dipende dalla natura delle differenze tra le aziende e dalla sensibilità del multiplo a tali differenze. Il metodo dei multipli si limita a fornire informazioni sul valore dell'azienda rispetto ad altre comparabili ma non serve a determinare se un intero settore è sopravvalutato o sottovalutato.

L'uso di un multiplo basato su aziende comparabili nella valutazione è visto come una "scorciatoia" rispetto ai metodi di valutazione che utilizzano i flussi di cassa scontati. Invece di stimare separatamente il costo del capitale aziendale e gli utili futuri o i flussi di cassa, ci si affida al mercato per valutare aziende con prospettive future simili. L'approccio dei multipli ha il vantaggio di basarsi sui prezzi correnti di aziende realmente esistenti piuttosto che su previsioni di flussi di cassa futuri che possono non essere realistiche. D'altra parte, il metodo dei flussi di cassa scontati ha il vantaggio di incorporare informazioni specifiche sul costo del capitale dell'azienda e sulla sua crescita futura. Poiché il vero *driver* del valore di un'azienda è la sua capacità di generare flussi di cassa per i suoi investitori, i metodi che utilizzano i flussi di cassa scontati, sono potenzialmente più accurati rispetto all'utilizzo dei multipli. In particolare, questi metodi esplicitano la performance futura che l'impresa deve ottenere per giustificare il suo valore attuale.

Il metodo dei comparabili permette di stimare il valore di un'azienda basandosi sul valore di aziende simili che operano nello stesso settore e che forniscono gli stessi servizi. Durante la stesura

della tesi ho incontrato diverse difficoltà nel reperire dati e informazioni. Nel caso della valutazione con il metodo dei comparabili, non è stato facile individuare l'universo delle società simili a Saipem; come descritto nel capitolo II, Saipem è una società molto sviluppata, che persegue business specifici, per questo è stato difficile trovare delle società con dimensioni simili, quasi tutte hanno dimensioni o troppo grandi o troppo piccole. Le aziende comparabili prese in esame che si avvicinano a Saipem, per il tipo di attività svolte, per il settore nel quale operano e per le dimensioni sono TechnipFMC plc, Petrofac Limited, NOV Inc. e Vallourec. È evidente che la metodologia applicata risente di un certo grado di soggettività e non ha un valore universale: i multipli, infatti, mostrano un'ampia dispersione intorno alla media e variano nel tempo.

I multipli si dividono in due categorie: *asset-side* ed *equity-side*. I multipli *asset-side* esprimono il valore totale dell'impresa (*Enterprise Value*), in relazione a una variabile che riguarda tutti i portatori di interesse nell'attività: investitori in capitale proprio, creditori, detentori di interessi di minoranza. I multipli *asset-side* stimano direttamente il valore di mercato del capitale di rischio sommato alla posizione finanziaria netta, dove il numeratore è rappresentato dal valore di mercato del capitale (EV) e il denominatore coincide con una grandezza indicativa dei risultati economici. Tali multipli, dunque, stimano il valore di mercato dell'intero capitale investito. I multipli *asset-side* esprimono al numeratore l'*Enterprise Value*. Al denominatore, invece, ci sono grandezze o margini operativi generati dagli *asset* operativi (Ebitda, Ebit, Sales).

I multipli *equity-side* esprimono il prezzo dell'azione al numeratore, in funzione di una variabile relativa ai soli azionisti, come l'utile per azione, al denominatore. I multipli *asset-side* vengono considerati più allettanti rispetto a quelli *equity-side*, poiché si focalizzano sull'attività nel suo insieme, invece che solamente sul valore dei diritti dei portatori di capitale proprio.

Si può affermare che la valutazione relativa, che si sintetizza in un quoziente e che a prima vista potrebbe sembrare di semplice utilizzo, in realtà nasconde molte insidie sia nella costruzione del campione da cui si estrae il multiplo per la stima dell'azienda oggetto di valutazione, sia nelle ipotesi implicitamente assunte nel rapporto.

Si è già discusso del fatto che non esiste un metodo universale per la stima del valore del capitale economico e che la scelta del metodo rappresenta una fase cruciale del processo, in quanto ogni scopo e ogni fattispecie aziendale predilige l'applicazione di alcuni metodi rispetto ad altri.

Una scelta non corretta può portare ad ottenere un valore non veritiero, con tutte le ripercussioni che ne possono derivare. Occorre ribadire che non esiste un metodo di valutazione che sia sempre preferibile agli altri, gli stessi hanno al loro interno delle criticità importanti; la scelta di un metodo

rispetto a un altro dipende dalle circostanze e dai dati disponibili. Nessuna tecnica riesce a dare una risposta definitiva sul valore “vero” di un’azione. Tutti gli approcci richiedono ipotesi o previsioni incerte per fornire una valutazione definitiva del valore dell’azienda. Molti esperti usano più tecniche contemporaneamente e, se ottengono risultati coerenti con i diversi metodi, considerano la stima più attendibile.

Come detto precedentemente, nessun metodo riesce a rappresentare effettivamente il valore dell’azienda. Sia il metodo dei multipli che il DCF presentano dei limiti evidenti. Per far sì che la stima sia più accurata, a mio avviso, bisognerebbe quantomeno aspettare il trascorrere di questo periodo storico. La valutazione di qualsiasi società quotata in questo momento risente sia della pandemia che del conflitto russo-ucraino. Come se non bastasse, oltre che con questi problemi, Saipem sta facendo i conti con dinamiche finanziarie post aumento di capitale. L’insieme di queste dinamiche non permette di effettuare una stima accurata.

Il caso di studio analizzato, infatti, rivela che non esiste un unico metodo superiore rispetto agli altri, ma la scelta del metodo più opportuno dipende dalle caratteristiche dell’azienda, dalle condizioni di mercato e da molteplici fattori.

Infine, nel terzo capitolo ho affrontato i temi relativi ai due profit warning con conseguenti aumenti di capitale. Un *profit warning* è definito come l’allarme sugli utili. Esso consiste in una correzione a ribasso della *guidance* che era stata fornita precedentemente. Un *profit warning* viene emanato in genere due settimane prima dell’annuncio dei risultati societari e provoca una perdita di fiducia nei confronti della società. L’annuncio del primo *profit warning* è stato causato da una serie di eventi: l’annuncio al ribasso delle previsioni degli utili per il 2012 e per il 2013; delle indagini su presunte tangenti che alcuni dirigenti di Saipem avrebbero pagato ad una società Oil&Gas algerina: la Sonatrack e infine, per la sopravvalutazione di alcune commesse che Saipem si era aggiudicata. Il giorno successivo alla dichiarazione del *profit warning*, il titolo ha perso il 34% in borsa. Visto l’ingente ammontare di perdite, la società si è vista costretta a deliberare un aumento di capitale pari a 3,5 miliardi nel gennaio 2016. Un aumento di capitale è l’emissione di nuove azioni che vengono offerte ad investitori ad un certo prezzo per raccogliere risorse finanziarie. Gli aumenti di capitale possono essere raggruppati in due grandi categorie: senza diritto di opzione e con diritto di opzione.

Nel caso di Saipem, l’aumento di capitale è stato effettuato con diritto di opzione: le azioni non sono state offerte al pubblico indistinto (come avviene per un aumento di capitale senza diritto di opzione) ma solo in prelazione agli azionisti esistenti. In questo primo aumento di capitale, la

società aveva offerto in prelazione ai soci 22 nuove azioni ordinarie ogni azione ordinaria posseduta al prezzo unitario di 0,362 euro per un totale di 9,6 miliardi nuove azioni emesse. Prima dell'aumento di capitale, Saipem aveva in circolazione solo 441 milioni di azioni.

Il secondo *profit warning*, a gennaio 2022, è stato causato dall'eolico *offshore*. In particolare, ciò che ha portato alla riformulazione della *guidance* del secondo semestre 2021 è stata la maxi-commessa per il parco eolico *offshore* a est della Scozia. Oltre all'eolico *offshore*, si è aggiunto il fatto che secondo la Consob il bilancio relativo all'esercizio 2016 non era stato redatto secondo i principi contabili internazionali. Ad aggravare ulteriormente la situazione è stato l'inizio della pandemia, che ha causato perdite tra il 2020 e il 2021 per circa 3,5 miliardi.

Così come per il primo *profit warning*, la soluzione anche in questo caso è stata quella di ricorrere nuovamente ad un aumento di capitale, questa volta dell'ammontare di 2 miliardi di euro. In questo secondo aumento di capitale, la società ha offerto in prelazione ai soci 95 nuove azioni ordinarie ogni azione ordinaria posseduta al prezzo unitario di 1,013 euro per un totale di 2 miliardi di nuove azioni emesse. La società aveva 21 milioni di azioni in circolazione prima dell'inizio dell'aumento di capitale.

Questi aumenti di capitale sono chiamati iperdiluitivi perché consistono in aumenti con diritto di opzione caratterizzati da un elevato rapporto tra il numero di azioni di nuova emissione e il numero delle azioni già in circolazione, e da un forte sconto sul prezzo di sottoscrizione delle azioni di nuova emissione rispetto al prezzo delle azioni nell'ultimo giorno di negoziazione antecedente l'avvio dell'aumento. Sono chiamati iperdiluitivi anche perché se l'azionista non sottoscrive l'aumento di capitale, la sua partecipazione nella società viene talmente diluita che quasi si azzerava.

L'analisi effettuata finora risulta essere comunque una valutazione parziale dato l'inusuale periodo nel quale ci troviamo. In conclusione, si può dire che Saipem essendo una società partecipata dallo Stato italiano, avrà sempre un sostegno da parte di esso. Per l'attività che svolge, è troppo importante e strategica, lasciarla fallire implicherebbe comunque la nascita di una nuova società che dovrebbe andare a colmare quella quota di mercato e soddisfare la domanda per quello specifico settore. Ciò comporterebbe dei costi troppo elevati, per questa ragione conviene tenere in "vita" Saipem.