

Beniamino Lopatriello

DATI DELL'IMPRESA E SUA VALUTAZIONE (IL CASO AZIENDALE LUCANO 1894 S.R.L.)

1 Analisi generale dei dati dell'impresa

In questo capitolo si applicheranno al caso aziendale preso in esame, i metodi valutativi di cui si è ampiamente parlato fino ad ora.

Prima di procedere con la valutazione, abbiamo riclassificato i bilanci che avevamo a disposizione, ovvero quelli relativi agli esercizi del 2014-2015-2016-2017.

Obiettivo della riclassificazione è quello di rielaborare i valori esposti nel bilancio d'esercizio in modo coerente ed omogeneo secondo determinati schemi di *Conto Economico* e *Stato Patrimoniale*, così da poter ricavare delle informazioni aggiuntive e maggiormente significative circa lo stato di salute dell'azienda analizzata.

CONTO ECONOMICO							15-16	16-17	
	2014		2015		2016		2017	Δ %	Δ %
Valore produzione Operativo	€ 18.305,10		€ 22.618,04		€ 22.410,53		€ 23.133,87	-0,9%	3,2%
Matrie Prime	€ 1.870,16		€ 4.492,44		€ 3.353,43		€ 3.921,42	-25,4%	16,9%
Servizi	€ 7.965,55		€ 7.953,10		€ 9.115,44		€ 8.458,38	14,6%	-7,2%
Godimento di beni	€ 296,83		€ 322,94		€ 310,92		€ 415,37	-3,7%	33,6%
Variaz. Rimanz	€ 129,52		€ 236,15		€ 243,25		€ 58,87	-203,0%	-124,2%
VALORE AGGIUNTO	€ 8.043,04		€ 9.613,41		€ 9.873,99		€ 10.279,83	2,7%	4,1%
Costo Personale	€ 2.909,96		€ 3.410,25		€ 3.465,62		€ 3.270,37	1,6%	-5,6%
Oneri Diversi	€ 5.778,31		€ 6.995,62		€ 6.754,21		€ 7.321,93	-3,5%	8,4%
M.O.L (EBITDA)	-€ 645,23		-€ 792,46		-€ 345,84		€ 312,46	-56,4%	-9,7%
Ammort.. E Svalut.	€ 478,95		€ 1.227,80		€ 822,59		€ 818,21	-33,0%	-0,5%
EBIT	-€ 1.124,18		-€ 2.020,26		-€ 1.168,44		€ 1.130,67	-42,2%	-3,2%
Proventi e Oneri Finanziari	€ 7,84		€ 106,28		€ 99,87		-€ 80,80	-6,0%	-19,1%
RISULTATO ORDINARIO	-€ 1.132,02		-€ 2.126,54		-€ 1.268,30		€ 1.211,47	-40,4%	-4,5%
Componenti Straordinarie	€ 539,72		€ 5,38		€ -		€ -	-100%	0,0%
EBT	-€ 592,30		-€ 2.121,16		-€ 1.268,30		€ 1.211,47	-40,2%	-4,5%
Imposte d'esercizio	€ 30,65		€ 292,16		€ 175,83		-€ 103,14	-160,2%	-158,7%
RISULTATO NETTO	-€ 561,65		-€ 1.829,00		-€ 1.092,47		€ 1.108,34	-40,3%	1,5%
NET MARGIN			-8,1%		-4,9%		-4,8%		
ROE			-23,9%		-17,2%		-21,1%		
ROI			-7,1%		-4,9%		-5,9%		

Tabella 1: Conto Economico per Valore Aggiunto, per gli anni 2014 – 2017 (dati x1.000)

Dalla *Tabella 1* osserviamo i principali dati estrapolati dai conti economici presentati dall'azienda.

Questo perché abbiamo provveduto ad estrarre dai bilanci degli ultimi quattro anni, ovvero, dalle voci fondamentali del *Conto Economico*, (riclassificato per Valore Aggiunto), e dello *Stato Patrimoniale*, i dati più importanti al fine del lavoro che dobbiamo svolgere.

Il *valore aggiunto*, quale differenza tra *ricavi operativi* e *costi operativi* sostenuti per l'acquisto di risorse esterne, esprime la capacità dell'azienda di creare ricchezza per remunerare i fattori produttivi e i diversi portatori di interesse.

Lo scopo di questo lavoro di analisi è quello individuare e mettere in evidenza le voci di bilancio che, in presenza di eventuali variazioni, possano portare a cambiamenti rilevanti in materia di valutazione.

Dapprima, come detto, analizziamo il *Conto Economico* e dallo stesso procediamo al calcolo del (*M.O.L.*), *Margine Operativo Lordo*¹ di ogni esercizio, di modo da partire dalla differenza tra il *valore della produzione* e i *costi prima dell'ammortamento e delle svalutazioni*. Rileviamo che per tutti gli esercizi il periodo in esame la misura del *MOL* risulta essere negativa. Questo evidentemente è un primo segnale del fatto che la situazione contabile non ci permetta di svolgere la valutazione con qualunque metodo di quelli elencati.

Per quanto riguarda il *valore della produzione*, ci siamo limitati all'analisi del dato generale riportato sul bilancio.

Per i *costi* invece, abbiamo preferito operare una suddivisione nel dettaglio:

- *Costi per servizi;*
- *Costi per materie prime;*
- *Costi per personale;*
- *Ammortamento e svalutazione;*
- *Oneri diversi.*
- *Variazione rimanenza*
- *Godimento di beni.*

¹ Il *margine operativo lordo* è un indicatore di redditività che evidenzia il reddito di un'azienda basato solo sulla sua gestione operativa, quindi senza considerare gli interessi, le imposte, il deprezzamento di beni e gli ammortamenti.

Nelle ultime colonne di destra nella *Tabella 1* è leggibile la variazione percentuale ($\Delta\%$) del dato di riga. Variazione percentuale che si riferisce alla variazione intercorsa tra un anno e l'altro.

La differenza tra *ricavi* e *costi* ci fornisce la misura del *margine operativo lordo*, definito anche *EBITDA*, l'unico tra i valori intermedi della riclassificazione a presentare segno positivo. Sottraendo gli *ammortamenti* e le *svalutazioni*, infatti, si arriva alla determinazione di un *EBIT* negativo per tutti gli esercizi presi in considerazione.

L'ammontare del *debito* contratto per l'acquisizione della “*Limonetta di Sorrento*” genera interessi passivi che variano da un massimo di *106.000 euro* ad un minimo di *80.000 euro*, determinando, al netto delle componenti straordinarie, un *EBT* negativo. Sottraendo le *imposte di competenza*, si giunge al *Risultato Netto* caratterizzato dal segno meno per tutti gli anni presi in esame.

Tale circostanza ha avuto ripercussioni importanti circa la scelta del metodo valutativo da utilizzare, in quanto un *EBIT* o un *Reddito Netto*² negativo ha compromesso la possibilità di costruire un conto economico prospettico, base di calcolo per l'applicazione del *metodo reddituale*, sia in ottica *Asset Side* sia in visione *Equity Side*.

In *Tabella 1* osserviamo come dalla sola analisi del *Conto Economico* si evince che, tra gli anni 2015 e 2017, ci sia stata una discreta diminuzione del *costo delle materie prime*, cioè: $\Delta = (-25.4\%)$ tra il 2015 ed il 2016 e un $\Delta = +17\%$ tra il 2016 ed il 2017.

Oltre a tale variazione se ne registra un rilevante con riferimento alla posta *dell'ammortamento e svalutazione*: $\Delta = (-33\%)$ per l'anno il passaggio dal 2015 al 2016 ed una molto più contenuta per il passaggio dal 2016 al 2017 ovvero : + 0,5%.

Diversa osservazione possiamo fare riguardo alla variazione del *ricavo*, questo infatti rimane pressoché lineare nei periodi considerati.

Dal punto di vista delle *vendite (valore della produzione)*, l'acquisizione dell'azienda “*Limonetta di Sorrento*” e gli investimenti in marketing e comunicazione hanno determinato un incremento notevole del fatturato dal 2014 al 2015 con circa 4 milioni in più, aumento che è rimasto invariato nei periodi amministrativi successivi.

² Dato l'impatto non considerevole dei proventi e degli oneri straordinari, anche l'effetto della normalizzazione non ha modificato l'entità della perdita operativa e della perdita netta.

Spostando l'attenzione sullo *Stato Patrimoniale*, procediamo in modo analogo a quanto fatto con il *Conto Economico*, andando a selezionare le voci ritenute più importanti.

Tali voci sono:

- *Immobilizzazioni immateriali;*
- *Immobilizzazioni materiali;*
- *Immobilizzazioni finanziaria;*
- *Rimanenze;*
- *Crediti e disponibilità liquide;*

Come per il conto economico, anche per lo stato patrimoniale, analizziamo la variazione percentuale di alcune poste di anno in anno.

La seguente tabella ci mostra la sintesi dei dati principali che abbiamo selezionato.

STATO PATRIMONIALE							
ATTIVO	2014	2015	2016	2017	15-16	16-17	
Immobilizz. Imm.	€ 364,00	€ 6.708,00	€ 6.356,00	€ 5.884,23	-5,2%	-7,4%	
Immobilizz. Mat.	€ 2.450,00	€ 2.728,00	€ 2.637,00	€ 2.421,99	-3,3%	-8,2%	
Immobilizz. Fin.	€ 5,00	€ 8,00	€ 7,00	€ 17,30	-12,5%	147,1%	
Rimanenze	€ 1.409,00	€ 2.264,00	€ 2.321,00	€ 2.208,31	2,5%	-4,9%	
Crediti	€ 11.791,00	€ 11.706,00	€ 8.332,00	€ 7.694,25	-28,8%	-7,7%	
Disponibilità liquide	€ 2.133,00	€ 2.332,00	€ 2.668,00	€ 480,96	14,4%	-82,0%	
	€ 17.906,00	€ 25.785,00	€ 22.344,00	€ 18.753,08	13,3%	-16,1%	
PASSIVO							
PATRIMONIO NETTO	€ 9.469,00	€ 7.639,00	€ 6.367,00	€ 5.248,68	-16,7%	-17,6%	
Fondi	€ 109,00	€ 22,00	€ 43,00	€ 26,67	95,5%	-38,0%	
TFR	€ 622,00	€ 680,00	€ 666,00	€ 717,75	-2,1%	7,8%	
Debiti Banche	€ 6,00	€ 6.166,00	€ 5.014,00	€ 4.019,75	-18,7%	-19,8%	
Debiti Fornitori	€ 3.032,00	€ 4.553,00	€ 3.478,00	€ 3.418,76	-23,6%	-1,7%	
Debiti Controllanti	€ 1.645,00	€ 4.313,00	€ 5.109,00	€ 3.734,95	18,5%	-26,9%	
Debiti Tributari	€ 1.297,00	€ 215,00	€ 662,00	€ 639,85	207,9%	-3,3%	
Altri debiti	€ 1.298,00	€ 1.744,00	€ 476,00	€ 473,91	-72,7%	-0,4%	
	€ 17.906,00	€ 25.785,00	€ 22.344,00	€ 18.753,08	13,3%	-16,1%	

Tabella 2: Stato Patrimoniale (liquidità esigibilità) per gli anni 2014 – 2017 (dati x1.000)

L'acquisizione del marchio *Limonetta* ha determinato un incremento *immobilizzazioni immateriali* le quali sono variate da una misura di *364.000 €* ad oltre *6.708.000 (milioni) di euro*, tra il 2014 e il 2015.

Come accennato in precedenza, l'acquisizione non è avvenuta attraverso l'autofinanziamento o con un aumento di capitale proprio, ma è stata effettuata tramite un incremento del debito, infatti *debiti verso le banche* variano invece da *6000 €* nel 2014 a *6.166.000 €* nel 2015.

Dalla nota integrativa, emerge che l'azienda abbia acceso un mutuo, precisamente, un *prestito bancario con garanzia titoli*, presso l'istituto di credito *CREDEM*, nel 2015. Il contratto ha durata di 7 anni e prevede rate semestrali di rimborso di *500.000 euro* ciascuna, oltre interessi su base *Euribor* 6 mesi più uno spread.

Il pagamento delle due quote capitali in un esercizio determinano una riduzione annua del debito di *1.000.000 €*, mentre il fatto che il prestito sia indicizzato all'*Euribor* determina il fatto che la quota interessi sia variabile nel periodo analizzato.

Come conseguenza delle perdite di esercizio considerate, si è registrata una riduzione del patrimonio netto di circa 4 milioni nel triennio preso in esame.

In relazione al metodo valutativo da adottare, è opportuno ribadire l'impossibilità dell'utilizzo del *metodo reddituale* a causa dei valori negativi che presentano sia il Reddito Operativo, sia il Reddito Netto, e la contestuale difficoltà nello stimare i parametri prospettici per la determinazione degli *Earning* da attualizzare.

Per tale ragione, la scelta è stata quella di utilizzare il *metodo finanziario* e il *metodo dei multipli* che possono permettere una valutazione più attendibile e congrua del valore del capitale economico della *Lucano 1894 s.r.l.*

2 La determinazione del tasso di attualizzazione

Come evidenziato nel paragrafo (1.2.2.2), un passaggio fondamentale ai fini di poter valutare correttamente un'impresa è la determinazione del *tasso di interesse*.

Come si sostiene in letteratura³ questo aspetto costituisce quello operativamente più arduo, dato che come sappiamo il tasso di interesse è determinato sulla base di diverse componenti. Tra queste, la voce che maggiormente rilevante è quella del *rischio specifico*, che andremo a determinare successivamente.

Per la parte di tasso di interesse relativo all'assenza di rischio prendiamo come riferimento il rendimento del titolo di Stato decennale alla data del 3 Febbraio 2019 che corrisponde al 2,73% annuo⁴.

Per calcolare il rischio del capitale proprio dell'impresa in questione, ricorriamo alla formula del *C.A.P.M.*

Che come è noto, essa è uguale a:

$$r_E = r_f + \beta \cdot (r_m - r_f) \quad (3)$$

Dove r_f chiaramente rappresenta il *tasso risk free* ovvero il rendimento dei *BTP decennali a tasso fisso*, invece il tasso r_m invece esprime il *rendimento di attività rischiose per il dato Paese*.

Per semplicità di analisi prendiamo come riferimento il valore dell'ERP⁵ indicato sul sito del prof. *Damodaran*, che in Italia per il settore in questione, ovvero *Beverage alcolico*, stima 9,02%.⁶

Il dataset consultato afferma che, per il paese Italia il *beta* da applicare in questo settore, ovvero dello del *beverage alcolico* senza tenere in considerazione il *leverage dell'impresa* in questione è 0,46⁷.

³ ZANDA GIANFRANCO, MARCO LACCHINI, AND TIZIANO ONESTI. Cit.

⁴ www.borse.it/spread/rendimento/BTP

⁵ $ERP = (r_m - r_f)$

⁶ http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/valuation/val.htm (sito del prof. Damodaran)

⁷ http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/valuation/val.htm (sito del prof. Damodaran)

Come è noto il *beta* di un'impresa rappresenta il fattore di rischio specifico, ovvero quel parametro con il quale si deve correggere il tasso di interesse macroeconomico, o meglio il tasso di interesse del settore in questione.

Il *tasso di interesse*, in generale, esprime la remunerazione che una unità di capitale deve ricevere nell'intervallo di tempo considerato. Questo per convenzione, sia che si tratti di un intervallo più lungo, sia che si tratti di uno più breve, viene sempre riportato alla dimensione temporale corrispondente all'anno solare. Tale procedura viene impiegata nella pratica dei mercati finanziari per rendere confrontabili tutti i tassi di interesse. Al fine di dare una specifica rappresentazione del coefficiente beta, è necessario fornire una veloce ma coincisa spiegazione delle due componenti del tasso di interesse, quella *nominale* e quella *reale*.

La prima possiamo farla corrispondere al tasso di inflazione rilevato nell'area macroeconomica di competenza, la seconda invece è un po' più complessa.

Senza eccedere nella spiegazione possiamo sintetizzare la questione rilevando come la componente reale del tasso di interesse possa essere vista come la somma della rinuncia al consumo e al premio per il rischio, appunto specifico, del tipo di investimento effettuato.

La rinuncia al consumo deriva dall'analisi microeconomica per la quale l'utilità del soggetto investitore sia funzione del consumo e che quindi, per via dell'allocazione delle risorse monetarie, si sceglie di differire il consumo che queste avrebbero consentito e dunque questa allocazione del tempo, la principale risorsa scarsa, deve essere remunerata.

Il rischio del quale abbiamo parlato viene per tanto espresso proprio dal coefficiente *beta* che abbiamo descritto. Tuttavia, è importante specificare che il coefficiente che abbiamo tratto dal *dataset* è un valore generico e corrispondente alle imprese che operano nel medesimo settore⁸ della *Lucano1894 s.r.l.*

Ciò nonostante, i coefficienti *beta* debbono essere corretti per la struttura patrimoniale dell'impresa valutanda⁹.

La logica di fondo è che per il soggetto investitore due società uguali da tutti i punti di vista, meno che da quello della struttura patrimoniale, costituiscono un investimento caratterizzato da coefficienti di rischio nettamente diversi.

Detto in termini più semplici, prestare denaro ad un'impresa fortemente indebitata è certamente più rischioso che prestarne, a qualunque titolo, ad una meno indebitata.

⁸ Beverage alcolico

⁹ ZANDA GIANFRANCO, MARCO LACCHINI, AND TIZIANO ONESTI. Cit.

Questa differenza di rischio deve essere catturata dal coefficiente *beta* corretto, quello che in inglese è definito come *beta adjusted*.

In letteratura l'equazione per effetto della quale si calcola il beta adjusted, che definiamo come *beta levered*, è la seguente:

$$\beta_L = \beta_u \cdot \left[1 + (1 - t) \cdot \frac{D}{E} \right] \quad (4)$$

Dove β_u corrisponde al *beta unlevered medio Europeo*, del settore in questione, estratto dal succitato *dataset* e che corrisponde a 0,46. Il coefficiente t rappresenta *l'aliquota fiscale sul reddito delle società* che va sommata *all'imposta regionale sulle attività produttive*.

In Italia è stata abbassata dal 2017 al 24% (*IRES*), invece *l'IRAP* corrisponde al 3,9%.

Infine (D/E) , cioè $2,486^{10}$, rappresenta il *rapporto di indebitamento medio dell'impresa*, ovvero il rapporto tra livello complessivo di debiti e il patrimonio netto.

Dal punto di vista numerico i valori in questione sono:

$$\beta_L = 0,46 \cdot [1 + (1 - 0,279) \cdot 1,810] = 1,060 \quad (4.1)$$

Questo vuole dire che il *beta effettivo* di valutazione, ovvero della *Lucano1894 s.r.l.*, che tiene conto della struttura patrimoniale e debitoria che avrà in futuro, corrisponde a 1,060 che abbiamo calcolato tenendo conto del rapporto di

¹⁰ Calcolato, in primo luogo, determinando i rapporto di indebitamento (D/E) degli anni 2015 ($\frac{13.140.000}{7.639.000} = 1,720$), 2016 ($\frac{11.970.000}{6.367.000} = 1,880$), e 2017 ($\frac{9.612.880}{5.248.680} = 1,831$).

Il passaggio successivo, per giungere al risultato medio, consiste nel fare una media dei rapporti di indebitamento calcolati nel passaggio precedente: ($\frac{1,720+1,880+1,831}{3} = 1,810$)

indebitamento dell'azienda.

A questo punto abbiamo tutti gli elementi necessari per il calcolo dell'interesse effettivo del capitale di rischio dell'impresa. Ovvero il tasso di interesse dell'equity e quindi il tasso che impieghiamo nella formula del valore.

$$(r_E) = \mathbf{0,1248} = 0,0273 + 1,060 \cdot (0,092) \quad (5)$$

Il tasso della (5) è quindi il tasso di interesse del capitale proprio e quindi corrisponde alla misura attraverso la quale nella equazione del valore vengono scontati i flussi di cassa per l'equity.

Poiché il capitale impiegato dall'impresa non è solo di rischio, ma anche di debito, il tasso (5) verrà impiegato insieme a quello di debito per la determinazione del *wacc*.

3 Valutazione con il Metodo dei Multipli.

Come abbiamo visto nella parte teorica, con il *metodo dei multipli* si va a determinare *in via diretta* il *capitale economico*.

A differenza dei metodi *reddituale* e *finanziario*, la valutazione non necessita del calcolo di flussi reddituali né della determinazione di parametri importanti come *l'indice di rischio specifico* o *tasso di congrua remunerazione*.

In questo caso, la valutazione viene effettuata mediante l'osservazione di aziende similari a quella valutanda per aspetti qualitativi e quantitativi, partendo da quello merceologico e considerando un valore che incorpori tutti i parametri che potrebbero essere calcolati singolarmente.

Sebbene nella parte teorica abbiamo definito come prima fase di valutazione quella relativa alla ricerca del campione di imprese confrontabili, qui, per esigenze di semplicità, sceglieremo di partire dagli indici ovvero multipli già calcolati nei *dataset on-line*¹¹.

Il primo multiplo da applicare sarebbe stato il noto *Price to Earnings (P/E)*, un metodo definito anche *equity approach*.

La determinazione del *capitale economico* di un'azienda, in questo caso, avviene in maniera ancor più diretta, poiché deriva dal rapporto tra il multiplo in questione e l'*earnings* ovvero il *risultato netto (utile/ perdita)*.

Tuttavia, anche nella valutazione effettuata con i metodi diretti, il fatto che sia l'*EBIT* sia il *Reddito Netto* siano negativi in relazione ai periodi analizzati ha pregiudicato la possibilità di verificare il legame tra le grandezze reddituali e il valore associato all'impresa nel suo complesso o più specificamente al capitale proprio.

Per tale ragione si sono selezionati due *multipli Asset Side* che riguardano il fatturato e il *Book Value*, ovvero il *Patrimonio Netto*.

Nell'applicazione dei metodi relativi, uno degli elementi determinanti del processo valutativo riguarda la selezione del campione delle imprese comparabili, selezione che dovrebbe avvenire in base al *grado di confrontabilità* che le stesse hanno con l'impresa valutanda. Quando parliamo di confrontabilità non si fa quindi riferimento

¹¹ pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datacurrent.html

È il dataset del sito del prof. Damodaran, da dove abbiamo estrapolato i dati corrispondenti al settore beverage alcolico.

solo al settore merceologico, ma anche al Paese nel quale si opera, ai dettagli della situazione patrimoniale dell'impresa o a questioni relative alla gestione e all'organizzazione.

Sulla base di quanto detto, il valore ottenuto dovrebbe essere quello derivante dal risultato di una ponderazione dei multipli delle imprese inserite nel campione, eseguita a seconda della somiglianza delle imprese stesse con la valutanda.

Di norma, nella pratica si svolge dapprima una ricerca delle imprese considerate similari in ordine ad una serie di fattori, poi sulla base della similarità di tali elementi si sceglie il parametro da applicare nella misurazione del peso.

Per dirlo in modo più semplice, quando l'aderenza, ovvero la similarità, è ritenuta completa si pone un valore di 1, quando invece tale similarità è definita parziale allora, si adotta un peso che va da 0 ad 1.

Da quanto detto, emerge che una valutazione effettuata con un indice generico per settore (ovvero nel nostro caso quello del *beverage alcolico*) è inevitabile che ammetta alcune imprecisioni. Proprio queste imprecisioni derivano dal fatto che l'indice generico fornito, da un seppur attendibile *dataset*, non può certamente andare a verificare la reale similitudine di ogni impresa con quella valutanda.

Per approfondire la valutazione, in quanto il (*P/E*), come detto non può essere applicato, decidiamo di procedere ricorrendo ad un secondo indice, il *Price to book value (P/BV)*. Come dice la parola stessa, in questo caso, il riferimento contabile è quello del *valore di libro*, ovvero del *patrimonio netto*.

Secondo la letteratura economica, questo multiplo risulta particolarmente utile per le imprese dotate di alta riconoscibilità e di un forte marchio. Tale caratteristica si presta particolarmente bene al caso della *Lucano 1894 s.r.l.*, un'azienda storica che fa del marchio e di tutto quello che ne concerne il suo punto di forza.

In questo caso non è necessario, al fine di determinare il capitale dell'impresa valutanda, procedere ad una stima del valore da impiegare, ma è possibile effettuare esclusivamente una media¹² dei valori degli stati patrimoniali dei bilanci degli anni a disposizione (cioè : 2015-2016-2017):

$$\frac{W}{BV} = \left(\frac{W}{BV} \right)_S \rightarrow \frac{W}{BV} = 2,31 \quad (6)$$

¹² PATRIMONIO NETTO MEDIO = $\left[\frac{(7.639.00 + 6.367.000 + 5.248.680)}{3} \right] = 6.418.230 \text{ €}$

Applicando i dati dei bilanci ed elaborazioni svolti più sopra otteniamo:

$$\frac{W}{6.418.226,67} = 2,31 \rightarrow W = 2,31 (6.418.226,67 \text{ €}) = 14.826.103 \text{ €} \quad (6.1)$$

Dobbiamo inoltre considerare che anche il *P/BV*, risulta essere interessato dalla problematiche derivante dall' utilizzo dei un dato relativo ad un *dataset* professionale e non su una ponderazione eseguita ad hoc, come quella descritta precedentemente.

Per completare la valutazione con i *metodi equity side* ed avere un quadro generale più chiaro, prendiamo in considerazione anche il multiplo *Price to sales (P/S)*, il quale esprime il valore del capitale economico come il rapporto tra *prezzo dell'impresa* e il *totale delle vendite*.

$$\frac{W}{Sales} = \left(\frac{W}{Sales} \right)_S \rightarrow \frac{W}{Sales} = 2,4 \quad (7)$$

Prendendo i dati di bilancio che abbiamo mostrato più sopra ed il valore del *dataset* consultato:

$$\frac{W}{Sales} = 2,4 \rightarrow \frac{W}{21.616.880} = 2,4 \rightarrow W = 2,4 (21.616.880 \text{ €}) = 51.904.512 \text{ €} \quad (7.1)$$

Dalla (7.1) emerge quindi che il valore del *capitale economico* dell'impresa è *51,9 milioni di euro*.

Tale risultato è dovuto al fatto che il *valore medio delle vendite* (21.616.880 €) comprende anche *l'accisa*, ovvero quell'imposta che, secondo l'articolo 2 del TUA, viene applicata a specifiche categorie di prodotti, come i super alcolici, in relazione alla quantità e non al prezzo.

Quindi applicando al *fatturato al netto dell'accisa*, che corrisponde a circa 15 milioni di euro, un multiplo pari a 2,4 si ottiene un risultato più attendibile.

$$\frac{W}{sales} = 2,5 \rightarrow \frac{W}{15.000.000} = 2,4 \rightarrow W = 2,4 (15.000.000 \text{ €}) = 36.000.000 \text{ €} \quad (7.2)$$

4 Valutazione con il Metodo Finanziario (D.C.F.)

Come abbiamo visto nel primo capitolo del presente elaborato, dedicato alla trattazione teorica dei metodi di valutazione, un altro metodo, oltre a quello *reddituale* e dei *multipli*, per pervenire ad una misura quantitativa del *capitale economico* di un'azienda, è quello noto come *metodo finanziario* o, in gergo internazionale, *discounted cash-flow*.

La distinzione fondamentale con quello *reddituale* può essere sintetizzata, con la necessaria semplificazione, a quella tra il *principio di competenza* ed il *principio di cassa*.

In questo senso il *metodo finanziario* si basa sulla sommatoria dei flussi di cassa netti che ci si attende nel futuro e che vengono adeguatamente attualizzati.

Seguendo le note del prof. Zanda¹³, vediamo come, al fine di rendere praticamente applicabile questa metodologia nella pratica, si eseguono spesso una serie di semplificazioni, sia in ordine alla determinazione dei flussi veri e propri, sia in ordine all'estensione temporale della loro proiezione nel futuro.

Dal secondo punto di vista omitteremo la determinazione di un cosiddetto *terminal value (TV)* e di conseguenza preferiamo ipotizzare la *perpetuità del flusso di cassa normalizzato*.

L'equazione attraverso la quale determiniamo il *capitale economico* si basa sull'attualizzazione in ipotesi di perpetuità di un solo flusso di cassa che valuteremo in via indiretta, ovvero sulla base dei documenti che abbiamo a disposizione, cioè il *rendiconto finanziario*¹⁴ fornito dall'azienda valutanda.

Attraverso tali documenti, applicheremo il *metodo Asset side*, con il quale verrà suddivisa la gestione finanziaria (con il metodo indiretto), al fine di quantificare i flussi di cassa, attraverso una tripartizione dei flussi in questione.

La prima misura che viene calcolata è quella del *flusso di cassa dell'attività operativa*, quello che nella terminologia inglese è noto come *free cash flow from operations (FCFO)*, così come è stato fatto nella tabella seguente.

¹³ ZANDA GIANFRANCO, MARCO LACCHINI, TIZIANO ONESTI. Cit.

¹⁴Vedi Tabella (8)

Rendiconto finanziario, metodo indiretto

31-12-2017 31-12-2016

Rendiconto finanziario, metodo indiretto		
A) Flussi finanziari derivanti dall'attività operativa (metodo indiretto)		
Utile (perdita) dell'esercizio	(1.108.336)	(1.092.485)
Imposte sul reddito	(103.138)	(175.830)
Interessi passivi/(attivi)	74.217	92.280
1) Utile (perdita) dell'esercizio prima d'imposte sul reddito, interessi, dividendi e plus /minusvalenze da cessione	(1.137.257)	(1.176.035)
Rettifiche per elementi non monetari che non hanno avuto contropartita nel capitale circolante netto		
Accantonamenti ai fondi	88.068	91.233
Ammortamenti delle immobilizzazioni	668.212	672.594
Svalutazioni per perdite durevoli di valore	-	1.472
Totale rettifiche per elementi non monetari che non hanno avuto contropartita nel capitale circolante netto	756.280	765.299
2) Flusso finanziario prima delle variazioni del capitale circolante netto	(380.977)	(410.736)
Variazioni del capitale circolante netto		
Decremento/(Incremento) delle rimanenze	113.770	(56.546)
Decremento/(Incremento) dei crediti verso clienti	214.913	2.988.815
Incremento/(Decreimento) dei debiti verso fornitori	(59.443)	(1.075.279)
Decremento/(Incremento) dei ratei e risconti attivi	(26.470)	15.323
Incremento/(Decreimento) dei ratei e risconti passivi	(21.147)	(13.868)
Altri decrementi/(Altri Incrementi) del capitale circolante netto	232.702	(639.353)
Totale variazioni del capitale circolante netto	454.325	1.219.092
3) Flusso finanziario dopo le variazioni del capitale circolante netto	73.348	808.356
Altre rettifiche		
Interessi incassati/(pagati)	(74.217)	(92.280)
(Imposte sul reddito pagate)	103.928	175.830
(Utilizzo dei fondi)	(16.598)	(8.716)
Altri incassi/(pagamenti)	(37.341)	(106.104)
Totale altre rettifiche	(24.228)	(31.270)
Flusso finanziario dell'attività operativa (A)	49.120	777.086

Tabella(8). Rendiconto Finanziario (2016/2017) dell'Azienda Lucano1894 s.r.l

Dal punto di vista analitico il procedimento consiste in tutte una serie di correzioni finalizzate alla determinazione di un preciso movimento di cassa.

Nello specifico, si parte dalla misura del *risultato netto* di esercizio che, in questo caso, indica ad una *perdita*. Da questa misura vengono sottratte le *imposte di competenza* e aggiunti i gli *interessi attivi*, per ottenere l'*utile o perdita* di esercizio *ante imposte*.

Successivamente, questo valore viene rettificato per gli *elementi non monetari che non hanno avuto contropartita ne capitale circolante netto* (CCN), ovvero

accantonamenti, ammortamenti e svalutazioni, così da ottenere *il flusso finanziario ante variazioni del CCN*.

Gli aggiustamenti che seguono sono particolarmente sensibili alla gestione delle attività commerciali come, *ratei e risconti attivi e passivi, crediti e debiti verso clienti e fornitori*.

Nello specifico tra il 2016 e il 2017 abbiamo avuto variazioni importanti, come ad esempio le *rimanenze* sono diminuite di *113.770 euro*, i *ratei e i risconti attivi* hanno subito un incremento pari a *26.470 euro*, invece quelli *passivi* un decremento pari a *21.147 euro*.

Tra quelle rilevate, le variazioni più significative sono sicuramente i *crediti verso i clienti*, che hanno subito una forte diminuzione liberando risorse finanziarie, quella relativa ai *debiti verso i fornitori* che hanno subito un decremento pari a *59.443*, ciò vuol dire che ci sono stati effettivi esborsi di denaro.

Dopo le variazioni relative all'aspetto commerciale, viene determinato il *flusso finanziario dopo le variazioni del CCN*, che subisce ulteriori rettifiche relative ad *interessi, imposte e utilizzo fondi*, così da ottenere la misura fondamentale, per la nostra valutazione, ovvero il *flusso finanziario dell'attività operativa (FCFO)*, uguale *49.120 euro*.

A questo punto, quindi, possiamo impiegare questo valore per la determinazione del *capitale economico*, con la precisazione però che non si tratta di un flusso netto rivolto agli azionisti e quindi la sua attualizzazione dovrebbe essere operata ad un tasso di interesse che tenga conto anche del costo del debito.

In letteratura questa misura è nota come *wacc*, un acronimo che in italiano rappresenta il costo medio ponderato del capitale.

In altri termini il tasso di interesse che dobbiamo applicare nell'equazione del valore deve, per peso, tenere conto sia del *costo del capitale proprio* ovvero il *capitale di rischio*, che del *costo del capitale di debito*.

Per il primo dei due tassi possiamo impiegare la stessa misura che abbiamo calcolato nel paragrafo 2 (*equazione 5*) di questo capitolo, ovvero *12,48%* (r_e).

Più difficile invece è la questione relativa alla determinazione del *capitale di debito*, ovvero quello prestato da terzi.

L'impresa *Lucano1894 s.r.l.*, al pari di qualunque altra realtà imprenditoriale, lavora anche con capitale di terzi, il punto della questione è che questo capitale di

terzi è il risultato di una composizione di diverse fonti di finanziamento. Queste differiscono tra loro, per entità, soggetto prestatore ed epoca dell'accensione del finanziamento. Queste differenze, per gli scopi che ci proponiamo, fanno sì che non sarebbe possibile individuare un solo tasso di interesse di debito.

Tuttavia, a noi non è noto quali siano tutte le effettive fonti di finanziamento, né in entità, né in scadenza esatta e né tanto meno su quale sia l'identità del prestatore.

Per risolvere la questione e riuscire comunque ad ottenere un tasso di interesse da applicare all'equazione del valore procediamo in modo deduttivo.

Infatti, teniamo conto che la maggior parte del *capitale di debito* impiegato dall'impresa è costituita dal *debito verso le banche*, ovvero un debito finanziario di lungo periodo con gli interessi calcolati sulla base dell'*Euribor* a 6 mesi come descritto in precedenza.

Un'altra parte delle fonti di lungo periodo a titolo oneroso sono rappresentate dai *debiti verso le controllanti*.

Da notare che una parte del capitale investito è anche da considerarsi a titolo non oneroso o per lo meno non nelle forme in cui lo stiamo considerando noi.

Il riferimento è ai *fondi relativi al trattamento di fine rapporto* e ai *debiti verso fornitori*. Queste voci certamente non rappresentano una fonte a cui l'impresa può attingere illimitatamente, ma nei limiti della loro esistenza, costituiscono una fonte che noi per semplicità consideriamo a titolo non oneroso.

Tornando quindi a quella parte del debito che consideriamo onerosa e che rappresenta un costo esplicito in termini di interesse per l'impresa e ci occupiamo del *debito verso le banche* e del *debito verso imprese controllanti*.

Dal primo punto di vista la misura in questione per il bilancio del 2017 è pari a *4.019.749 euro*, mentre il debito verso controllanti è pari a *3.734.949 euro*.

Per calcolare il costo delle due forme di debito operiamo semplicemente un rapporto tra la voce di interesse da *Conto Economico* del periodo e la consistenza relativa appena riportata. Poiché le due voci di costo sono rispettivamente pari a *57.563 euro* e *22.473 euro*.

Possiamo, per effetto di una semplice ponderazione, calcolare che il *costo del debito per l'impresa* (k_D) è pari a:

$$k_D = 1,43\%(0,518) + 0,6\%(1 - 0,518) = 1,032\% \quad (9)$$

Dove :

- $i_{Banca} = \frac{57.563}{4.019.749} = 0,0143 \text{ (} 1.43\%)$;
- $i_{Controllanti} = \frac{22.473}{3.734.949} = 0,006017 \text{ (} 0.6\%)$;
- $W_{Banca} = \frac{4.019.749}{(4.019.749 + 3.734.949)} = 0,518 \text{ (peso debito della Banca sul totale dei debiti)}$
- $W_{Controllanti} = (1 - 0,518) = 0,482 \text{ (peso debito delle controllanti sul totale dei debiti)}$

E' opportuno ribadire che il tasso sul debito è stato calcolato tenendo conto dei valori dell'Euribor più uno spread. Negli anni 2015-2017 l'andamento del tasso è stato decrescente, risultando addirittura negativo per via dell'effetto del *Quantitative Easing* posto in essere dalla BCE che, a causa della liquidità iniettata sul mercato ha di fatto ridotto il costo del denaro. Tali risultati si possono riscontrare nelle tabelle e nei relativi grafici riportati di seguito, dove viene riportato l'andamento dei tassi di interesse Euribor¹⁵ rispettivamente degli anni : 2015, 2016 e 2017.

Primo tasso per mese	
02-01-2015	0,169 %
02-02-2015	0,134 %
02-03-2015	0,110 %
01-04-2015	0,088 %
04-05-2015	0,064 %
01-06-2015	0,049 %
01-07-2015	0,049 %
03-08-2015	0,049 %
01-09-2015	0,039 %
01-10-2015	0,027 %
02-11-2015	0,007 %
01-12-2015	-0,045 %



¹⁵ <https://finanza-mercati.ilsole24ore.com/reddito-fisso-e-tassi/tassi/euribor/euribor.php>

Primo tasso per mese	
04-01-2016	-0,041 %
01-02-2016	-0,094 %
01-03-2016	-0,135 %
01-04-2016	-0,131 %
02-05-2016	-0,141 %
01-06-2016	-0,153 %
01-07-2016	-0,182 %
01-08-2016	-0,186 %
01-09-2016	-0,193 %
03-10-2016	-0,203 %
01-11-2016	-0,211 %
01-12-2016	-0,219 %



Primo tasso per mese	
02-01-2017	-0,220 %
01-02-2017	-0,244 %
01-03-2017	-0,237 %
03-04-2017	-0,243 %
02-05-2017	-0,249 %
01-06-2017	-0,254 %
03-07-2017	-0,271 %
01-08-2017	-0,272 %
01-09-2017	-0,273 %
02-10-2017	-0,272 %
01-11-2017	-0,276 %
01-12-2017	-0,271 %



A questo punto, prima di procedere al calcolo dell'equazione per la determinazione del *wacc* dobbiamo rilevare i pesi del capitale di debito e del capitale proprio. Questi sono pari a $0,4036^{16}$ per il *capitale proprio* e $0,5964^{17}$ per quello di *debito*.

Possiamo quindi scrivere l'equazione per il calcolo del *wacc*:

$$Wacc = k_e \cdot \left(\frac{E}{D+E} \right) + K_d \cdot \left(\frac{D}{D+E} \right) \cdot (1 - t) \quad (3.10)$$

¹⁶ $W_E = \frac{5.248.683}{\{(4.019.749+3.734.949) + 5.248.683\}} = 0,4036$

¹⁷ $W_D = (1-0,4036) = 0,5964$

Applicando i dati elaborazioni otteniamo:

$$i_{wacc} = 12,48\%(0,4036) + 1,032\%(1 - 0,4036) * (1 - 0,279) = 0,0548 \text{ (5,48\%)} \quad (10.1)$$

Ora che conosciamo sia il valore del $wacc$, è opportuno precisare che nella determinazione del flusso di cassa atteso, poiché il $FCFO$ dell'ultimo esercizio analizzato risentiva di elementi straordinari in relazione alla gestione del rapporto con i fornitori e con la gestione del circolante, si è deciso di considerare come flusso una media¹⁸ di quelli ottenuti dal rendiconto finanziario negli esercizi 2016 e 2017, inoltre, considerando che il piano di rimborso del prestito prevede la scadenza nel 2021, non è opportuno considerare l'impatto di questo flusso (medio) come perpetuo. Si è deciso quindi di considerare un flusso come una media degli ultimi due esercizi disponibili a cui si è sommato il risparmio sulla rata del debito pari a 1 milione annuo.

Inoltre, a seguito dell'intervista condotta con il responsabile finanziario dell'impresa, la stima che si è utilizzata nell'ambito della redazione del *business plan* aziendale per gli anni successivi prevedeva un *tasso di crescita medio (g)* dell' 1%.

Tali ragioni ci hanno indotto a determinare il valore attuale dei flussi futuri attraverso la formula della rendita perpetua crescente, ottenendo il risultato dell'*Enterprise Value* di seguito illustrato

$$EV = \frac{FCFO}{(wacc-g)} \rightarrow \frac{1.413.103}{(0,0548-0,01)} = 31.519.313 \text{ €} \quad (11)$$

¹⁸ FLUSSO DI CASSA OPERATIVO MEDIO = $\left(\frac{49.120+777.086}{2}\right) + 1.000.000 = 1.413.103 \text{ €}$

Il valore del *capitale economico* viene calcolato sottraendo la *posizione finanziaria netta (PFN)*, calcolata come *debiti finanziari* al netto delle *disponibilità liquide* che ammonta a *3.834.000 €*.

Il valore dell'Equity, così determinato, ammonta a *27.685.313 euro*.

