



Università
Ca' Foscari
Venezia

Corso di Laurea Magistrale
in

Economia e Finanza

(orientamento ex D.M. 204/2007)

Tesi di Laurea

Il Tasso di Crescita nella Valutazione d'Azienda

I fondamenti, le principali metodologie di stima e l'applicazione a casi reali
con annessa analisi empirica.

Relatore

Ch. Prof. Massimo Buongiorno

Laureando

Marco Cigna

Matricola 852671

Anno Accademico

2019 / 2020

*«Valuation is not a science but it is a craft.
There is no perfect way of doing things,
there is only a better way of doing things»*

Aswath Damodaran

INDICE

INTRODUZIONE

CAPITOLO I – I FONDAMENTI DELLA CORPORATE FINANCE E IL TEMA DELLA CRESCITA NELLA VALUTAZIONE D’AZIENDA

1.1	LA CREAZIONE DEL VALORE E LA VALUTAZIONE D’AZIENDA	1
1.2	IL DISCOUNTED CASH FLOW MODEL	3
1.2.1	IL PROCESSO DI VALUTAZIONE DI UNA SOCIETÀ	6
1.3	LA CRESCITA AZIENDALE: UN OBIETTIVO E UN PRINCIPALE DRIVER DI CREAZIONE DI VALORE	14
1.3.1	IL TEMA DEI REINVESTIMENTI	18
1.3.2	LE MISURE CHE SINTETIZZANO LA QUALITÀ DEI REINVESTIMENTI	20

CAPITOLO II – LE TIPOLOGIE DI TASSO DI CRESCITA NELLA PREVISIONE DELLE PERFORMANCE FUTURE

2.1	IL TASSO DI CRESCITA STORICO – HISTORICAL GROWTH	29
2.1.1	ANALISI DEI TASSI DI CRESCITA STORICI DI ENI S.P.A. E MONCLER S.P.A.	30
2.2	IL TASSO DI CRESCITA DI BREVE-MEDIO PERIODO NEL PRIMO STADIO DI VALUTAZIONE	33
2.2.1	APPROCCIO DI STIMA ENDOGENO E RILEVAZIONE FCFF PREVISIONALI	35
2.2.2	APPROCCIO DI STIMA ESOGENO	38
2.2.3	APPROFONDIMENTO SUL TASSO DI CRESCITA DEGLI EPS ED ESEMPIO DI ANALISI PER MONCLER S.P.A.	41
2.3	IL TASSO DI CRESCITA DI LUNGO PERIODO NEL TERMINAL VALUE	43

CAPITOLO III – LA PREVISIONE DELLA CRESCITA AZIENDALE NELLA REALTÀ IN ALCUNI CASI PARTICOLARI

3.1	IL “LIGHT SIDE OF VALUATION” CONTRO IL “DARK SIDE OF VALUATION”	51
3.2	LA VALUTAZIONE DI START-UP O DI SOCIETÀ GIOVANI CON ELEVATE PROSPETTIVE DI CRESCITA	54

3.2.1	LE RELATIVE IPOTESI SULLA CRESCITA E IL PROCESSO DI VALUTAZIONE	57
3.3	LE SOCIETÀ CON BUSINESS CICLICO E LE C.D. “ <i>COMMODITY COMPANIES</i> ”	63
3.3.1	IL PROCESSO DI VALUTAZIONE E L’APPROCCIO ESOGENO COME UNICA POSSIBILITÀ DI STIMA DEL TASSO DI CRESCITA	65
3.4	LE SOCIETÀ CON ASSET INTANGIBILI	69
3.4.1	LA RETTIFICA DELLE SPESE DURANTE IL PROCESSO DI VALUTAZIONE E LE RISPETTIVE ASSUNZIONI SUL TASSO DI CRESCITA	71
3.5	LE SOCIETÀ MULTINAZIONALI E MULTI-BUSINESS	75
3.5.1	LE DIFFICOLTÀ NELLA STIMA DEGLI INPUT DELLA VALUTAZIONE	77
3.5.2	IL PROCESSO DI VALUTAZIONE SECONDO UN’OTTICA AGGREGATA O DISAGGREGATA E LE CONSEGUENTI IPOTESI SUL TASSO DI CRESCITA	79

CAPITOLO IV – L’ANALISI EMPIRICA

4.1	INTRODUZIONE ALL’ANALISI E SPIEGAZIONE DELLE METODOLOGIE APPLICATE	85
4.1.1	IL PROCEDIMENTO DI STIMA DEL TASSO “G” DI LUNGO PERIODO ATTRAVERSO L’APPROCCIO ESOGENO	86
4.1.2	IL PROCEDIMENTO DI STIMA DEL TASSO “G” DI LUNGO PERIODO ATTRAVERSO L’APPROCCIO ENDOGENO	86
4.1.3	IL PROCESSO DI STIMA DEL TASSO “G” IMPLICITO	87
4.2	MONCLER S.P.A.	89
4.3	DAVIDE CAMPARI – MILANO N.V.	95
4.4	TELECOM ITALIA S.P.A.	101
4.5	TENARIS S.A.	107
4.6	TECHNOGYM S.P.A.	113
4.7	I RISULTATI DELL’ANALISI E L’EVIDENZA EMPIRICA	118

CONCLUSIONE

BIBLIOGRAFIA

INTRODUZIONE

Il tema centrale dell'elaborato è il tasso di crescita in una tipica valutazione aziendale con ottica interna. L'interesse per questo argomento è sbocciato durante il corso di Finanza Strategica in cui ci è stato assegnato un lavoro di gruppo mirato proprio alla valutazione intrinseca e relativa di una società reale a nostra scelta attraverso il DCF model e i multipli di mercato, il tutto impreziosito con la stesura dell'annesso *Equity Research Report*. Il nostro progetto è andato molto bene e ha suscitato molto interesse. Da quel momento in poi ho deciso che mi sarebbe piaciuto tantissimo approfondire tale ambito e focalizzarmi, in particolare, sul concetto di tasso di crescita perché, in fin dei conti, si tratta del cuore pulsante di una qualsiasi valutazione intrinseca. L'obiettivo della tesi – come suggerito anche dal titolo stesso – è svolgere uno studio a 360 gradi su tale tasso “g” partendo dalla letteratura di riferimento e concludendo con un'analisi empirica basata su dati reali e concreti degli ultimi anni. Idealmente l'elaborato può essere suddiviso in tre sezioni distinte. La prima, rappresentata dai primi due capitoli, può essere considerata una parte introduttiva. Dal momento in cui non è possibile parlare di tasso di crescita se prima non si ha ben chiaro cosa significhi valutare un'azienda e crescita aziendale, nel Capitolo I vengono affrontati i fondamenti principali della valutazione d'azienda in senso lato e le determinanti della crescita aziendale. Quest'ultime sono i reinvestimenti e la qualità di tali reinvestimenti tradotta in termini di rendimento, aspetti trattati dettagliatamente nel corso degli ultimi due paragrafi del capitolo. Dopo aver compreso a pieno le basi teoriche sottostanti, si comincia ad entrare nello specifico del tasso di crescita passando al Capitolo II, dove si fornisce un primo taglio analitico su tutte le metodologie di stima presenti al giorno d'oggi nella letteratura di riferimento. Ognuna viene analizzata separatamente rispetto alle altre e vengono messi in risalto i punti di forza e i punti di debolezza, alcuni anche attraverso degli esempi numerici come avviene, ad esempio, per il tasso di crescita storico. Successivamente si passa alla seconda sezione, rappresentata dal Capitolo III, in cui si rivolge lo sguardo alla realtà. Qui il concetto che si vuole trasmettere al lettore è che non sempre è possibile applicare pari passo la letteratura di riferimento. Infatti, esistono molti casi reali in cui l'analista deve fronteggiare numerosi problemi in sede di valutazione, soprattutto per quanto riguarda la stima del tasso di crescita, perché si trova di fronte alcune tipologie particolari di società difficili da valutare. Alcuni esempi

emblematici che verranno affrontati nel corso dell'elaborato sono le start-up, le società caratterizzate da business ciclico, le *commodities companies*, le società la cui maggior parte degli asset sono intangibili e le grandi imprese multi-business. Anche in questo caso ogni singola tipologia verrà analizzata separatamente mettendo in evidenza le principali difficoltà in sede di valutazione e, contemporaneamente, anche le possibili strategie che l'analista può implementare per arginarle e giungere comunque ad una stima finale solida e coerente. Per concludere, l'ultima sezione, rappresentata dal Capitolo IV, è interamente dedicata all'analisi empirica. Preso un campione di società reali e conosciute in tutto il mondo, l'obiettivo è quello di verificare se esiste un allineamento o un disallineamento tra le varie metodologie di stima del tasso di crescita atteso di lungo periodo. Al termine dello studio verranno effettuate delle riflessioni in merito ai risultati ottenuti e verranno forniti dei consigli su alcuni accorgimenti che un qualsiasi analista dovrebbe considerare di implementare all'interno della propria valutazione per poter ottenere una previsione ottima e ben strutturata.

CAPITOLO I – I FONDAMENTI DELLA CORPORATE FINANCE E IL TEMA DELLA CRESCITA NELLA VALUTAZIONE D’AZIENDA

1.1 LA CREAZIONE DEL VALORE E LA VALUTAZIONE D’AZIENDA

La finanza d’impresa (o come viene riconosciuta a livello mondiale, *corporate finance*) è una specifica branca della finanza che si occupa di tutto ciò che è di natura finanziaria per una società. Al giorno d’oggi la situazione è molto diversa rispetto a quella che era anni fa, perché dal 2007 in poi sono avvenuti numerosi cambiamenti. I pilastri su cui erano basati l’Unione Europea e gli Stati Uniti sembravano essere apparentemente indistruttibili e dominavano la finanza internazionale, i governi erano in grado di attingere economicamente debito da mercati dei capitali altamente liquidi in tutto il mondo, e le aspettative di crescita per le società (soprattutto europee) erano molto alte. Purtroppo, con il passare del tempo, l’ambiente nel quale le aziende operano è mutato significativamente e, conseguentemente, è diventato molto più rischioso. I prezzi dell’energia e delle merci sono aumentati, le opportunità di crescita si sono ridotte moltissimo, e lo stesso vale per le aspettative sui ricavi. Il tutto, combinato anche con situazioni politiche incerte in molti Paesi, fa sì che i manager odierni debbano essere dotati di strumenti che consentano loro di reggere il contesto economico mutevole nel quale le proprie società operano. La *corporate finance* si basa su tre temi fondamentali, dai quali poi si sviluppano numerosissimi altri aspetti via via sempre più complessi: gli investimenti, i finanziamenti e i dividendi. L’obiettivo è quello di massimizzare il valore dell’impresa per chi ne è proprietario, e ciò è raggiungibile investendo in progetti che abbiano un rendimento atteso superiore ad una determinata soglia minima di rendimento, scegliendo una struttura finanziaria coerente e idonea a massimizzare il valore dei progetti intrapresi, e infine, qualora non vi siano opportunità interessanti di investimento, mettendo in atto una corretta politica dei dividendi andando a restituire parte del denaro ai legittimi proprietari. Il principio cardine della creazione di valore aziendale è un concetto sostanzialmente semplice e lineare: le società che crescono, e hanno un guadagno sul capitale investito che eccede il costo del capitale, creano valore. Tuttavia, i manager, i consigli di

amministrazione e gli investitori a volte ignorano le basi di tale concetto a causa dell'intensa concorrenza, o perché presi dall'euforia del mercato. Il valore non deve essere confuso con il prezzo di compravendita di una società, dove quest'ultimo può essere concepito in maniera diversa tra differenti acquirenti o, addirittura, tra acquirente e venditore. Il tema della valutazione aziendale si pone e si sviluppa in questo contesto dove, da una parte, la valutazione fornirà all'acquirente il prezzo più alto che dovrebbe pagare per poter comprare, mentre al venditore servirà per individuare il prezzo minimo al quale dovrebbe vendere. Tuttavia, questo strumento può essere utilizzato anche per molteplici altri scopi: ad esempio, un investitore potrebbe essere interessato alla valutazione di una società quotata per confrontare il valore ottenuto con il prezzo dell'azione sul mercato e decidere se acquistare, detenere oppure vendere le azioni; piccole imprese private con il desiderio di espansione potrebbero usufruire di una valutazione per approcciarsi a investitori di *private equity* o *venture capital* con l'obiettivo di ottenere iniezioni di capitale; oppure ancora, il management di una società potrebbe richiedere una valutazione per identificare i principali *driver* di valore, per pianificare e prendere decisioni strategiche sul futuro o, al contrario, potrebbe utilizzarla per valutare se le scelte strategiche pregresse sono state d'impatto oppure no. La valutazione gioca un ruolo chiave in molti settori della finanza, specialmente in *corporate finance*, *M&A operations* e *portfolio management*. Essa acquisisce un ruolo preciso in ogni stadio del ciclo di vita di una società, e per qualunque persona coinvolta nell'ambito finanziario capirne i meccanismi è quindi un requisito indispensabile per identificare le fonti di creazione e di distruzione di valore economico. Esistono numerosi metodi di valutazione, suddivisi in modelli di natura reddituale e modelli di natura finanziaria, più un particolare modello poco ricorrente di natura opzionale chiamato "*Option Pricing Model*". Empiricamente, i migliori dal punto di vista della correttezza sono quelli finanziari, rappresentati dal "*Dividend Discounted Model*", dalla valutazione intrinseca attraverso il "*Discounted Cash Flow Model*", e dalla valutazione relativa attraverso l'analisi dei multipli. Quest'ultimi due sono in assoluto i più utilizzati dagli analisti. Con il primo si valuta una società, o un suo particolare business, partendo dalle caratteristiche fondamentali e basandosi sulla loro capacità di generare flussi di cassa. La seconda metodologia, invece, è molto più veloce e sintetica: una società viene valutata non partendo dalle proprie caratteristiche, ma in relazione al valore di altre società comparabili in termini di business, dimensioni o settore di appartenenza. Quest'ultima assomiglia più ad un metodo di *pricing* perché si parte dal valore di altre aziende, un po' come un agente

immobiliare stima il valore di una casa confrontandola con case simili che ha recentemente venduto. Al fine di determinare quale sia il metodo valutativo più efficace da applicare al singolo caso, l'analista deve prendere in considerazione tutta una serie di fattori e ponderarli con attenzione. Tra i più importanti ci sono, ad esempio, la tipologia di attività svolta, il *core business*, il contesto, le motivazioni alla base della valutazione, e soprattutto la disponibilità e il grado di profondità delle informazioni. Lo scopo è “rappresentare in via sintetica i *drivers* caratterizzanti il *business model* aziendale che consentono all'impresa di generare ricchezza per i propri investitori” (Franceschi & Comi, 2015). Tuttavia, eseguire una valutazione non è un mero esercizio oggettivo perché differenti analisti potrebbero ottenere risultati altrettanto differenti, infatti, come sostiene Aswath Damodaran nel proprio libro “*Damodaran on Valuation*” (Damodaran, 2009), la valutazione è una perfetta combinazione tra storie e numeri. L'importante è che qualsiasi idea l'analista intenda apportare al processo sia rappresentata coerentemente dai numeri e trovi il proprio risvolto in termini di valore nei risultati finali. Fatta questa breve presentazione sulla creazione del valore e i principali metodi di valutazione aziendale, nel corso dell'elaborato verrà preso in considerazione solamente il *Discounted Cash Flow Model* (DCF) e, in particolare, verrà affrontato nello specifico il tema del tasso di crescita atteso nella rilevazione dei flussi di cassa previsionali e del *Terminal Value*.

1.2 IL DISCOUNTED CASH FLOW MODEL

In una valutazione svolta in ottica finanziaria, non è solo importante capire quanto reddito abbia generato la società in questione. L'interesse che prevale è tipicamente quello del creditore e dell'investitore: al primo interesserà sapere se un'eventuale alta marginalità, di fatto, si traduce in flussi di cassa utili a ripagare il capitale prestato e i relativi interessi; mentre ai secondi interesserà capire l'entità dei flussi in modo da valutare se un eventuale investimento sarebbe conveniente o meno. Il reddito è un concetto filosofico e sfuggivo dal punto di vista finanziario. Infatti, a seconda dei principi contabili utilizzati per la redazione del bilancio d'esercizio, i numeri possono cambiare. Questo è il motivo per cui il focus di creditori e investitori si concentra sul binomio entrate-uscite, e su quanta cassa la società è stata in grado di generare, piuttosto che su attività e passività.

Il valore di un investimento, stimato attraverso l'approccio di valutazione intrinseca, è funzione delle sue caratteristiche fondamentali: i flussi di cassa generati, la crescita attesa e il rischio. In generale, il *Discounted Cash Flow Model* è il modello più utilizzato per ricavare tale valore appena descritto, e nell'ambito della valutazione d'azienda esso si articola in quattro step fondamentali. Il primo passo consiste nel valutare ciò che le attività in essere stanno generando in termini di flussi di cassa, e spesso questa informazione può essere ricavata attraverso lo studio del rendiconto finanziario della società. La seconda valutazione che deve essere fatta dall'analista, è stimare il valore della crescita. Tutte le volte che si valuta un'azienda, è comune pensare che la crescita sia esclusivamente un aspetto positivo ma, in realtà, si tratta di un'ipotesi che può tranquillamente essere confutata in quanto essa ha anche un lato negativo che può essere molto pericoloso. Una società che cresce, vede aumentare i propri ricavi, i propri margini e di conseguenza i propri profitti; tuttavia il lato "oscuro" consiste nel fatto che, per ottenere tale crescita, bisogna reinvestire parte del denaro guadagnato andando a drenare i flussi di cassa. In altre parole, può succedere che la società stia crescendo ma non stia creando abbastanza valore in grado di poterla sostenere. L'effetto quindi, dipende da quale dei due sia il versante dominante. Successivamente, dal momento in cui, con il *DCF model*, i flussi di cassa previsionali vengono scontati al tempo in cui si sta effettuando la valutazione, bisognerà stimare la loro rischiosità e cercare di introdurla all'interno del tasso di attualizzazione. In questo particolare ambito, il rischio assume una definizione più ampia del normale: si riferisce alla probabilità di ottenere un rendimento diverso rispetto a quello che ci si aspettava di ottenere. Esso acquisisce una natura bidirezionale, cioè esiste il rischio di incorrere in risultati peggiori rispetto alle aspettative, ed esiste anche il rischio di ottenerne di migliori. In termini finanziari, il primo viene chiamato proprio "rischio" perché simboleggia un pericolo, mentre il secondo "rendimento atteso" perché costituisce un'opportunità. Tuttavia, il pericolo di inciampare in rendimenti peggiori è un rischio che deve essere percepito in maniera calibrata tra i vari portatori di interesse, in base alla prospettiva di analisi scelta dall'analista. Infine, esiste un quarto step, o più precisamente una quarta assunzione da fare, almeno a livello teorico: molte società, soprattutto società quotate in un mercato regolamentato, possono durare per sempre. Nella realtà ciò è difficilmente provabile, ma a livello strettamente teorico potrebbe succedere. Il concetto sottostante a questa teoria è che non si possono stimare precisamente i flussi di cassa all'infinito, quindi è necessario assumere che, dopo un determinato periodo di tempo, la società diventi "*a steady-state company*". In altre parole, si ipotizza che essa diventi

matura e che cresca ad un tasso di crescita costante in modo da poter sviare il problema e poterli ipotizzare costanti in perpetuo da un certo anno in poi. La difficoltà di quest'ultima assunzione è che non si sa con certezza quando una società entri, di fatto, in fase *steady-state*, ma è un'informazione che varia da caso a caso. Questi quattro aspetti appena illustrati, assumono valore numerico durante le analisi e si traducono in input che rientrano nell'equazione di valutazione per arrivare all'*enterprise value* e all'eventuale *target price* se si tratta di una società quotata.

Comprese le ipotesi sottostanti al modello, è fondamentale per l'analista capire cosa si vuol valutare. Nello stato patrimoniale di una società si hanno da una parte le attività, mentre dall'altro lato il debito e l'*equity*, quindi si può decidere di valutare solo la parte "*equity side*" oppure la società nel suo complesso. Nel primo caso, il fulcro della valutazione riguarda gli azionisti. Ci si focalizza sui flussi di cassa che percepiscono dall'attività, cioè quelli depurati dei debiti e scontati per il rendimento che dovranno percepire per pareggiare l'investimento in capitale effettuato. Tale rendimento prende il nome di costo del capitale proprio (o "costo dell'*equity*"). Si scontano i "*Free Cash Flow to Equity*" (FCFE) al costo del capitale proprio e si ottiene il valore dell'*equity*. Ciò nonostante, esiste un punto di vista molto restrittivo e severo che afferma che per una società quotata in borsa, l'unico flusso di cassa percepito dagli azionisti siano i dividendi. Il *Dividend Discount Model* è un caso molto particolare di *equity valuation model* e, generalmente, viene utilizzato dagli analisti quando non si è in grado di stimare i flussi di cassa previsionali. L'alternativa è svolgere una valutazione *asset side*, tenendo conto non solo dell'*equity* ma anche della porzione di debito presente nello stato patrimoniale. L'analisi si baserà sui flussi di cassa collettivi generati dal business, chiamati "*Free Cash Flow to the Firm*" (FCFF) dove i creditori percepiranno la parte relativa agli interessi e al capitale prestato, mentre gli azionisti percepiranno gli eventuali flussi di cassa residui. Una volta valutata l'intera società, è possibile ricavare il solo valore dell'*equity*? La risposta a questa domanda è affermativa e, a livello teorico, sembra piuttosto banale, infatti si deve semplicemente sottrarre il valore del debito dal valore complessivo. Ciò nonostante, muoversi da una valutazione *equity side* ad una valutazione *asset side* e viceversa, è un procedimento difficoltoso che può creare diversi problemi, ma se le valutazioni sono state fatte con precisione, si dovrebbero ottenere gli stessi risultati. Quando ci si avvicina ad una valutazione e si deve decidere quale tipologia effettuare, bisogna seguire una semplice regola e cioè quella di essere coerenti e pragmatici: quando

il rapporto debito su *equity* si presume sia stabile nel tempo, è consigliabile svolgere una valutazione *equity side* perché risulta essere molto più semplice; mentre, se si presume che esso cambi con il passare degli anni, è più corretto svolgere una valutazione *asset side*. Nell'ultimo scenario invece, quando è molto difficile fare assunzioni sull'andamento dello stesso rapporto o semplicemente non si ha idea di cosa possa succedere nel futuro, è sempre consigliabile valutare l'intera società, sempre per questioni pragmatiche. In definitiva, è possibile affermare che quest'ultimo risulta essere il metodo generalmente più utilizzato infatti, in media, solamente una società su cinque viene valutata attraverso l'approccio di valutazione *equity side*. Prima di analizzare nello specifico il processo di valutazione aziendale, è utile mettere in evidenza i punti di forza e le debolezze di tale modello valutativo. Il *Discounted Cash Flow Model* si basa sui *driver* fondamentali di una società, e di conseguenza le stime ottenute saranno meno esposte agli "umori" e alle percezioni del mercato, e più vicine al vero valore intrinseco dell'attività o del business. È un modello affidabile perché, a differenza di altre tipologie di valutazione, si basa sui flussi di cassa eliminando il rischio di ricadere in particolari politiche contabili o fenomeni di "*window dressing*" del bilancio d'esercizio. Infine, per le società quotate in un mercato regolamentato può essere utilizzato come metodo di controllo per verificare se il prezzo corrente dell'azione è corretto, sopravvalutato o sottovalutato. D'altro canto, presenta anche dei limiti. Ad esempio, il DCF model è estremamente sensibile alle ipotesi relative al tasso di crescita e al tasso di sconto, e funziona al meglio solo quando è presente un alto grado di fiducia sui flussi di cassa previsionali. Ma la debolezza più rilevante consiste nel fatto che si tratta di un modello che richiede come input numerose informazioni e anche di grado molto dettagliato: quest'ultime non sono solo, a volte, difficili da rintracciare, ma possono anche essere manipolate dagli analisti per fornire la conclusione che più desiderano.

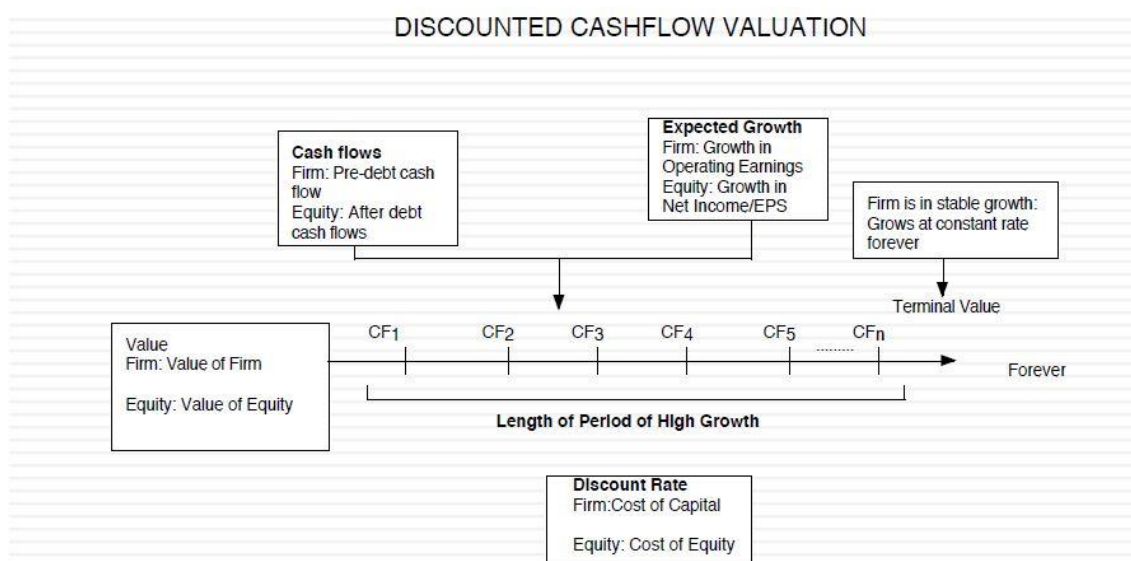
1.2.1 Il processo di valutazione di una società

In termini pratici, l'iter di valutazione intrapreso da un'analista attraverso il *Discounted Cash Flow Model* può essere sintetizzato attraverso i seguenti passaggi fondamentali:

1. Raccolta delle informazioni e dei dati necessari, analisi panoramica della società in questione, e scelta della tipologia di DCF model da utilizzare.
2. Stima del relativo tasso di sconto che verrà utilizzato all'interno della valutazione. Esso può essere o il costo dell'*equity* se si sta effettuando una valutazione *equity side*, oppure il costo del capitale se si sta valutando l'intera azienda.

3. Stima degli utili e dei flussi di cassa correnti del business per gli azionisti, se si sta effettuando una valutazione *equity side* (FCFE), oppure quelli per qualunque portatore di interesse nell'ottica della valutazione complessiva (FCFF).
4. Stima dei probabili utili e dei probabili FCFE/FCFF futuri della società attraverso l'utilizzo di un tasso di crescita atteso di breve-medio termine.
5. Stima del *Terminal Value* attraverso un tasso di crescita atteso di lungo periodo.
6. Controllo e analisi dei risultati ottenuti con considerazioni finali.

Figura 1. Generico Discounted Cash Flow valuation model (Damodaran, 2019)



Nel corso di questo elaborato ci si focalizzerà solamente sul processo di valutazione *asset side* di una società, visto che – come accennato precedentemente – risulta essere la prassi più comunemente utilizzata nella maggior parte dei casi.

1.2.1.1 Il tasso di sconto dei flussi di cassa previsionali

La stima del tasso di sconto da utilizzare all'interno della valutazione è, generalmente, il primo passo svolto dall'analista perché si tratta dell'unica componente in cui può essere introdotto il concetto del rischio. Infatti, quest'ultimo, in un tradizionale DCF model non può essere incluso nei flussi di cassa perché si tratta di “*expected cash flow*” e quindi flussi di cassa previsionali. Nel caso in cui un'impresa disponesse di liquidità in eccesso, essa potrebbe decidere di distribuirla immediatamente sotto forma di dividendi, oppure potrebbe decidere di intraprendere un nuovo progetto. Ma dal punto di vista degli

azionisti, quale sarebbe l'alternativa migliore? Nel primo scenario, incassato il dividendo, potrebbero decidere di reinvestirlo in un'attività finanziaria (come ad esempio un'azione o un'obbligazione) avente lo stesso rischio del progetto e che offra un determinato rendimento. A parità di rischio, ovviamente, gli azionisti sceglierebbero la via che porta al rendimento più elevato, e da questa breve analisi emerge una semplicissima ma importante regola di *capital budgeting*: il tasso di sconto di un progetto deve essere almeno uguale al rendimento atteso di un'attività finanziaria con analogo rischio. Dal punto di vista societario, questo rendimento atteso è rappresentato dal costo del capitale. I nuovi progetti che in futuro si tradurranno in termini di flussi di cassa, posso essere finanziati interamente da capitale proprio, o da un corretto mix insieme al debito. Dal momento in cui, nella quasi totalità dei casi, la struttura finanziaria di una società è composta sia da debito e sia da *equity*, generalmente si opta per quest'ultima alternativa. Ne deriva che il tasso corretto da utilizzare per scontare i FCFF previsionali in ottica di valutazione *asset side* è il *Weighted Average Cost of Capital* (WACC), cioè il costo medio ponderato del capitale:

$$WACC = \frac{D}{D + E} K_d(1 - Tax Rate) + \frac{E}{D + E} K_e$$

Per poter calcolare il costo dell'*equity* (K_e) si possono utilizzare vari modelli che misurano la porzione di rischio non diversificabile, tra cui modelli multifattoriali come ad esempio l'*Arbitrage Pricing Model*, o il *Capital Asset Pricing Model*. La peculiarità è che in ognuno degli appena citati, è presente il tasso privo di rischio. Infatti, il *risk free rate* costituisce la colonna portante per la stima del costo dell'*equity*. Esso deve essere rappresentato nella valuta in cui si decide di effettuare la valutazione, ma non è necessario che provenga dallo stesso Paese in cui la società ha sede. In termini pratici, se si decidesse di valutare una società quotata italiana, sarebbe corretto prendere in considerazione il BUND tedesco in quanto è espresso in euro ed è un titolo di Stato emesso dalla Germania, cioè un Paese, come l'Italia, membro dell'Europa. Il tasso privo di rischio, in sostanza, è una "*currency choice*" e può essere più semplice da identificare per certe tipologie di valute, piuttosto che per altre, meno utilizzate di frequente. Tornando a come viene stimato il costo dell'*equity*, è importante evidenziare che nella prassi comune il modello più utilizzato è il *Capital Asset Pricing Model* (C.A.P.M.), dove l'equazione è composta da una porzione di rischio non diversificabile relativo alla società, il β , e una porzione di rischio che non ha nulla a che fare con essa ma deriva dal mercato, l'*equity risk premium*.

Quest'ultimo rappresenta il rendimento richiesto dagli investitori che decidono di accollarsi un determinato rischio e, insieme al *risk free rate* – descritto precedentemente – e al beta, formano l'equazione del “*risk adjusted cost of equity*”. È evidente che in caso di *equity side valuation*, quest'ultimo rappresenterà l'intero tasso di sconto perché al numeratore i flussi di cassa previsionali saranno FCFE. La componente “ K_d ”, invece, identifica il costo del debito cioè il tasso al quale si può prendere a prestito oggi del denaro a lungo termine. Esso riflette non solo il rischio di *default* ma anche il livello dei tassi di interesse nel mercato. La struttura finanziaria di una società è composta da debito a breve termine, a medio termine e a lungo termine, e sostanzialmente la definizione appena riportata sancisce che l'analista deve prendere l'intero ammontare del debito e attribuirgli un costo basato sulla porzione a lungo termine. Generalmente, si utilizza questa procedura conservativa perché se si stimasse il costo del debito basandosi sulla sua quota più “tenue” (dal momento in cui il costo del debito a breve termine è inferiore rispetto a quello a lungo termine per effetto della rischiosità), quest'ultimo risulterebbe più basso rispetto a quanto in realtà esso sia. Ulteriore parola chiave all'interno della definizione è “oggi” perché all'analista interessa il costo del debito corrente, e non il tasso al quale è stato negoziato nel passato, perché la situazione nel frattempo potrebbe essere mutata. Gli approcci più utilizzati per stimare il costo del debito sono due: il primo consiste nell'osservare il rendimento alla scadenza di un'obbligazione ordinaria in circolazione dell'azienda valutata; mentre il secondo consiste nell'osservare il *rating* della società e, sulla base di esso, stimare un *default spread*. Il limite della prima metodologia è che pochissime aziende detengono obbligazioni a lungo termine che siano liquide e ampiamente negoziate; e, per quanto riguarda la seconda, nonostante sia la più solida, la difficoltà sta nel fatto che diverse obbligazioni della stessa società possono avere *rating* differenti e quindi sarà necessario fare degli adattamenti. Quando si presenta l'ostacolo di non avere a disposizione alcuna informazione sul *rating* o, al contrario, averne numerosi sulla stessa società, la soluzione è stimare un *rating* sintetico e calcolare il costo del debito sulla base di esso. Quest'ultimo può essere stimato utilizzando le caratteristiche finanziarie della società valutata partendo dall'*interest coverage ratio*, cioè il rapporto tra EBIT e spese per interessi. Ottenuto il risultato, si verifica in quale classe di *bond rating* rientra e il relativo *default spread*. Successivamente, si somma il *risk free rate* con il *default spread* indicativo calcolato, e si ottiene così una stima del costo del debito. L'ultimo passaggio è includere il tutto all'interno dell'equazione del WACC assieme ai relativi pesi di debito ed *equity*: essi devono rigorosamente essere a valore di mercato perché quando si effettua

una valutazione attraverso il DCF model, di fatto, ci si sta comportando come se si volesse acquistare l'intera società nel mercato all'epoca corrente. Tali pesi sono più appropriati rispetto a quelli riferiti ai valori contabili perché i valori di mercato dei titoli sono più vicini a quel che si ricaverebbe, in realtà, dalla loro vendita.

1.2.1.2 La rilevazione dei flussi di cassa correnti

La fase successiva che l'analista deve affrontare è sicuramente molto importante e delicata, infatti molti esperti ritengono che la stima dei flussi di cassa possa essere considerata il fulcro dell'intero processo di valutazione. Una circostanza che valorizza questa tesi è che, nel caso in cui sia necessario effettuare una valutazione in tempi relativamente brevi, è consigliabile dedicare più energie alla rilevazione dei *cash flow* piuttosto che alla determinazione del costo del capitale. La motivazione deriva dal fatto che, mentre i flussi di cassa sono strettamente soggettivi, il costo del capitale può essere osservato per analogia con altre società simili in termini di sede, settore di appartenenza, dimensioni o, soprattutto, struttura finanziaria. Ad esempio, Aswath Damodaran nei propri studi ha stimato che, nel corso del 2019, il costo del capitale medio per una “*global company*” si aggirava indicativamente attorno all'8 - 8,5% (Damodaran, 1998) e lo stesso può essere fatto, più o meno facilmente, per le altre tipologie di società di cui si hanno informazioni pubbliche. Per poter giungere ai flussi di cassa, l'analista deve partire dagli “*earnings*”. È fondamentale che essi siano corretti ed attendibili e, per garantire ciò, egli dovrà mettere in atto degli specifici accorgimenti: innanzitutto, il loro valore deve essere il più aggiornato possibile. Si può prendere in considerazione l'importo conseguito negli ultimi 12 mesi ma, solitamente, è più consigliabile (soprattutto per società con ricavi ciclici o “*commodities company*”) normalizzare i dati facendo un'analisi degli ultimi anni, preferibilmente almeno tre. Inoltre, l'analista deve occuparsi di un ulteriore aspetto rilevante e cioè che il bilancio, in ottica di valutazione, non sempre è coerente. In altre parole, devono essere applicate delle correzioni sulle spese operative, sulle spese in conto capitale e sulle spese finanziarie. In primis, i contratti di locazione rappresentano una grossa spesa finanziaria per molte società e devono essere trattati come debito, motivo per cui sono voci che devono essere convertite da spese operative a spese finanziarie. Al tempo stesso, i costi in Ricerca e Sviluppo rappresentano un'altra voce di bilancio critica perché devono essere convertiti da spese operative a spese in conto capitale. Una volta eseguite tutte le opportune correzioni, si procede con la rilevazione dei flussi di cassa disponibili per qualunque portatore d'interesse attraverso la seguente formula:

$$EBIT \times (1 - Tax Rate) - [(CapEx - Depreciation) + Change in Non cash W.ing Cap.] = FCFF$$

La tassazione, in questo caso, si basa sul reddito totale e di conseguenza bisognerà utilizzare un'aliquota fiscale effettiva; mentre, se si stanno stimando i flussi di cassa previsionali, più ci si allontana dall'epoca corrente avvicinandosi al *Terminal Value*, più bisognerà aumentare l'aliquota, fino ad arrivare all'aliquota fiscale marginale. Generalmente, quest'ultima sarà l'aliquota prevista dal Paese in cui ha sede la società valutata ma ciò dipende anche dalla sua ripartizione geografica dei ricavi. L'analista, dopo aver calcolato l'utile operativo al netto delle imposte, per giungere ai FCFF deve capire quanto la società reinveste in attività a lungo termine, e ciò è possibile attraverso la differenza tra spese in conto capitale e ammortamenti. Il netto tra questi due valori simboleggia di quanto si sta aumentando il patrimonio ed è funzione di quanto velocemente si vuole crescere; ecco perché le assunzioni su questo aggregato devono essere legate alle prospettive di crescita. Più si è ottimisti sulla crescita e maggiore deve essere il valore delle spese nette in conto capitale; pertanto, se i due aspetti non sono collegati potrebbe scattare un campanello d'allarme. Come ultima precisazione, l'analista deve considerare all'interno di questa voce anche le spese nette in Ricerca e Sviluppo e – ancora più importante – le acquisizioni. Le acquisizioni di altre società solitamente non figurano come spese in conto capitale nel bilancio, tuttavia, in ottica di valutazione, lo sono, e rappresentano un ingente esborso che deve essere conteggiato, anch'esso al netto degli ammortamenti. Rimane, a tal punto, solamente da spiegare che cosa si intenda per variazioni non monetarie del capitale circolante (*“Change in Non-cash Working Capital”*). In termini contabili, il capitale circolante è la differenza tra le attività correnti e le passività correnti ma, in tema di valutazione aziendale, assume un significato differente: il capitale circolante, come sostiene Aswath Damodaran nel proprio elaborato: *«from a cash flow perspective, is the difference between non-cash current assets and non-debt current liabilities»* (Damodaran, 2019). Quest'ultima parte della definizione si ricollega al discorso fatto precedentemente, e cioè che al debito a breve termine è stato attribuito un valore a lungo termine, ed è stato conteggiato nel costo del debito; motivo per cui non deve essere considerato in tale aggregato perché vorrebbe dire farlo due volte.

1.2.1.3 La previsione dei flussi di cassa futuri e il Terminal Value

Considerando, invece, i FCFF previsionali, l'analista ha il compito di provare a capire ed ipotizzare come evolveranno le dinamiche della società valutata attraverso un'apposita e corretta stima di un tasso di crescita atteso per quanto riguarda i ricavi, gli utili e i margini

più significativi. Il più delle volte, quando si tratta di valutare l'intero business di una società, viene utilizzato un processo di valutazione c.d. "a due stadi" dove il primo sintetizza il suo andamento in un futuro prossimo all'epoca in cui si sta effettuando la valutazione, mentre il secondo cerca di cogliere quel che succederà da un determinato anno in poi, quando non sarà più possibile stimare precisamente i flussi di cassa. Generalmente, durante la prima fase si sostiene l'ipotesi che la società cresca ad un ritmo più elevato per poi attenuarsi nella seconda perché, se si cresce molto per troppo tempo, si rischia di ricadere in una crescita non sostenibile che, di fatto, andrà a distruggere valore. Uno dei fattori che determina per quanto tempo una società può crescere, è quanto forte sia il suo vantaggio competitivo rispetto alle sue *competitors*: se quest'ultimo è consistente e sostenibile, il periodo di crescita sarà più ampio. A tal merito, gli analisti stimano che esso duri in media circa 3-5 anni, motivo per cui è consigliabile non utilizzare mai un periodo di tempo per la prima fase superiore a 15 anni. Di solito, la prassi consiste nel fondare la propria valutazione in 10 anni perché utilizzare un periodo più ristretto potrebbe tradursi, sostanzialmente, in una significativa sottovalutazione dell'azienda o richiederebbe eroiche e irrealistiche assunzioni di crescita a lungo termine. Dopo aver stimato cosa avviene nel corso del primo lasso di tempo, l'ultimo step necessario per poter arrivare alla stima dell'*enterprise value* e alle relative conclusioni della valutazione, consiste nel calcolare il valore finale o, com'è più comunemente chiamato, il "*Terminal Value*".

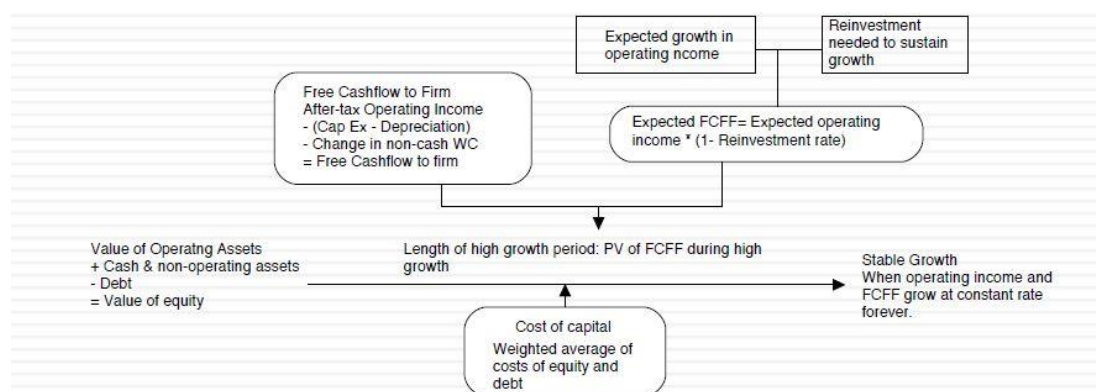
$$Enterprise\ Value = \sum_{t=1}^n \frac{FCFF_t}{(1 + WACC)^t} + \frac{Terminal\ Value}{(1 + WACC)^n}$$

Il *Terminal Value* sintetizza ciò che avviene nel secondo stadio. Si tratta di un dato molto importante perché costituisce il numero più consistente dell'intera valutazione, e può essere ricavato attraverso tre metodologie differenti. Il primo metodo indirettamente è già stato trattato: si assume che la società possa durare per sempre (un esempio può essere Facebook o Coca-Cola) e, una volta entrata in fase "*steady state*", si assume un tasso di crescita costante in perpetuo per arrivare al c.d. "*Continuing Value*". Il secondo si basa su un'ipotesi diametralmente opposta: dopo aver superato la prima fase, la società decide di interrompere il proprio business, chiudere, e vendere tutte le proprie attività per cercare di ricavarne il più possibile. Supponiamo per un momento di essere il titolare di un ristorante, di avere cinquantacinque anni e di avere un contratto di locazione che scade tra vent'anni. Decorsi i vent'anni, con molta probabilità, in caso di rinnovo il canone verrà

aumentato, quindi si decide di liquidare l'attività – tenuto conto anche dell'età avanzata – e di godersi la pensione. In questo caso particolare si parla di *Liquidation Value*. L'ultima metodologia possibile consiste nell'applicare dei multipli. Una sorta di valutazione relativa all'interno del DCF model. Si tratta di un metodo che non dovrebbe essere mai utilizzato per il semplice fatto che il valore finale viene stimato in maniera del tutto rapida ed approssimativa, più simile ad un *pricing* e in contrasto con i fondamenti della valutazione intrinseca. Ciò nonostante, gli analisti lo implementano in circa l'80% delle valutazioni, soprattutto in ambito bancario e di *private equity*.

In conclusione, ottenuti tutti i parametri necessari, l'analista è in grado di stimare l'*enterprise value*. Tuttavia, prima di arrivare alle conclusioni, è importante eseguire tutta una serie di controlli per verificare la logica sottostante in modo da ridurre al minimo la possibilità d'errore. Il modello deve essere tecnicamente robusto: l'analista deve assicurarsi che tutti i bilanci d'esercizio previsti quadrino, e che i risultati siano coerenti con l'andamento del settore di appartenenza. Inoltre, deve essere economicamente corretto e i risultati devono essere plausibili. Se tutto risulta essere in linea, l'analista può confrontarli con i dati correnti per comprendere l'andamento del business della società in base alle scelte strategiche intraprese dal management. Oppure, ulteriore possibile analisi se si tratta di una società quotata in un mercato regolamentato, è ottenere il *target price* delle azioni andando a sottrarre la posizione finanziaria netta dal valore rilevato e dividendo il tutto per il numero di azioni in circolazione. Da questa prospettiva egli sarà in grado di fornire anche una raccomandazione di *buy, hold o sell* per gli investitori – o potenziali investitori – che abbiano interesse in quel determinato titolo negoziato.

Figura 2. Valutazione d'azienda: il modello basato sui FCFE (Damodaran, 2019)



1.3 LA CRESCITA AZIENDALE: UN OBIETTIVO E UN PRINCIPALE DRIVER DI CREAZIONE DI VALORE

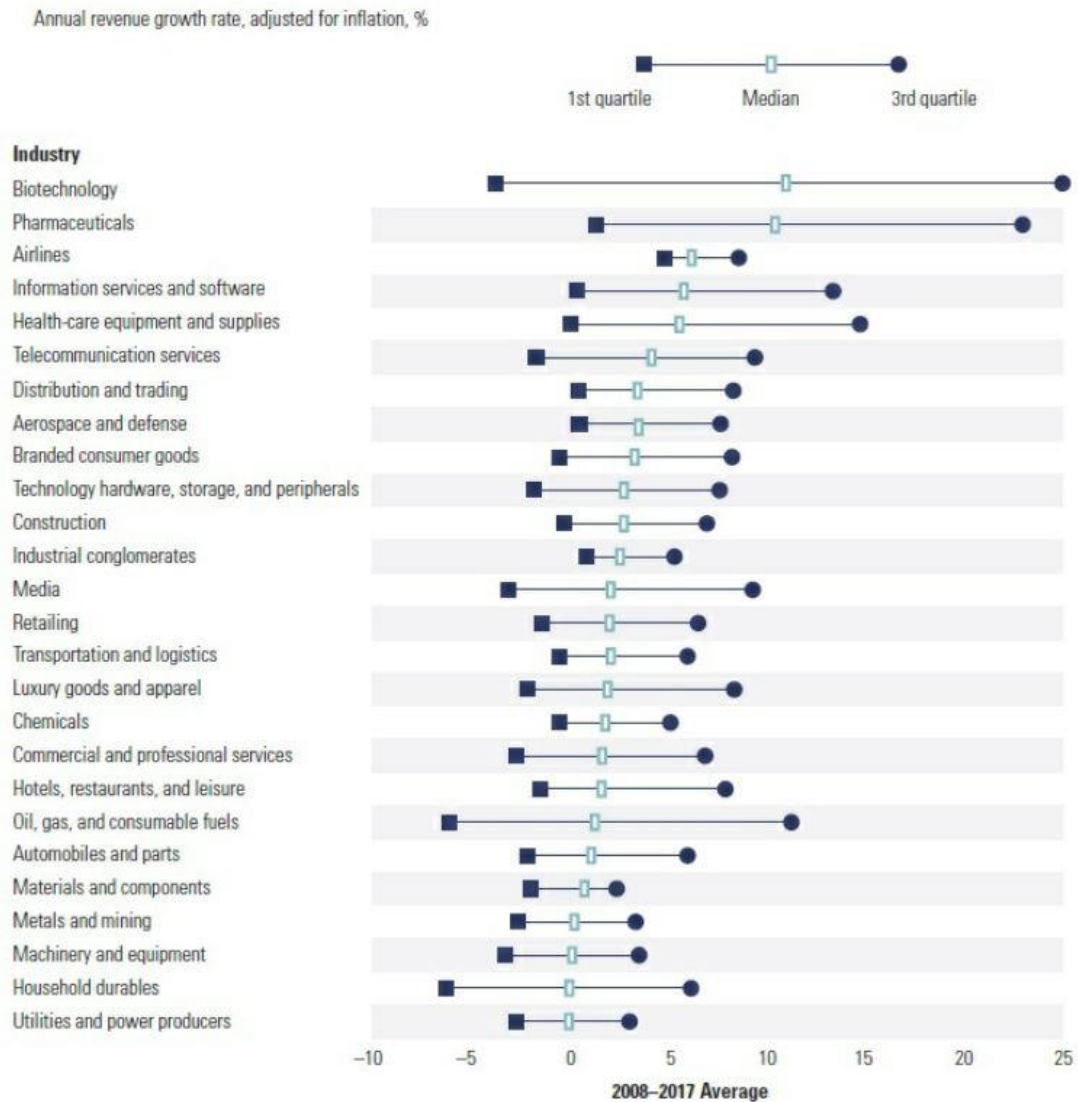
La crescita e la sua ricerca sono due aspetti fondamentali nel mondo degli affari e, sostanzialmente, un'impresa deve avere solide prospettive per poter ambire a sopravvivere e a prosperare nel mercato. In tema di valutazione, si traducono in un rendimento, chiamato tasso di crescita, utilizzato per prevedere l'andamento futuro di una società. Esso costituisce l'input da stimare più critico per un analista, soprattutto per quanto riguarda le "*high growth firms*". In concreto, il suo compito è quello di attribuirgli un valore numerico che sia il più coerente possibile con le ipotesi fatte e con il contesto in cui opera l'azienda in termini di settore di mercato e Paese d'appartenenza, dimensioni, caratteristiche del business e molto altro ancora. È di pensiero comune tra la gente che la crescita sia sempre un aspetto positivo, infatti una start-up in grande espansione risulta essere più appetibile di una società a crescita contenuta, ma in realtà si tratta di una lama a doppio taglio. Sicuramente veder aumentare i propri ricavi e, conseguentemente l'utile operativo, crea soddisfazione per i vertici e i portatori d'interesse, ma bisogna ricordare che affinché tutto ciò sia possibile, bisognerà reinvestire parte del denaro guadagnato andando a drenare i flussi di cassa. L'effetto netto risultante da queste due forze si traduce in termini di valore: se è positivo la società sta crescendo nel modo corretto creando valore, se è negativo vuol dire che si sta crescendo ma distruggendo valore, mentre se le due forze si compensano ci sarà un effetto neutro. In quest'ultimo caso è come se si stesse correndo su un *tapis roulant*: il management lavora sodo per aumentare le dimensioni della società ma si ritrova sempre al punto di partenza perché tale crescita dimensionale non è trainata da una corrispondente creazione di valore. Ne deriva che il concetto di crescita è una componente molto importante, e per massimizzarne il valore percepito dai propri azionisti, l'impresa deve capire come si genera, come guidarla e come trasformarla correttamente in valore economico.

Quando il management pianifica una strategia per il futuro deve focalizzarsi su un approccio mirato alla crescita perché esso è essenziale per intraprendere scelte corrette su dove competere. Se ci si orienta esclusivamente attraverso una visione basata sulla media dei vari settori, potrebbero nascere delle prospettive fuorvianti. Ad esempio, molti settori caratterizzati da alti tassi di crescita potrebbero includere segmenti o sotto-segmenti che

non crescono affatto, mentre alternativamente settori maturi spesso potrebbero contenere segmenti che crescono molto in fretta. Per questo motivo, in sede di pianificazione, è sempre consigliabile non soffermarsi su termini generali come “settore in crescita” o “settore maturo” perché potrebbero rivelarsi imprecisi o, addirittura, del tutto sbagliati. È necessaria un’analisi più attenta e scrupolosa. Il punto di partenza è sicuramente il prospetto dei ricavi e per comprendere al meglio i *driver* che caratterizzano la loro crescita, si fa riferimento ad uno studio svolto da alcuni professionisti di *McKinsey & Company* nel 2007 (Baghai, Smit, & Viguerie, 2007) su un campione di oltre 200 società mondiali. Essi suggeriscono che i vertici dovrebbero porre più attenzione a dove si sta competendo, andando oltre alla classica ottica basata sulle medie, e adottando una prospettiva c.d. “granulare” dei mercati per comprenderne meglio la consistenza. In sostanza, quando il management pianifica una strategia di ampliamento, si consiglia di scomporre le aspettative di crescita dei ricavi in tre componenti principali, suddivise tra organiche e inorganiche, dove la crescita organica indica una condizione dovuta ad un miglioramento interno della società, mentre quella inorganica deriva da attività al di fuori delle proprie operazioni. Il primo è chiamato “*Portfolio Momentum*”, cioè la parte di crescita organica dei ricavi ottenuta attraverso l’espansione complessiva nei segmenti di mercato rappresentati nel proprio portafoglio. Si tratta, in un certo senso, di una misura di performance strategica, e la società può influenzare tale ampliamento in diversi modi tra cui acquisizioni, disinvestimenti o attraverso il lancio di nuove categorie di prodotti. Il secondo è rappresentato dalla crescita inorganica che deriva da operazioni di fusione e acquisizione, mentre l’ultimo aspetto è considerare l’andamento e la performance del mercato, cioè quella porzione di crescita (o riduzione) organica dei ricavi che proviene dall’aumento (o diminuzione) della quota in un particolare segmento. I risultati dello studio di Baghai, Smit e Viguerie hanno dimostrato che per società di grandi dimensioni, la fonte di crescita più importante è di gran lunga il fatto di trovarsi in mercati in rapida crescita – il *Portfolio Momentum* – mentre, d’altro canto, l’aspetto di meno impatto è la variazione della quota di mercato. Ciò nonostante, moltissimi manager, al giorno d’oggi, continuano ad investire troppa attenzione sul provare a migliorare quest’ultimo concetto per quanto riguarda i propri prodotti esistenti, piuttosto che cercare di spostare gli orizzonti verso nuovi segmenti in forte sviluppo. Per fissare quanto appena detto, si osservi la seguente [Figura 3](#) dove si può notare una tabella riassuntiva dei risultati ottenuti dalle stime dei tassi di crescita attesi suddivisi per settore, tra il periodo post-crisi finanziaria e il 2017 da parte della società *McKinsey & Company* (McKinsey & Company

Inc, Goedhart, & Wessels, 2020). Sebbene sia necessario preservare la propria quota di mercato, o talvolta adoperarsi per cercare di aumentarla, identificare il miglior settore o segmento da servire rappresenta uno degli obiettivi principali per la direzione.

Figura 3. Tasso percentuale annuo di crescita dei ricavi, aggiustato per l'inflazione (McKinsey & Company Inc, Goedhart, & Wessels, 2020)



Si può notare che il tasso di crescita è molto differente da un settore all'altro. Tuttavia, all'interno dello stesso potrebbero esserci a sua volta delle differenze significative, e ciò dipende dal fatto che il tasso di crescita medio delle società che competono nel medesimo settore nasconde profonde diversità tra i vari segmenti e sotto-segmenti dello stesso, come accennato all'inizio del paragrafo. Detto ciò, non è detto che chi opera in un settore

caratterizzato da alti tassi di crescita sia migliore degli altri. Infatti, anche se i manager tipicamente competono in modo arduo per ottenere un'elevata crescita, essa non implica necessariamente la creazione di maggior valore. Esiste una classificazione delle differenti tipologie di strategie di crescita e, pur non essendo un dogma per qualsiasi settore, essa rappresenta un buon punto di partenza. Sviluppare nuovi prodotti che di conseguenza creano nuovi mercati, convincere i propri clienti a comprare più quantità di un determinato prodotto esistente, o riuscire ad attrarre nuovi clienti, sono esempi di strategie che si traducono in una creazione di valore al di sopra della media per ogni euro di ricavo. Questo perché permettono di ottenere un cospicuo vantaggio competitivo, perché attraggono l'attenzione e il denaro dei clienti da altre società o mercati, e perché sono caratterizzate da un basso rischio di ritorsione. Nella media invece, esistono strategie come riuscire a guadagnare una quota in un mercato che si sta sviluppando molto velocemente, oppure effettuare le c.d. "*bolt-on acquisitions*" per cercare di accelerare la crescita di un determinato prodotto. Si tratta di operazioni di acquisizione di società più piccole, solitamente sulla stessa linea di business, che però presentano un allettante valore strategico. Le *bolt-on acquisitions* si pongono in contrasto con le acquisizioni ordinarie perché quest'ultime implicano l'acquisizione di altre società dimensionalmente simili ma che operano, generalmente, in settori differenti, e perché richiedono investimenti di denaro più ingenti. Ai margini della classifica invece, si trovano tecniche come ad esempio sottrarre quote di mercato a società rivali attraverso tutta una serie di piccoli miglioramenti su prodotti e servizi esistenti, o attraverso promozioni e metodologie di *pricing* del prodotto; effettuare grosse acquisizioni, oppure incrementare i propri prezzi. Strategie come queste però, si traducono molto spesso in una creazione del valore al di sotto della media di settore per svariati motivi: ad esempio, il rischio che le società *competitors* copino i miglioramenti effettuati riprendendosi i propri clienti, l'importante esborso che deve essere effettuato in caso di acquisizione, o il rischio che, aumentando i prezzi, i clienti diminuiscano i consumi e preferiscano altri prodotti di altre società. Fatta questa panoramica, diventa fondamentale capire quale sia il percorso più opportuno da intraprendere, sia in termini di creazione di valore e sia dal punto di vista della sostenibilità, e per farlo è necessario andare a studiare e comprendere nel concreto come le scelte in fase di pianificazione si traducono finanziariamente all'interno di una società. In generale, il concetto di crescita è strettamente legato a quanto si reinveste e da quanto bene lo si fa, cioè, sostanzialmente, si tratta di una combinazione di questi due aspetti. Ma, dal punto di vista quantitativo, qual è la misura che riflette quanto una società sta

reinvestendo? E ancora, come si valuta la qualità di tali reinvestimenti? La risposta dipende da quale prospettiva si prende in considerazione. Nel caso più frequente di valutazione complessiva, gli analisti studiano a fondo il rendimento del capitale investito della società, chiamato *Return On Invested Capital* (ROIC), e il tasso di reinvestimento, conosciuto come *Reinvestment Rate*. Tuttavia, esistono anche delle alternative. In ambito di *equity side valuation*, la crescita si basa sul tasso di reinvestimento al netto del debito e sulla porzione di ROE non monetario; oppure se, ad esempio, un *equity research analyst* interno alla società volesse stimare la crescita sulla base degli *Earnings Per Share* (EPS), egli dovrà concentrarsi sul tasso di ritenzione degli utili e sul ROE, cioè il rendimento dell'intero capitale proprio della società e la percentuale di utili non distribuiti ai propri azionisti.

1.3.1 Il tema dei reinvestimenti

In fase preliminare di analisi del tasso di crescita, il tema degli investimenti in senso lato è uno dei primi tasselli che l'analista deve affrontare. Essi, generalmente, possono essere suddivisi in due principali macrocategorie a seconda del loro fine: esistono investimenti di rinnovo, sostituzione o mantenimento che vengono intrapresi con lo scopo di mantenere efficiente la dotazione di risorse; ed esistono investimenti di ampliamento mirati, appunto, ad una crescita aziendale. Una società con eterogenee opportunità di crescita tende a non distribuire dividendi ai propri azionisti perché mira ad effettuare investimenti con la speranza di vederli aumentare nel futuro. Tuttavia, reinvestirli tutti potrebbe essere una scelta rischiosa. D'altra parte, l'esempio diametralmente opposto sono le società c.d. "*cash cow*" dove gli utili conseguiti nel corso dell'esercizio vengono interamente ridistribuiti. Questo approccio conservativo sembra teoricamente corretto ma ciò potrebbe far sfuggire delle appetibili opportunità di crescita che potrebbero aumentare il valore della società e di conseguenza i dividendi percepiti dagli azionisti. Molto spesso la soluzione è una via di mezzo tra i due scenari. Il tasso di reinvestimento serve a capire quanto la società in questione stia trattenendo in termini percentuali dai flussi di cassa correnti per investire in progetti o attività che genereranno una crescita futura. Esso si calcola nel seguente modo:

$$\text{Reinvestment Rate} = \frac{\text{Net CapEx} + \text{Change in Non cash Working Capital}}{\text{EBIT} \times (1 - \text{Tax Rate})}$$

Un buon punto di partenza è capire qual è stato il suo andamento attraverso gli schemi di bilancio più recenti, e tenere a mente quando si svolge la previsione, che salvo anni

eccezionali, per molte aziende esso tende a diminuire progressivamente con il passare del tempo fino a stabilizzarsi, soprattutto per quelle che investono relativamente poco in grandi progetti o acquisizioni, e per quelle già mature. Nel corso della valutazione, per quest'ultime tipologie, un metodo piuttosto affidabile per ipotizzare cosa avverrà nel futuro, consiste nell'utilizzare un tasso di reinvestimento medio calcolato nel tempo perché non ci si aspettano particolari cambiamenti. Per le imprese invece, che hanno sostenuto un ciclo di sviluppo importante negli ultimi anni, non è consigliabile usufruire di questo approccio perché ci si aspetta che i tassi di reinvestimento diminuiranno con il tempo per alleggerire lo stress finanziario che grava su di esse. In questi casi è preferibile adoperare dei tassi di reinvestimento medi di settore perché sicuramente forniranno valori più sensati e realistici rispetto al metodo precedente. Tuttavia, in alcune società potrebbe succedere che nel corso dell'anno gli ammortamenti eccedano le spese in conto capitale, o che il capitale circolante diminuisca notevolmente rendendo il tasso di reinvestimento un valore negativo. I motivi potrebbero essere molteplici: ad esempio, potrebbe essere un fenomeno fisiologico temporaneo che riflette ingenti spese in conto capitale e un capitale circolante piuttosto volatile; oppure potrebbe essere semplicemente il riflesso di alcune politiche aziendali. Nel primo caso, se come si è detto si tratta di un caso eccezionale, solitamente si sostituisce il tasso negativo con un valore che rispecchia il trend medio del periodo preso in considerazione; mentre nel secondo caso il discorso è più complesso. Se una società ha investito eccessivamente in beni strumentali, come impianti e macchinari, o in capitale circolante in un determinato anno, avrà molto probabilmente un tasso di reinvestimento negativo, ma sarà in grado di diluirlo nei periodi successivi reinvestendo meno e generando flussi di cassa più elevati. L'analista in questo caso deve essere accorto. Non deve considerarlo per le previsioni future, ma deve stimare la crescita sulla base dei conseguenti miglioramenti del ROIC. Alternativamente a questa ipotesi, si verificherebbe lo scenario più estremo, e cioè una società che continui inesorabilmente a prosciugare il capitale circolante senza accorgersene, oppure che decida di non sostituire impianti o apparecchiature ormai obsolete. Il tasso di reinvestimento, quindi, sarà negativo e comporterà un tasso di crescita anch'esso negativo, con conseguente diminuzione degli utili nel tempo. Nel caso in cui si decida di effettuare una tipologia di valutazione differente rispetto a quella complessiva, l'analista deve focalizzarsi su misure alternative per quanto riguarda il tema degli investimenti. In una valutazione *equity side*, le ipotesi sottostanti e i concetti fondamentali sono essenzialmente molto simili a quelli affrontati

precedentemente, solo che qui si parla di *Equity Reinvestment Rate* perché si cambia la prospettiva di analisi:

$$\text{Equity Reinv. Rate} = \frac{\text{Net CapEx} + \text{Change in Non cash WC} - (\text{New Debt Issued} - \text{Debt repaid})}{\text{Net Income}}$$

La differenza che subito salta all'occhio consiste nel fatto che al numeratore viene esclusa la porzione relativa al debito e al denominatore si trova il reddito netto. Inoltre, come ultima possibilità se si vuole stimare la crescita sulla base degli EPS, la misura che sintetizza quanto indicativamente una società sta reinvestendo è il *Retention Rate*. Il tasso di ritenzione degli utili simboleggia la porzione di utili che non vengono distribuiti agli azionisti della società. Infatti, esso viene ricavato per differenza attraverso la formula:

$$\text{Retention Rate} = 1 - \text{Payout Ratio}$$

dove il *Payout Ratio* è una metrica finanziaria che indica la parte di guadagni che una società paga ai propri azionisti sotto forma di dividendi, e viene espressa in termini percentuali rispetto alla totalità. Una peculiarità utile da evidenziare è che il tasso di ritenzione degli utili, a differenza del *Reinvestment Rate* che può essere negativo, ha sempre un valore compreso tra 0 e 1 per via della sua natura percentuale. Il *Retention Rate* può essere considerato il miglior indicatore per questa tipologia di approccio ma bisogna tenere a mente che esso poggia su un'ipotesi forte: si sta implicitamente assumendo che tutto ciò che non viene pagato sotto forma di dividendi, venga interamente reinvestito, e nella realtà non sempre ciò accade. Al contrario, potrebbe succedere che il denaro venga impiegato in altre operazioni perché, ad esempio, la società si trova in fase di maturità o, semplicemente, non sente la necessità di dover reinvestire in modo notevole. Conseguentemente, la misura che simboleggia i reinvestimenti – qualunque essa sia – sarà molto moderata, e per ottenere comunque una lieve crescita aziendale la società stessa e gli analisti dovranno riporre l'attenzione sul rendimento del capitale investito.

1.3.2 Le misure che sintetizzano la qualità dei reinvestimenti

Il *Return On Invested Capital*, ROIC, (o più semplicemente come viene chiamato in numerosi elaborati, *Return On Capital*) è un valore utilizzato per valutare l'efficienza di una società nell'allocare il proprio capitale in investimenti redditizi. Si calcola attraverso la formula:

$$\text{ROIC}_t = \frac{\text{EBIT}_t \times (1 - \text{Tax Rate})}{\text{Invested Capital}_{t-1}}$$

dove per capitale investito si intende la somma tra il valore contabile dell'*equity* e il valore contabile del debito, depurata della liquidità. È importante sottolineare che si tratta dell'unico caso in finanza in cui vengono utilizzate delle voci a valore contabile. Tuttavia, tornando alla sua definizione, il compito di tale indice è fornire all'analista un'idea di quanto bene l'azienda stia utilizzando o investendo il proprio denaro per generare entrate future. Alla base di esso, esiste un principio cardine fondamentale che guida qualsiasi persona nel suo studio e nella sua interpretazione, dal management agli analisti: più si riesce ad aumentare il proprio ROIC e più a lungo si riesce a sostenere una situazione in cui esso eccede il costo del capitale, più si creerà valore. Ne deriva che diventa indispensabile a fronte di qualunque decisione strategica o decisione di investimento, prevedere il suo andamento, capire quali siano i suoi *driver* principali, e capire come renderlo sostenibile nel tempo. L'importanza del ROIC è universale perché può essere utilizzato sia in ambito di valutazione *asset side*, e sia nella valutazione di un singolo business all'interno dell'azienda. Per capire come sono collegati e come si influenzano tra di loro la pianificazione strategica, il vantaggio competitivo e il rendimento del capitale, si consideri la sua seguente rappresentazione dove, sostanzialmente, la formula riportata in precedenza viene trasformata in un calcolo per unità:

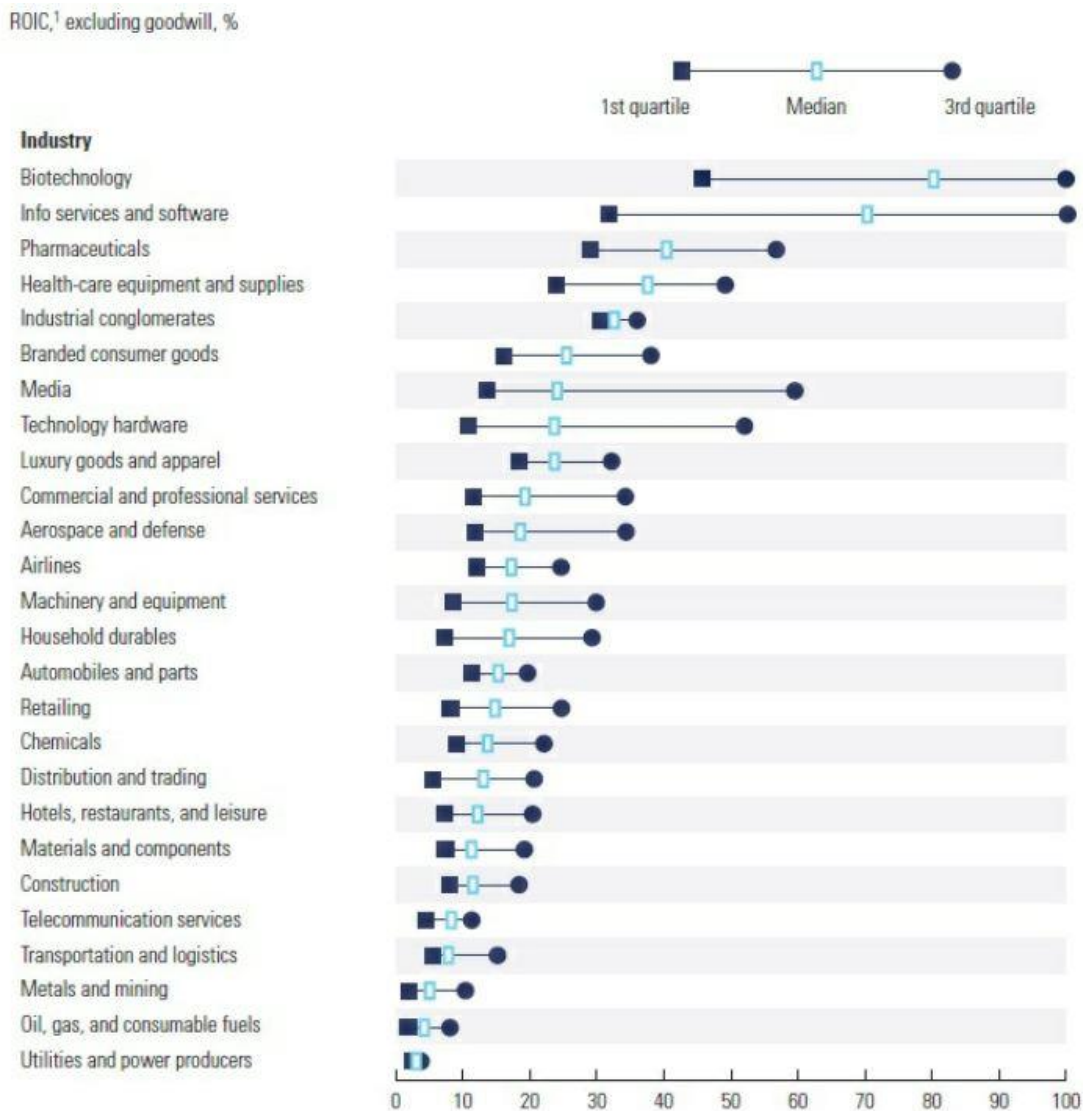
$$ROIC = (1 - Tax Rate) \times \frac{Price\ per\ Unit - Cost\ per\ Unit}{Invested\ Capital\ per\ Unit}$$

Per ottenere un ROIC più elevato, una società ha bisogno di un vantaggio competitivo che le permetta di avere prezzi più alti rispetto ai *competitors*, o che le permetta di produrre i propri prodotti con più efficienza in termini di costi di produzione o capitale. A sua volta, il vantaggio competitivo dipende dalle scelte strategiche intraprese dal management e dal settore in cui si è deciso di operare. Il modello strategico che, inizialmente, veniva utilizzato per comprendere i principi guida del vantaggio competitivo e del ROIC, era il modello struttura-condotta-performance: la struttura del settore influenza il comportamento delle società che competono al suo interno, che di conseguenza influenza la loro performance. Tuttavia, esso non era così rilevante nel mondo degli affari perché non riusciva a dimostrare concretamente le fonti di successo ed insuccesso delle imprese, motivo per cui è stato successivamente rivisitato e rielaborato fino a che Michael Porter pubblicò il suo studio intitolato "*Competitive Strategy*" (Porter, 2004) dove si parlava del modello delle cinque forze: l'intensità della concorrenza all'interno del settore, la minaccia di potenziali entranti, la minaccia di

prodotti/servizi sostitutivi, e il potere contrattuale di clienti e fornitori. Quest'ultimo si basava – e si basa ancora oggi – sull'idea che le società dovessero scegliere una strategia in grado di creare un vantaggio competitivo volto a mitigare o modificare la pressione di tali forze per riuscire ad ottenere maggior redditività. Il vantaggio competitivo deriva dalla combinazione di scelte aziendali: alcune di esse permettono alle società di aumentare i prezzi senza rischiare di perdere numerosi clienti, mentre altre contribuiscono a migliorare l'efficienza dei costi. Esse incidono molto di più in determinati business o linee di prodotto, piuttosto che sull'intero complesso aziendale. Per quanto riguarda il primo blocco, la società potrebbe scegliere, ad esempio, di offrire prodotti innovativi difficilmente replicabili; potrebbe scegliere di puntare molto sulla qualità, in modo che i clienti siano più propensi a spendere di più se hanno una percezione migliore di un determinato prodotto rispetto ad un altro di una società rivale; oppure potrebbe puntare molto sul proprio brand e sulla fidelizzazione con i propri clienti. Alcuni esempi, invece, di scelte che vanno a migliorare l'efficienza potrebbero essere: utilizzare modelli di business innovativi, sfruttare particolari vantaggi geografici per l'accesso ad alcuni particolari tipi di materie prime, oppure usufruire delle classiche economie di scala. Empiricamente, le scelte che incidono sui prezzi offrono più possibilità di ottenere un ROIC attraente, ma al contempo sono molto più difficili da implementare rispetto alla seconda categoria. Inoltre, bisogna tenere a mente che i business o i prodotti con il miglior rendimento solitamente sono quelli che incorporano più di un solo vantaggio. Un'ulteriore possibilità potrebbe essere quella di usufruire delle *Network Economies*. Una strategia ibrida rispetto alle due precedenti che combina privilegi in termini di prezzo con minori costi, per ottenere rendimenti di scala crescenti nel tempo avvalendosi dell'effetto della rete internet. Alcuni modelli di business che la implementano, ottengono ROIC straordinariamente elevati perché man mano che l'azienda acquisisce clienti e cresce, il costo dell'offerta dei propri prodotti diminuisce creando maggior valore percepito. Società come eBay, oppure Airbnb e Booking.com sono casi pratici e reali che riflettono il successo di tale strategia. Ad esempio, quest'ultime due presentano costi marginali di transazione minimi e, attraverso "l'effetto scala", i loro servizi sono diventati molto preziosi sia per i clienti finali che per i fornitori di alloggi, facendo ottenere alle rispettive aziende un vantaggio competitivo sia in termini di prezzi, e sia per quanto riguarda l'efficienza dei costi e del capitale. Il vantaggio competitivo però deve essere sostenibile del tempo perché se le società non sono in grado di impedire alla concorrenza di replicare la propria attività, il ROIC elevato avrà vita breve, con conseguente diminuzione anche

del loro valore complessivo. Riprendendo il discorso delle cinque forze di Porter, bisogna ricordare che esse variano in base al settore e, dal momento in cui all'interno dello stesso possono esserci società che intraprendono strategie differenti, si capisce che il ROIC può variare in modo sostanziale. Ciò vale, ovviamente, tra vari settori ma anche all'interno dello stesso, come dimostra l'analisi empirica effettuata dalla società *McKinsey & Company* sulle variazioni del ROIC per settore tra il 2015 e il 2017 (McKinsey & Company Inc, Goedhart, & Wessels, 2020).

Figura 4. Variazione del ROIC all'interno dei vari settori tra il 2015-2017 (McKinsey & Company Inc, Goedhart, & Wessels, 2020)



¹ Scale limited to 100% for presentation purposes.

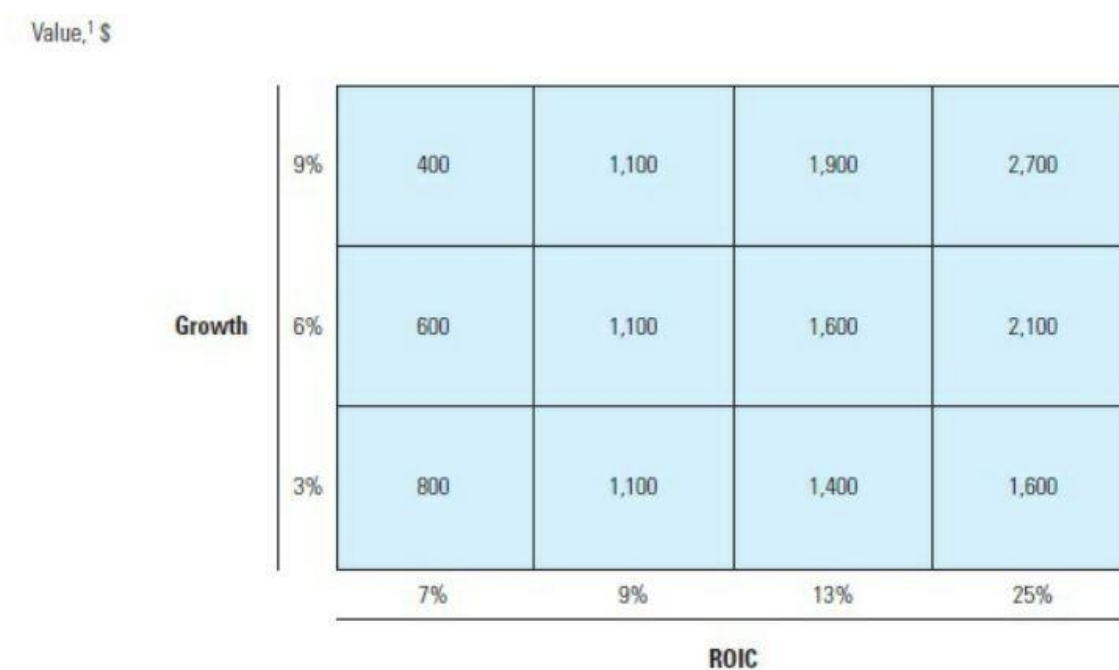
Ad esempio, le società che operano nel campo farmaceutico o le società caratterizzate da un forte brand tendono ad avere un ROIC medio elevato; mentre quelle che operano nei settori di base, come petrolio e gas, estrazione mineraria e servizi pubblici, tendono a guadagnare un ROIC molto contenuto. La bravura di un'impresa sta nell'ottenere un rendimento del capitale migliore rispetto alle rivali dello stesso settore, e nel riuscire a renderlo sostenibile per il maggior tempo possibile, tenuto conto, tra le altre cose, anche del ciclo di vita delle proprie attività e dei propri prodotti. Più sarà lungo, e maggiore sarà la possibilità di avere un ROIC sostenibile. In generale, il management di una società che già guadagna un ROIC elevato, dovrà focalizzarsi sull'aumentare il tasso di crescita atteso per creare ancora più valore; mentre, al contrario, il management di una società con un ROIC contenuto dovrà focalizzarsi sul migliorarlo, perché se a parità di condizioni aumentasse solo il tasso di crescita atteso, finirebbe per distruggere valore nel lungo periodo. I concetti di rendimento del capitale investito, crescita e creazione del valore sono strettamente collegati, anche dal punto di vista matematico. Per evidenziare al meglio quest'ultimo concetto, si osservi la seguente Figura 5 che mostra come diverse combinazioni di tasso di crescita e ROIC generano diversi livelli di flussi di cassa che possono essere distribuiti agli investitori.

Figura 5. Traduzione del tasso di crescita e ROIC in flussi di cassa disponibili per la distribuzione (McKinsey & Company Inc, Goedhart, & Wessels, 2020)



I valori all'interno delle celle rappresentano i flussi di cassa espressi in percentuale rispetto al NOPAT. Come si può notare, al rallentare della crescita per ogni livello di ROIC, la liquidità generata per ogni euro di NOPAT aumenta. Questo spiega anche perché le società in fase di maturità che stanno vivendo un rallentamento della crescita possono pagare importi molto più elevati dei loro utili agli investitori. Si noti inoltre che le società con un ROIC elevato tendono a generare flussi di cassa elevati finché crescono modestamente. Questo spiega perché società tecnologiche e farmaceutiche mature con elevati rendimenti del capitale riescono a produrre così tanto valore per i propri investitori. Attraverso un metodo analogo è possibile creare una tabella simile che mostri come differenti combinazioni di tassi di crescita e ROIC si traducono in termini di valore. Si osservi ora la seguente Figura 6 le celle rappresentano il valore attuale dei flussi di cassa futuri in ciascuna delle ipotesi di crescita e ROIC, scontato al costo del capitale dell'azienda:

Figura 6. Traduzione del tasso di crescita e ROIC in valore (McKinsey & Company Inc, Goedhart, & Wessels, 2020)



¹ Present value of future cash flows, assuming year 1 earnings of \$100 and a 9% cost of capital. After 15 years, all scenarios grow at 4.5%.

Questo caso presuppone un costo del capitale del 9% e una società che guadagna 100 euro nel corso del primo anno. Per qualsiasi livello di tasso di crescita, il valore aumenta con

il conseguente miglioramento del ROIC. In altre parole, a parità di condizioni, un rendimento del capitale più elevato è sempre un aspetto positivo perché significa che l'azienda non deve investire tanto per raggiungere un determinato livello di crescita. Tuttavia, non si può dire lo stesso per il tasso di crescita. Quando il ROIC è elevato, una crescita più rapida aumenta il valore, ma se il ROIC è inferiore al costo del capitale della società, una crescita più rapida finirà col distruggere valore.

Prima di passare al capitolo successivo dove verranno analizzati nel concreto i vari processi di stima del tasso di crescita, è utile precisare che se gli analisti decidessero di effettuare una valutazione *equity side* oppure una valutazione rispetto agli EPS, essi dovrebbero basare le proprie analisi non tanto sul ROIC, ma sul *Return On Equity* (ROE) per motivi di coerenza. Mentre il primo misura il rendimento di tutto il capitale investito, il secondo si concentra solo sulla componente azionaria dell'investimento, e a livello contabile si definisce nel seguente modo:

$$ROE = \frac{Net\ Income_t}{Book\ Value\ of\ Equity_{t-1}}$$

Molto di quanto detto sul rendimento del capitale investito, in termini di tempistiche e valore contabile, si applica anche a questa misura, con la differenza sostanziale che in questo caso al denominatore non viene sottratta la liquidità per renderlo coerente con il numeratore. Il ROE di una società quindi, è un rendimento complessivo di tutte le sue attività. Tuttavia, la liquidità è molto differente dalle altre attività, sia in termini di rischio e sia di rendimento, quindi per ottenere una misura più chiara solo su quest'ultimo fronte è necessario modificare tale formula nella seguente:

$$Non\ cash\ ROE = \frac{Net\ Income_t - Interest\ Income\ from\ Cash_t \times (1 - Tax\ Rate)}{Book\ Value\ of\ Equity_{t-1} - Cash_{t-1}}$$

Quale delle due utilizzare in tema di valutazione dipenderà in gran parte dalla prospettiva presa in considerazione e da ciò con cui verrà confrontata. Genericamente, se si svolge una valutazione sulla base degli EPS e quindi si vuole calcolare un rendimento del capitale proprio da confrontare con il costo dell'*equity* (dove quest'ultimo riflette tutte le attività possedute dall'impresa) sarà sufficiente la misura convenzionale del ROE; mentre in ottica di *equity side valuation* (dove il costo del capitale è calcolato in base alla rischiosità delle sole attività operative) il *Non-cash ROE* risulterà essere l'opzione migliore. Detto ciò, il ROIC rimane lo strumento analitico più efficace e più preciso per valutare la qualità dei reinvestimenti perché il ROE, dal momento in cui combina la

performance operativa con la struttura del capitale, rende le analisi meno perspicaci da questo punto di vista.

CAPITOLO II – LE TIPOLOGIE DI TASSO DI CRESCITA NELLA PREVISIONE DELLE PERFORMANCE FUTURE

2.1 IL TASSO DI CRESCITA STORICO – HISTORICAL GROWTH

Dopo aver analizzato i fondamenti del concetto di crescita, è necessario capire in termini quantitativi come gli analisti stimano il tasso atteso che verrà utilizzato all'interno della valutazione intrinseca. Le strade percorribili sono, sostanzialmente, due: si può calcolare a partire dai dati di bilancio e dalle informazioni interne alla società, oppure si può stimare attraverso un approccio esogeno. Dal punto di vista logico, in fase preliminare di analisi, il miglior punto di partenza è sicuramente osservare il passato della società in questione e capire qual è stata la sua evoluzione nel corso del tempo. Acquisite le informazioni sull'andamento dei ricavi e dei margini più significativi degli ultimi anni, il tasso di crescita storico si traduce in un numero, ed esistono due metodi per poterlo calcolare: la media aritmetica e la media geometrica. Quest'ultima, in tale particolare ambito, prende il nome di *Compounded Average Growth Rate* (CAGR) e sintetizza il tasso percentuale di crescita medio di una grandezza in un determinato lasso di tempo "n", ad esempio i ricavi:

$$CAGR_{Revenues} = \left(\frac{Revenues_0}{Revenues_{-n}} \right)^{\frac{1}{n}} - 1$$

Le due metodologie applicate ad una stessa voce producono risultati molto diversi, soprattutto per quanto riguarda gli utili perché sono caratterizzati da maggior volatilità. Se venissero applicate ai ricavi invece, la differenza sarebbe più contenuta perché quest'ultimi sono meno influenzati dalle politiche contabili. La media geometrica è sempre inferiore rispetto alla media aritmetica e più la deviazione standard dei dati da analizzare è consistente, maggiore sarà la differenza tra i due valori ottenuti. Essa è una misura molto più accurata per il calcolo del tasso di crescita storico degli utili, specialmente quando la variazione anno per anno è stata irregolare. Questo implica che se l'analista sta studiando una società matura che si trova più o meno in fase *steady state*, allora potrà utilizzare la media aritmetica come metodo di riferimento; ma se si sta occupando di una società tecnologica che di per sé presenta utili molto volatili, dovrà

necessariamente utilizzare il CAGR, oppure rischia di ricadere in profonde distorsioni. Tuttavia, tali metodologie presentano dei limiti. In primis, l'analista deve prestare molta attenzione all'arco temporale scelto e alla qualità dell'anno corrente, cioè se si tratta di un particolare anno molto positivo o molto negativo, e tenerne conto. La prassi più comune è considerare al massimo dai 3 ai 5 anni più recenti all'epoca in cui si stanno effettuando le analisi, perché si rischierebbe di includere troppi cicli e un orizzonte temporale troppo ampio dove possono essere successi numerosi avvenimenti che hanno influito sul business. Inoltre, trattandosi di un valore medio, esso risulta essere distorto se nel corso del tempo la società analizzata presenta valori negativi. Un ultimo aspetto importante da evidenziare è l'effetto dimensionale. Dal momento in cui il tasso di crescita è espresso in termini percentuali, la dimensione della società deve necessariamente essere considerata dall'analista. È molto più facile per una società con 10 milioni di euro di utili sviluppare una crescita del 30% piuttosto che per una società che ne guadagna 500 milioni. Si ipotizzi, ad esempio, di voler prevedere i flussi di cassa futuri di una start-up che esplose in pochi anni sul mercato. Il fatturato e i ricavi saranno caratterizzati da un tasso di crescita storico esponenziale e ipotizzare che essi seguano lo stesso trend per i successivi periodi, è fondamentalmente surreale. Si tratta di numeri non sostenibili nella realtà. Più si cresce e più aumentano le dimensioni, più è difficile sostenere tassi di crescita elevati, motivo per cui non è consigliabile utilizzare il tasso di crescita storico per le previsioni future di start-up, o società che hanno già sostenuto recentemente una forte crescita. Ne deriva che tale processo di stima endogeno non è particolarmente robusto e deve essere utilizzato esclusivamente in alcuni casi ben specifici. Infatti, il tasso di crescita storico rappresenta un buon punto di partenza su cui fondare le proprie analisi ma non deve essere riposta troppa attenzione e importanza su di esso perché non è particolarmente indicato per stimare e prevedere la crescita futura.

2.1.1 Analisi dei tassi di crescita storici di Eni S.p.A. e Moncler S.p.A.

Per fornire un risvolto pratico alla teoria, è stato effettuato uno studio sui tassi di crescita storici dei ricavi e dei margini più significativi delle società Eni S.p.A. e Moncler S.p.A. nel corso degli ultimi 10 anni. Queste due aziende sono state scelte perché entrambe sono società quotate italiane che fanno parte del FTSE MIB e perché si vuol mettere in evidenza la differenza tra i relativi risultati ottenuti, oltre al fatto che si tratta di un'analisi curiosa dal punto di vista empirico. Eni S.p.A. è un'azienda globale che si è trasformata recentemente in una società integrata dell'energia e che opera nel settore delle attività

minerarie ed estrattive. Tale trasformazione è iniziata nel 2014, ma i vertici hanno in previsione ulteriori progressive evoluzioni del modello di business fino al 2050 che porteranno significativi miglioramenti in termini di guadagni e sostenibilità. Moncler S.p.A. invece, è una storica azienda di origine francese che opera nel settore dell'industria tessile e dell'abbigliamento, presente in tutti i più importanti mercati attraverso diversi canali di distribuzione che vanno dal punto vendita monomarca a gestione diretta, fino al negozio online. Dopo aver scaricato i dati annuali relativi a Ricavi, EBITDA, EBIT e Utile Netto tra il 2010 e il 2020 di entrambe le società dalla banca dati ORBIS, si è messa in evidenza la variazione anno per anno di ogni valore, e infine ne è stato calcolato il tasso di crescita storico attraverso le due metodologie descritte nel corso del paragrafo, e cioè la media aritmetica e la media geometrica chiamata CAGR.

Figura 7. Calcolo dei tassi di crescita storici di Eni S.p.A.

Eni S.p.A. - Società quotata con sede legale a Roma, Italia

Anno	Ricavi vendite e prestazioni milioni USD	Tasso di crescita (%)	EBITDA milioni USD	Tasso di crescita (%)	EBIT milioni USD	Tasso di crescita (%)	Utile Netto milioni USD	Tasso di crescita (%)	Tasso di cambio: EUR/USD
31/12/2010	131715,25		36050,80		23244,65		8446,52		1,3369
31/12/2011	139340,08	5,79%	33790,20	-6,27%	22423,29	-3,53%	8971,90	6,22%	1,2939
31/12/2012	169893,85	21,93%	42569,12	25,98%	24676,74	10,05%	10278,13	14,56%	1,3194
31/12/2013	158178,63	-6,90%	30774,62	-27,71%	14477,79	-41,33%	7116,16	-30,76%	1,3791
31/12/2014	113138,39	-28,47%	21731,19	-29,39%	9411,71	-34,99%	1567,40	-77,97%	1,2141
31/12/2015	73748,53	-34,82%	13264,72	-38,96%	-2499,66	-126,56%	-9562,05	-710,06%	1,0887
31/12/2016	58778,70	-20,30%	10610,57	-20,01%	1515,80	-160,64%	-1543,20	-83,86%	1,0541
31/12/2017	80255,93	36,54%	19729,68	85,94%	11025,16	627,35%	4046,44	-362,21%	1,1993
31/12/2018	86816,23	8,17%	22147,75	12,26%	13154,91	19,32%	4724,27	16,75%	1,145
31/12/2019	78504,31	-9,57%	19119,14	-13,67%	7554,86	-42,57%	166,26	-96,48%	1,1234
Media Aritmetica		-3,07%		-1,31%		27,45%		-147,09%	
CAGR		-5,59%		-6,80%		-11,74%		-35,37%	
Deviazione Standard		0,23		0,39		2,33		2,41	

Fonte dati su cui sono stati calcolati i valori: ORBIS

Nel primo esempio, la società Eni S.p.A. ha riscontrato ricavi in diminuzione anno dopo anno e si presume che la situazione rimanga la stessa anche al termine del periodo in corso. Infatti, al 30 settembre 2020, la relazione finanziaria presenta ricavi che

ammontano a circa 37,9 miliardi di dollari. I margini seguono più o meno lo stesso trend in diminuzione tranne qualche anno in particolare dove si è registrato un piccolo miglioramento. Come si può notare, i risultati ottenuti rispecchiano esattamente ciò che si è detto nella parte teorica: all'aumentare della deviazione standard, la differenza tra la media aritmetica e la media geometrica è maggiore, dove quest'ultima è sempre minore rispetto alla prima tranne per la voce Utile Netto. Inoltre, tale differenza è più marcata sugli utili perché sono molto più volatili dei ricavi. Il tasso di crescita storico essendo espresso in percentuale è molto influenzato dal segno negativo e da situazioni in cui la società passa da voci con valore positivo a voci con valore negativo, infatti i risultati ottenuti per la società Eni S.p.A. possono essere considerati distorti e poco significativi per una eventuale previsione del futuro. Lo scenario per quanto riguarda la seconda azienda analizzata è diametralmente opposto. Moncler S.p.A. presenta ricavi in crescita negli ultimi 10 anni, trainati da un conseguente aumento dei margini e dell'Utile Netto, tranne una piccola finestra nel biennio 2012-2013 a causa di investimenti e costi sostenuti per il processo di quotazione terminato nel corso del 2013.

Figura 8. Calcolo dei tassi di crescita storici di Moncler S.p.A.

MONCLER S.p.A. - Società quotata con sede legale a Milano, Italia

Anno	Ricavi		Tasso di		Tasso di		Tasso di		Utile Netto	Tasso di	
	vendite e prestazioni	Tasso di crescita	EBITDA	crescita	EBIT	crescita	Netto	crescita		Tasso di cambio:	
	milioni USD	(%)	milioni USD	(%)	milioni USD	(%)	milioni USD	(%)		EUR/USD	
31/12/2010	573,17		137,74		124,08		66,44			1,3369	
31/12/2011	664,24	15,89%	172,93	25,55%	152,84	23,18%	71,21	7,17%		1,2939	
31/12/2012	823,02	23,90%	320,82	85,52%	212,96	39,33%	38,06	-46,55%		1,3194	
31/12/2013	800,67	-2,72%	255,94	-20,22%	229,48	7,76%	104,91	175,67%		1,3791	
31/12/2014	842,82	5,26%	276,60	8,07%	244,70	6,63%	158,24	50,84%		1,2141	
31/12/2015	958,48	13,72%	314,24	13,61%	275,09	12,42%	182,75	15,49%		1,0887	
31/12/2016	1096,59	14,41%	357,67	13,82%	313,79	14,07%	206,65	13,08%		1,0541	
31/12/2017	1431,61	30,55%	465,51	30,15%	408,81	30,28%	299,45	44,91%		1,1993	
31/12/2018	1625,99	13,58%	538,83	15,75%	474,14	15,98%	380,59	27,10%		1,145	
31/12/2019	1828,56	12,46%	744,73	38,21%	552,49	16,52%	402,95	5,87%		1,1234	
Media Aritmetica		14,12%		23,38%		18,46%		32,62%			
CAGR		13,76%		20,63%		18,05%		22,17%			
Deviazione Standard		0,10		0,29		0,11		0,61			

Fonte dati su cui sono stati calcolati i valori: ORBIS

Anche in questo caso è possibile evidenziare che il CAGR è sempre inferiore rispetto alla media aritmetica, pur non essendo risultati molto distanti uno dall'altro per via della bassa deviazione standard. Le variazioni anno per anno sono tutte positive tranne un unico valore negativo che è del tutto fisiologico per una società che sta affrontando un processo di quotazione in borsa nell'anno di riferimento. Quest'ultimo potrebbe essere semplicemente eliminato oppure normalizzato con il resto dei dati utilizzando un valore arbitrario. Per tali motivi, l'analista potrebbe avvalersi di questa analisi storica preliminare nel corso della valutazione come un buon punto di partenza per la rilevazione di un tasso di crescita atteso di breve-medio termine per i futuri anni.

2.2 IL TASSO DI CRESCITA DI BREVE-MEDIO PERIODO NEL PRIMO STADIO DI VALUTAZIONE

Il miglior approccio di analisi ai piani societari si fonda su uno schema logico semplice che attribuisce all'informazione finanziaria prospettica il ruolo di "ponte" tra due situazioni aziendali che possono essere definite "di partenza" e "di arrivo". La prima è rappresentata da ciò che ci viene fornito dalla storia dell'impresa, mentre la seconda dovrebbe essere la situazione obiettivo che il management si impone di perseguire attraverso specifiche manovre strategiche ed operative, facendo leva soprattutto sulle risorse e sulle competenze disponibili all'epoca iniziale. Ciò nonostante, sempre più piani industriali di società, purtroppo, risultano essere dei meri esercizi di estrapolazione perché esprimono solo la miglior performance dell'impresa al verificarsi dello scenario macroeconomico o di settore più favorevole, senza porsi un concreto obiettivo da raggiungere. Si tratta di un tema fondamentale perché la pianificazione della situazione "di arrivo" deve precedere l'analisi della crescita attesa per il semplice fatto che se la situazione "di arrivo" non costituisce un traguardo realistico, "il ponte" si trasforma – come sostiene Mauro Bini nel proprio elaborato (Bini, et al., 2019) – in un "trampolino sospeso nel vuoto". Tale prospettiva descritta, permette anche di riflettere sul legame che esiste tra le due situazioni. Spesso si scompone il valore di una società in due componenti: il valore degli *asset in place* e il valore che deriva dalle opportunità di crescita. Il concetto sottostante di tale assunzione è che la capacità di reddito raggiunta dall'azienda all'epoca iniziale costituisca una solida base alla quale sommare il valore attuale netto degli

investimenti futuri. In quest'ottica la crescita viene intesa un po' come un'addizione sulla base del presupposto che una volta raggiunto un determinato livello di reddito, esso possa essere mantenuto nel tempo a prescindere dal contributo degli investimenti di espansione. Tuttavia, lo scenario appena descritto si verifica sempre più raramente nella realtà. L'ambiente competitivo costringe le società a crescere o a soccombere. Solamente pochissime aziende che operano in settori di nicchia protetti da forti barriere possono salvaguardare la propria capacità di reddito rimanendo stabili. Il rischio di essere battuti dalla competizione si manifesta con più veemenza nei confronti delle società che non cercano di innovarsi, di crescere, o di rinnovare il proprio modello di business. Interpretare la redditività delle attività esistenti come meno rischiosa di quella che deriva dalle opportunità di crescita, si pone in contrasto con l'evidenza fondamentale che la principale fonte di rischio per una società sia data dal non reagire al mutamento dell'ambiente competitivo. Se si resta immobili o se si reagisce troppo in ritardo, il rischio di soccombere è molto più elevato rispetto a quello che sopporta un'impresa reattiva sul mercato. Tuttavia, è intuitivo che anche agire comporta un rischio, e cioè quello di poter inciampare in scelte errate; ma questo non implica necessariamente che il rischio sia superiore rispetto a quello che graverebbe sulla società che decide di stare immobile. Fatta questa panoramica e stabilito lo scenario obiettivo da raggiungere, l'informazione finanziaria prospettica che gioca "da ponte" assume un valore rilevante, soprattutto il tema della crescita aziendale di medio e lungo termine. Il tasso di crescita atteso di breve-medio termine rappresenta il cuore di tutto il processo di valutazione perché grazie ad esso, l'analista è in grado di stimare l'andamento della società valutata nel corso del primo stadio. Quest'ultimo rappresenta il periodo in cui si ipotizza che la società cresca a ritmi elevati e, come prima cosa, l'analista deve necessariamente decidere l'arco temporale su cui focalizzarsi e il grado di dettaglio delle previsioni. La decisione deve rispondere alla domanda "per quanto tempo la società sarà in grado di sostenere un'elevata crescita?", e l'unica condizione che deve essere rispettata è che il periodo di tempo deve essere sufficientemente lungo affinché la società raggiunga la fase *steady state*. Tutte le aziende, prima o poi, diventano mature con crescita stabile perché, ad un certo punto, l'aumento delle dimensioni diventa una barriera per un'ulteriore crescita elevata. Nello scenario peggiore, invece, se non rispettano queste condizioni potrebbero non sopravvivere ed essere liquidate. Il tutto dipende dal vantaggio competitivo e dagli altri elementi illustrati nel capitolo precedente. Spesso, per semplificare il modello ed evitare possibili errori di falsa precisione, gli analisti suddividono tale periodo di previsione in un primo, che va da

5 a 7 anni, di maggior dettaglio basato su stati patrimoniali e conti economici completi con quanti più collegamenti possibili a variabili reali (come, ad esempio, volumi unitari e costi per unità), e un secondo periodo, rappresentato dagli anni rimanenti, che si basa solo su alcune variabili importanti (come, ad esempio, la crescita dei ricavi, i margini e la rotazione del capitale). L'utilizzo di un'intermedia previsione semplificata costringe, indirettamente, a concentrarsi sull'economia a lungo termine della società, piuttosto che lasciarsi soffocare dai troppi dettagli. Adottando tale strategia, è possibile ipotizzare un tasso di crescita atteso leggermente più alto per i primi anni e che diminuisca sempre di più fino a diventare costante nel corso del secondo stadio.

2.2.1 Approccio di stima endogeno e rilevazione FCFF previsionali

Stabilito l'orizzonte temporale di elevata crescita, l'analista deve effettuare la vera e propria rilevazione dei flussi di cassa previsionali. Durante questa fase egli sarà chiamato ad esprimere i propri giudizi su come evolverà il business della società valuta negli anni a venire. La prima possibilità sarebbe guardare cosa è avvenuto nel passato ed ipotizzare che nel futuro i margini seguano lo stesso trend utilizzando il tasso di crescita storico, ma come si è già visto, non si tratta del metodo migliore. Alternativamente, l'approccio endogeno più efficace consiste nello stimare un tasso di crescita atteso di breve-medio termine basato sulle caratteristiche intrinseche del business. I vantaggi sono molteplici, in primis i risultati ottenuti saranno più coerenti con la struttura interna della società, e successivamente, permetterebbe di capire quali siano le leve per rendere una società più preziosa e appetibile per i propri investitori. La crescita è funzione di quanto si reinveste e quanto bene lo si fa, e a livello quantitativo può essere calcolata in modi differenti in base alla prospettiva presa in considerazione, come si è detto nel capitolo precedente. Nell'ipotesi più comune di valutazione complessiva, il tasso di crescita dell'EBIT è il prodotto tra il *Reinvestment Rate* e il ROIC. Gli analisti, solitamente, ricavano tutte le informazioni necessarie circa tali aggregati e iniziano a fare delle considerazioni in base alla tipologia di società che stanno valutando. L'attenzione sarà rivolta soprattutto sul rendimento del capitale investito. Calcolato il ROIC, se esistono abbastanza motivi per presumere che esso rimarrà stabile nel tempo, il tasso di crescita atteso dipenderà esclusivamente dalla percentuale di risorse che la società deciderà di reinvestire. Si tratta del caso più semplice in assoluto che, solitamente, rappresenta società volte alla fase di maturità, o società operanti in settori di mercato caratterizzati da basse opportunità. Tuttavia, è sempre necessario che l'analista tenga in considerazione i valori medi del

settore di appartenenza: ad esempio, se un'impresa è caratterizzata da un ROIC significativamente elevato rispetto alla media del settore, il ROIC previsionale dovrebbe essere ipotizzato inferiore rispetto al corrente per riflettere l'erosione che probabilmente si verificherà con la risposta delle aziende concorrenti. Se, invece, si decidesse di non reinvestire affatto e mantenere solo le attività esistenti con il loro rendimento, non avverrebbe alcuna crescita, e nel lungo periodo la società perderebbe valore.

D'altra parte, lo scenario che permette di crescere notevolmente e creare molto valore è quello in cui si decida di reinvestire in nuovi progetti con rendimento superiore a quello delle attività esistenti, dando per scontato che anch'esso sia superiore al costo del capitale. In questo determinato caso di ROIC mutevole nel tempo, il tasso di crescita atteso di breve-medio termine si calcherà nel seguente modo:

$$Expected\ Growth\ Rate = ROIC_{New\ Invest} \times R.R_t + \left[\left(1 + \frac{ROIC_{New\ invest} - ROIC_t}{ROIC_t} \right)^{\frac{1}{n}} - 1 \right]$$

Si ipotizzi il caso di una società che decida di reinvestire il 20% delle proprie risorse in un nuovo progetto volto a migliorare del 3% il proprio ROIC in 5 anni. Utilizzando questa formula, si capisce che ci sarà un duplice effetto: il primo che deriva, appunto, dall'impatto del nuovo investimento in quanto tale, e il secondo, di meno importanza, che viene chiamato effetto dovuto all'“*Efficiency Growth*”. Quest'ultimo rappresenta una sorta di premio che la società riceve di riflesso per aver migliorato il proprio rendimento del capitale nel tempo. L'effetto dell'*efficiency growth* si può ottenere anche nel caso in cui si decida di non reinvestire affatto, mantenendo il vincolo di migliorare il ROIC attraverso delle politiche aziendali interne, come ad esempio la riduzione dei costi. In tal caso, però, la crescita sarà solo di breve termine – uno o due anni al massimo – perché strategie di questo tipo tendono a non essere sostenibili nel lungo periodo. Le aziende candidate ad avere un rendimento del capitale mutevole sono quelle dotate di gran vantaggio competitivo con un ROIC molto elevato destinato a ridursi per effetto della concorrenza, e quelle con ROIC contenuti per via delle limitate opportunità di investimento. Ciò nonostante, l'effetto dovuto a miglior efficienza non deve essere sottovalutato per quest'ultime, perché, a parità di altre condizioni, un suo aumento dall'1% al 2% sulle attività esistenti raddoppierebbe i guadagni traducendosi in un tasso di crescita del 100%. Ricavato il tasso di crescita atteso dell'EBIT nel breve-medio termine in uno dei modi appena descritti in base alla tipologia di società, l'analista è in

grado di stimare i flussi di cassa futuri nel primo stadio della valutazione. Il trend dei ricavi solitamente è suggerito dal management o, comunque, da fonti informative interne perché sono più facilmente prevedibili rispetto agli utili. In alternativa, si può aggiustare il CAGR storico con i dati relativi alle società simili o con i dati di settore. Per calcolare i flussi di cassa, invece, esistono delle alternative in base alla tipologia di valori a disposizione e alla tipologia di società che si sta analizzando. Il metodo classico è rappresentato dalla seguente formula:

$$Expected\ FCFF_t = Expected\ EBIT_t \times (1 - Reinvestment\ Rate_t)$$

dove il tasso di reinvestimento sintetizza i reinvestimenti che devono essere effettuati dalla società per sostenere la crescita degli utili, e può essere calcolato utilizzando la formula inversa del tasso di crescita. Oppure, alternativamente, può essere utilizzata questa procedura:

$$Expected\ FCFF_t = [Expected\ EBIT_t \times (1 - Tax\ Rate)] - Reinvestments_t$$

dove i reinvestimenti vengono calcolati come $\frac{Revenues_{t+1} - Revenues_t}{Sales\ to\ capital\ ratio}$. L'indice al denominatore è molto simile al ROIC e rappresenta il valore dei ricavi che la società ottiene per ogni euro di capitale investito. Ad esempio, se il risultato fosse 5, vorrebbe dire che per ogni euro di capitale investito, l'impresa genera 5 euro di ricavi.

L'ultimo e più difficile scenario per stimare il tasso di crescita e i flussi di cassa previsionali, è rappresentato dal caso in cui la società stia perdendo denaro con conseguente tasso di reinvestimento negativo, e rendimento del capitale investito negativo. Matematicamente, il prodotto tra le due componenti fornirebbe un tasso atteso positivo, ma nella realtà ciò non ha senso. L'unica possibilità per l'analista, in tale scenario, è intraprendere un approccio che parte dalla top-line del bilancio e cioè i ricavi. Si tratta della c.d. "Top-down Growth". Si inizia con una progettazione dei ricavi nel tempo in correlazione a diverse variabili come la tipologia di società in questione, il suo business, il mercato, e il contesto circostante. L'obiettivo consiste nel trasformare *small revenues* in *big revenues*. A questo punto si passa allo studio dei margini: in ipotesi che siano tutti negativi, l'analista dovrà prendere in considerazione il peggiore, soprattutto se si tratta di una società giovane, e fissare un margine obiettivo per il futuro. Esso deve essere concreto e raggiungibile quindi ci sarà un approfondito studio strategico sottostante per sceglierlo, e una volta scelto tutte le attività saranno volte al conseguimento di tale obiettivo. Come si è detto già numerose volte, per poter crescere la società deve

reinvestire e in un contesto di margini negativi, l'unica alternativa per poter stimare i reinvestimenti è legare il tasso di reinvestimento all'unica voce che nelle proiezioni è sempre positiva, cioè i ricavi. L'analista dovrà prendere in considerazione la loro variazione anno per anno e porsi delle domande su come e quanto la società dovrà reinvestire per ottenere tale variazione. L'indice che fornisce questa informazione è il “*sales to capital ratio*”, visto precedentemente. In generale, viene calcolato a partire dai dati della società e aggiustato per i valori medi del settore. Si tratta di un'ottima alternativa al metodo standard perché è molto più stabile e concreto rispetto ai valori delle spese nette in conto capitale e al valore del capitale circolante. In conclusione, è utile sottolineare che tutti i meccanismi di ragionamento e di calcolo affrontati nel corso di questo paragrafo, possono essere tranquillamente implementati in un processo di valutazione *equity side*, semplicemente modificando la prospettiva di analisi e i valori da calcolare, seguendo la teoria di riferimento.

2.2.2 Approccio di stima esogeno

L'approccio endogeno è senza alcun dubbio il metodo più preciso per la rilevazione del tasso di crescita atteso e dei conseguenti flussi di cassa previsionali, perché le ipotesi che si fanno sono strettamente legate alle caratteristiche intrinseche della società valutata. Come si è visto però, è un processo molto laborioso e dispendioso in termini di tempo. Tuttavia, non si tratta dell'unica strada percorribile. Alcuni analisti evadono la responsabilità di stimarlo personalmente seguendo un approccio di tipo esogeno. Capita spesso che essi si avvalgano di stime fornite dal management o, parlando di società quotate in borsa, stime fornite da altri analisti che monitorano in continuazione l'andamento delle azioni sul mercato. Dal punto di vista empirico, un sorprendente numero di valutazioni utilizzano previsioni sui ricavi e sugli utili fornite direttamente dal management della società valutata. Questa pratica implica due vantaggi: il processo di stima dei flussi di cassa sarà molto più semplice e veloce, e inoltre permetterà agli analisti di scolparsi nel caso in cui le previsioni non siano state corrette. I pericoli da considerare però, sono notevoli. Innanzitutto, non ci si può aspettare che la direzione sia imparziale sulle prospettive future della società perché vorrebbe dire, indirettamente, mettere in discussione anche le proprie capacità di gestione. Poi potrebbe verificarsi il problema che le previsioni fornite non siano del tutto veritiere. Ciò può succedere perché, ad esempio, i manager potrebbero avere una retribuzione legata al rispetto o al superamento degli obiettivi prefissati, e quindi presumibilmente essi avranno la tendenza a minimizzare le

aspettative con l'intento di arricchirsi. Infine, le previsioni fornite dal management potrebbero essere fondate su combinazioni di ipotesi incoerenti, come ad esempio una crescita percentuale dei ricavi in 10 anni non trainata da conseguente aumento delle spese in conto capitale. Sebbene l'utilizzo più efficiente delle risorse esistenti possa generare una crescita a breve termine, è difficilmente provabile che possa essere la base per una crescita di lungo periodo. Ne deriva che se l'analista volesse usufruire delle stime fornite dai vertici aziendali, dovrà necessariamente assicurarsi che esse siano fattibili ed internamente coerenti. In ogni caso, potrebbe utilizzarle come spunto o come buon punto di partenza sul quale fondare le proprie personali analisi, soprattutto se si tratta di una società non quotata. Per quanto riguarda le società quotate in borsa invece, gli analisti hanno accesso a tutta una serie di informazioni che derivano dagli *equity research analysts*, figure che seguono costantemente la società e il suo andamento sul mercato. Quest'ultimi, solitamente, sono concentrati su un determinato settore e spendono la maggior parte del proprio tempo nel cercare azioni sopravvalutate o sottovalutate al suo interno con l'intento di fornire raccomandazioni di *buy* o *sell*. Ma una parte considerevole viene dedicata anche agli EPS, in particolare allo studio della loro potenziale crescita. Non sempre però tali informazioni sono disponibili pubblicamente, anzi, il più delle volte esse sono molto limitate. A livello teorico, esistono numerose motivazioni per affermare che le previsioni svolte da questa categoria di analisti siano buone: in primis il fatto che essi sono esperti del settore, e successivamente il fatto che, seguendo quotidianamente una determinata società, essi hanno accesso a tutta una serie di informazioni interne migliori rispetto al resto del mercato. Numerosi studi dimostrano che le previsioni effettuate dagli *equity research analyst* sono preferibili rispetto alle analisi basate sul passato dell'azienda per quanto riguarda il breve periodo. Ma dimostrano anche che il vantaggio da essi acquisito grazie alle informazioni specifiche tende a deteriorarsi con l'estensione dell'orizzonte temporale di analisi. In una valutazione d'azienda, l'attenzione è rivolta soprattutto sulle previsioni di medio-lungo termine e quindi saranno necessarie previsioni sull'andamento dell'EBIT. Il tasso di crescita atteso sugli EPS si focalizza soprattutto sul breve periodo, e tutt'al più esso non è uguale al tasso di crescita atteso del reddito operativo. Anzi, generalmente quest'ultimo è inferiore rispetto al primo. Si tratta di un dato utile da prendere in considerazione per elaborare una propria stima sul tasso di crescita atteso della società, ma bisogna ricordarsi di arginare il pericolo di utilizzarlo ciecamente senza fare i dovuti accorgimenti. Pertanto, se l'analista decidesse di prenderlo in considerazione, egli dovrà ricordarsi di aggiustarlo per riflettere la necessità di

prevedere l'andamento dell'EBIT. Spesso il segreto per ottenere una valutazione di successo di una società quotata risiede proprio nello scoprire incongruenze tra le previsioni effettuate dagli *equity research analysts* e le caratteristiche fondamentali del business in questione.

Tuttavia, esiste un'ulteriore pratica di tipo esogeno che viene utilizzata sempre più frequentemente negli ultimi tempi per determinate tipologie di valutazione. Essa consiste nel consultare i tassi di crescita medi di settore, ricavare un tasso atteso indicativo e aggiustarlo rendendolo adatto alla società che si sta valutando. La motivazione è che l'evidenza empirica afferma che società appartenenti allo stesso settore, hanno circa le stesse caratteristiche perché devono affrontare più o meno le stesse problematiche, e quindi prendere il dato di settore può essere una buona scorciatoia per evitare tutto il processo di stima a partire dai fondamentali. Ciò nonostante – come si è detto nel capitolo precedente – non è detto che società appartenenti allo stesso settore siano caratterizzate dallo stesso trend di crescita, quindi è strettamente necessario che l'analista provveda a “limarlo” nel modo più corretto; però, sicuramente, costituirà un buon punto di partenza o un buon punto di riferimento anche se egli decidesse di intraprendere un approccio endogeno di stima. Lo stesso procedimento può essere effettuato non solo prendendo come riferimento i dati di settore, ma anche prendendo i dati relativi al mercato servito, o soprattutto i dati riguardanti società simili in termini di *core business*, dimensioni e struttura finanziaria – chiamate in gergo *comparables* – che abbiano sostenuto una crescita con caratteristiche simili in periodi recenti. Un'ultima possibilità, ma quasi mai messa in pratica, è stimare il tasso di crescita atteso in base alla rilevanza della società rispetto al PIL del Paese in cui essa ha sede. Tutte le metodologie di stima che seguono un approccio esogeno fondamentalmente condividono lo stesso scopo, e cioè quello di rendere il processo di valutazione più rapido. Ciò non toglie che l'analista debba mettere in pratica tutti gli appositi accorgimenti, oppure rischierebbe di ottenere previsioni sui flussi di cassa non veritiere se il tasso di crescita atteso non fosse corretto. In conclusione, tali procedimenti descritti conducono a stime che, se fatte accuratamente, sicuramente saranno utilizzabili all'interno del processo di valutazione, ma si tenga ben a mente che, per arginare al massimo la probabilità di ottenere valori distorti, l'approccio endogeno per la rilevazione del tasso di crescita atteso rimane indubbiamente il metodo più corretto e sicuro, anche se più laborioso.

2.2.3 *Approfondimento sul tasso di crescita degli EPS ed esempio di analisi per Moncler S.p.A.*

Tornando al tema del tasso di crescita atteso degli EPS calcolato dagli *equity research analysts*, in termini pratici e quantitativi, come viene stimato? Si tratta di un processo di valutazione *equity side* che si basa sugli utili di una società. La più semplice relazione per determinare la crescita si fonda sul *retention rate* e sul ROE dei propri progetti: le aziende con un alto tasso di ritenzione degli utili e un elevato rendimento del capitale proprio, dispongono di alti tassi di crescita degli EPS a differenza delle società che non dispongono di queste caratteristiche. La formula utilizzata dagli analisti per stimare il tasso di crescita atteso degli EPS è la seguente:

$$\text{Expected Growth in } EPS_{T+1} = \text{Retention Rate}_T \times ROE_T$$

A questo punto è necessario mettere in risalto il fatto che nell'ipotesi non sia consentito alla società aumentare il proprio capitale emettendo nuove azioni, tale tasso coinciderà con il tasso di crescita atteso dell'utile netto. Mentre se si percepisce in modo meno stringente l'assunzione che l'unica fonte di capitale proprio siano gli utili non distribuiti, quest'ultimo può essere differente. Infatti, intuitivamente, una società ha la possibilità di emettere nuove azioni per poter aumentare significativamente il proprio reddito netto in modo da poter finanziare dei nuovi progetti, facendo al contempo ristagnare l'utile per azione. Ne deriva che in questo scenario gli analisti avranno bisogno di una misura di reinvestimento che vada oltre agli utili non distribuiti, e cioè l'*equity reinvestment rate* descritto nel capitolo precedente.

Per fornire un risvolto pratico, anche in questo caso si è deciso di effettuare un'analisi sul tasso di crescita atteso degli EPS per la società Moncler S.p.A. per gli anni 2018 e 2019. Lo scopo è quello di mettere in evidenza in che modo, tendenzialmente, un *equity research analyst* stima il tasso di crescita atteso su questo indicatore per poi effettuare un controllo a posteriori rispetto a ciò che si è verificato nella realtà, ovviamente il tutto in forma semplificata. Innanzitutto, sono stati ricavati i dati necessari dal bilancio d'esercizio al termine dei due anni di riferimento, successivamente sono state eseguite le stime, e infine quest'ultime sono state confrontate con i valori effettivi che si sono realmente registrati nei periodi recenti. Le formule utilizzate per i calcoli sono rispettivamente le seguenti:

$$g_{EPS} = \text{Retention Rate} \times \text{ROE}$$

$$\text{ROE}_T = \frac{\text{Net Income}_T}{\text{B.V. Equity}_{T-1}}$$

$$\text{Retention Rate} = 1 - \frac{\text{Dividends Paid}_T}{\text{Net Income}_T}$$

$$\text{Expected EPS}_{T+1} = \text{EPS}_T \times (1 + g_{EPS})$$

L'analisi è stata effettuata sia sui valori specifici dell'anno di riferimento e sia attraverso una normalizzazione delle variabili che compongono il tasso di crescita atteso degli EPS al fine di mitigare l'impatto di un eventuale andamento particolare dell'anno di partenza. Pertanto, nella seconda parte del procedimento sono stati presi dai relativi bilanci i valori dell'utile netto nei 3 anni precedenti ed è stata calcolata una media, ottenendo risultati rispettivamente di circa 89 milioni di euro per l'anno 2017 e circa 107,5 milioni di euro per l'anno successivo.

Figura 9. Calcolo e analisi empirica del tasso atteso di crescita degli EPS di Moncler S.p.A.

Previsione EPS Moncler S.p.A. nel 2017		Previsione EPS Moncler S.p.A. nel 2018	
Net Income 2017	133.253.744,00 €	Net Income 2018	138.742.201,00 €
Dividends 2017	45.490.615,00 €	Dividends 2018	70.464.120,00 €
BV Equity 2016	373.726.414,00 €	BV Equity 2017	509.906.995,00 €
Retention Rate 2017	65,86%	Retention Rate 2018	49,21%
ROE 2017	35,66%	ROE 2018	27,21%
Expected g EPS 2018	23,48%	Expected g EPS 2019	13,39%
EPS in 2017 from ORBIS	0,98	EPS in 2018 from ORBIS	1,31
Expected EPS in 2018	1,21	Expected EPS in 2019	1,49
Average Net Income 2014-2017	88.968.969,75 €	Average Net Income 2015-2018	107.610.633,50 €
Normalized Retention Rate 2017	48,87%	Normalized Retention Rate 2018	34,52%
Normalized ROE 2017	23,81%	Normalized ROE 2018	21,10%
Expected g EPS 2018	11,63%	Expected g EPS 2019	7,28%
EPS in 2017 from ORBIS	0,98	EPS in 2018 from ORBIS	1,31
Expected EPS in 2018	1,09	Expected EPS in 2019	1,41
EPS in 2018 from ORBIS	1,31	EPS in 2019 from ORBIS	1,39

Fonte dati: Bilancio d'esercizio Moncler S.p.A. e ORBIS

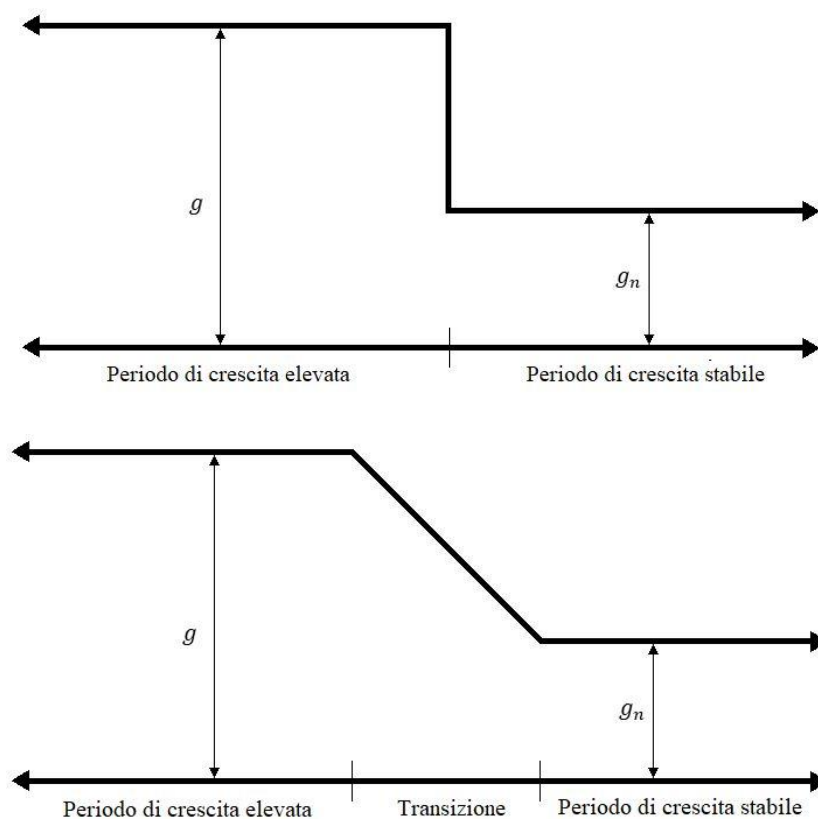
Come si può notare dalla Figura 9, i risultati ottenuti sono simili rispetto ai dati effettivi che si sono verificati successivamente, soprattutto per quanto riguarda la previsione svolta nell'anno 2018 per stimare gli EPS del 2019. Tutt'al più, tali valori risultano essere anche

in linea con i trend medi di settore. Infatti, Moncler S.p.A. opera principalmente nel settore dell'abbigliamento e Aswath Damodaran nei propri studi ha stimato che il tasso di crescita medio degli EPS per le società europee operanti nel settore dell'abbigliamento fosse compreso all'incirca tra il 12-15% tra il 2017 e il 2019 (Damodaran, 2019). Lo studio si basa su un campione di circa 130 società, tra cui proprio Moncler S.p.A. presa in considerazione per l'analisi. Tuttavia, come si può notare anche dallo studio svolto precedentemente sui tassi di crescita storici, si tratta di una società che sta crescendo anno dopo anno e che è in grado di ricavare un ROE più alto rispetto alla media del settore (circa 15-20%), quindi pure questo aiuta a motivare i risultati sopra la media ottenuti. Concludendo, tale tipologia di analisi risulta essere molto utile per provare a capire come si evolverà la situazione dal punto di vista della redditività e dei valori azionari, tuttavia bisogna ricordare che si tratta di un'analisi congrua solamente per il breve periodo. Infatti, nella quasi totalità dei casi, il tasso di crescita atteso di medio-lungo termine dell'EBIT è inferiore rispetto al tasso di crescita atteso degli EPS e, sempre secondo gli studi di Aswath Damodaran, esso si aggirava mediamente al di sotto del 10% nel corso del periodo preso in considerazione.

2.3 IL TASSO DI CRESCITA DI LUNGO PERIODO NEL TERMINAL VALUE

L'iter di valutazione aziendale volge al termine con la rilevazione del *Terminal Value*. Nel capitolo precedente si è visto che esistono, fondamentalmente, tre tipologie diverse di valore finale. Tuttavia, per i nostri scopi, l'unico che verrà analizzato sarà il modello basato sulla c.d. "*stable growth*". Prima di procedere con lo stimare il suo valore, l'analista deve necessariamente verificare e tenere ben a mente le ipotesi fatte sull'andamento della crescita degli utili nel corso del primo stadio in cui si è supposta una crescita elevata. Gli scenari potrebbero essere, sostanzialmente, due come indica la seguente Figura 10: il primo (e più semplificato) identifica un tasso di crescita di medio-lungo termine ipotizzato costante nel periodo di crescita elevata che cambia repentinamente nel secondo stadio; mentre nel secondo caso non c'è un netto e improvviso distacco ma esiste una fase di transizione.

Figura 10. Modello di crescita a due stadi con e senza periodo di transizione (Damodaran & Roggi, 2016)



Il primo esempio presenta dei limiti evidenti, infatti si tratta di un modello poco realistico nella maggior parte dei casi. Invece risulta essere molto più concreto affermare che esista una variazione graduale del tasso di crescita di medio-lungo termine nel corso del periodo di riferimento che serve per assestare ed allineare il suo valore alle ipotesi sottostanti. Lo scenario con diminuzione improvvisa è più appropriato per le società che nel primo stadio presentano tassi di crescita modesti, infatti, ad esempio, è più ragionevole ipotizzare che un'azienda possa registrare una variazione repentina dal 5% al 2%, piuttosto che dal 30% al 2%. Al contrario, lo scenario con periodo di transizione risulta essere una formulazione più generale e flessibile del passaggio dal primo al secondo stadio. Esso consente al tasso di crescita di medio-lungo termine e ai rapporti di distribuzione degli utili di variare gradualmente in determinati anni per effettuare una sorta di assestamento con il lungo periodo. Tuttavia, qualunque sia l'ipotesi scelta in termini di andamento del tasso di crescita, è importante capire che il passaggio da uno stadio all'altro non implica solamente un tasso differente ma implica anche tutta un'altra serie di variazioni sulle caratteristiche fondamentali della società. Innanzitutto, deve esserci una riduzione del beta attorno a quello di mercato, poi deve verificarsi anche un aumento del rapporto di distribuzione

degli utili. Quest'ultimo, generalmente, nella fase di crescita elevata è basso o addirittura zero, mentre quello prospettico si calcola come:

$$\text{Rapporto distribuzione utili} = 1 - \frac{g_{\text{stable growth}}}{ROE_{\text{stable growth}}}$$

Il ROE atteso nel periodo di stabilità, se utilizzato in questa formula, dovrebbe anch'esso riflettere il tasso di crescita, quindi il metodo più prudente che l'analista dovrebbe adottare sarebbe quello di ipotizzarlo uguale al costo del capitale netto. Un'alternativa, se si ritiene questa condizione troppo rigida, potrebbe essere quella di ipotizzare che esso tenda verso il valore medio del settore. Dopo aver compreso perfettamente la tipologia di società che si sta valutando e le relative modalità di passaggio da uno stadio all'altro, l'analista può procedere con la vera e propria rilevazione del tasso di crescita atteso di lungo periodo e del conseguente valore terminale.

In ottica di valutazione *asset side*, per poterlo stimare correttamente è necessario in primis comprenderne la natura, e a sua volta, per poterlo fare, è necessario ancor prima comprendere il metodo di calcolo del *Continuing Value* e le varie ipotesi sottostanti al modello. Il *Continuing Value*, nella prassi, è il metodo di gran lunga più utilizzato dagli analisti. Dal momento in cui esso incorpora e riflette solidi principi economici, una sua stima accurata è essenziale in qualsiasi tipo di valutazione complessiva perché semplifica al meglio la parte finale del processo. Visto che, per ipotesi, il *Terminal Value* sintetizza tutto ciò che avverrà da un determinato anno in poi quando non sarà più possibile rilevare precisamente i flussi di cassa previsionali, ricollegandosi ai principi fondamentali della matematica finanziaria, il metodo classico di stima del *Continuing Value* è rappresentato da una rendita perpetua attraverso la formula di Gordon:

$$\text{Continuing Value} = \frac{FCFF_T \times (1 + g)}{WACC - g}$$

All'interno di questa formula la variabile “*g*” identifica il tasso di crescita di lungo periodo, il “*WACC*” rappresenta il costo del capitale in ottica di valutazione complessiva, e la componente “*FCFF_T*” indica l'ultimo flusso di cassa previsionale del primo stadio. In altre parole, se si stesse valutando l'evoluzione del business di una società nell'arco dei prossimi dieci anni, quest'ultimo sarebbe il flusso di cassa previsionale al decimo anno. Tuttavia, nel corso del tempo sono stati effettuati numerosi studi su tale formula per cercare di renderla più precisa. L'obiettivo era rappresentarla in un modo equivalente che fosse coerente con i principi della creazione del valore e con il DCF model. Il che è

rilevante, perché purtroppo molti investitori professionisti ignorano gli aspetti economici alla base del *Continuing Value*. Così, ad oggi, gli esperti consigliano agli analisti di utilizzare la seguente rappresentazione del tutto equivalente alla prima, dove figura, oltre alle componenti uguali alla formula precedente, il “ $NOPAT_{T+1}$ ”, cioè l’utile operativo al netto delle imposte nel primo anno successivo al primo stadio, e il “*RONIC*”, cioè il tasso di rendimento atteso dei nuovi investimenti effettuati:

$$Continuing\ Value = \frac{NOPAT_{T+1} \times \left(1 - \frac{g}{RONIC}\right)}{WACC - g}$$

Tale processo di rilevazione risulta essere più specifico, perché se si prevede che nel secondo stadio la crescita sia inferiore rispetto al primo – come normalmente accade – è probabile che il reinvestimento richiesto sia inferiore, portando indirettamente ad ottenere un flusso di cassa più elevato. Se invece non si tenesse conto di questo aspetto e si usasse l’ultimo flusso di cassa previsionale del primo stadio dove la crescita è più elevata, il flusso di cassa risultante avrà un valore più basso e si tradurrà in un valore finale sottostimato. Per definizione, il *Continuing Value* deve essere utilizzato quando la società si trova in fase *steady state*, e per trovarsi in questa fase essa deve soddisfare determinate ipotesi: ci si aspetta che sia meno rischiosa, che utilizzi più debito, che non generi extra rendimenti (o comunque, se ci fossero, dovrebbero essere molto contenuti), e che reinvesta molto meno rispetto a una società in espansione. In particolare, il concetto del rischio si traduce nella componente beta quindi, a differenza delle imprese in fase di elevata crescita che sono maggiormente esposte al rischio di mercato con beta elevati, come regola pratica è ragionevole ipotizzare in questa fase dei fattori beta compresi tra 1,2 e 0,8 in modo da essere coerenti con l’idea di crescita stabile. Inoltre, la capacità di indebitamento di un’azienda aumenta quando essa si trova in fase *steady state* rispetto al periodo di crescita elevata. Ciò nonostante, se l’indice di indebitamento aumenterà e si avvicinerà al suo valore ottimale sarà un’ipotesi che dipenderà dalla propensione del management a ricorrere al debito, e dal loro potere rispetto a quello degli azionisti. Se la gestione è disposta a modificare l’indice di indebitamento della società e gli azionisti mantengono un certo potere, è ragionevole supporre che l’indice tenderà al livello ottimale una volta entrata in fase di stabilità; mentre se così non fosse, sarebbe più prudente ipotizzare che l’indice rimanga attorno ai valori correnti. Quindi, tornando alla composizione della formula, l’analista deve tenere ben a mente che le varie componenti

devono avere delle caratteristiche tecniche tali da poter rispecchiare le ipotesi. Di conseguenza:

- a) il “NOPAT” dovrà essere un NOPAT stabile e normalizzato che riflette un basso livello di crescita dei ricavi, soprattutto per le attività cicliche;
- b) per quanto riguarda il “RONIC”, la teoria economica suggerisce che la competizione nel lungo periodo dovrebbe eliminare elevati extra rendimenti, quindi, per società operanti in settori competitivi, bisognerà imporre la condizione $\text{RONIC} = \text{WACC}$. Tuttavia, per alcune società con forti vantaggi competitivi sostenibili in termini di brand o brevetti, si potrebbe imporre un $\text{RONIC} = \text{ROIC}$ perché potrebbero comunque ottenere un extra rendimento, purché quest’ultimo sia contenuto e coerente. Ultima ipotesi è il caso di una start-up che abbia in progetto di investire a lungo termine. In tal caso sarà necessario inserire un RONIC coerente con le condizioni competitive previste oltre il primo stadio di valutazione;
- c) infine, si capisce che il tasso “g” dovrà essere un tasso atteso di lungo periodo coerente con tutte le altre ipotesi appena descritte.

Compresa la sua natura e comprese le ipotesi sottostanti al modello della *stable growth*, si è ora in grado di procedere con la vera e propria rilevazione del tasso atteso in termini quantitativi. L’unico importante vincolo che deve essere rispettato è che il tasso di crescita di lungo periodo utilizzato nella valutazione non ecceda mai il tasso di crescita dell’economia del Paese in cui essa opera. Oppure, se si tratta di una società che opera a livello multinazionale, lo stesso vale per il tasso di crescita dell’economia globale. Attualmente, quest’ultimo si aggira attorno al 3-3,5%, mentre il primo varia da Paese a Paese. Tuttavia, dal momento in cui il raggio geografico di una società potrebbe cambiare nel lungo termine, l’analista potrebbe prendere in considerazione la soluzione di estrapolare la misura del tasso di crescita di lungo periodo da un intervallo che va da un valore minimo pari alla crescita a lungo termine prevedibile nelle economie mature, a un valore di tetto massimo in linea con il tasso di crescita mondiale. Se, ad esempio, si considera una società che opera a livello globale caratterizzata da una concreta *leadership* nel proprio raggio d’azione settoriale o geografico, essa tendenzialmente potrebbe ottenere un tasso “g” di lungo periodo compreso tra i valori più alti dell’intervallo. D’altra parte, una società con una posizione competitiva non dominante, potrebbe figurare un tasso di crescita atteso che si colloca tra i valori minimi, o addirittura più al di sotto

dell'intervallo di riferimento. Inoltre, sempre in merito alla natura del tasso “g” di lungo periodo, è necessario anche specificare che, come sostiene Fabio Buttignon nell'articolo “*Tavola rotonda: 10 aspetti controversi nella valutazione delle aziende*” pubblicato nel periodico dell'Organismo Italiano di Valutazione (Bini, et al., 2019), esiste una relazione tra il tasso di crescita nel *Terminal Value* e il costo del capitale, in particolare con il tasso privo di rischio. Entrambi devono essere, ovviamente, coerenti in termini di natura nominale o reale, anche se nella realtà non è così facile orientarsi. Ad esempio, generalmente il *risk free rate* è espresso nominalmente e quindi il tasso di crescita dev'essere anch'esso nominale e tenere conto, tra le altre cose, del tasso di inflazione atteso. Fatto questo assunto, un'altra regola alla quale gli analisti dovrebbero attenersi sarebbe quella di mantenere il tasso di crescita atteso inferiore al tasso privo di rischio perché quest'ultimo, ipotizzandolo nominale, riflette il tasso di inflazione atteso ma anche sconta le prospettive di crescita dell'economia a cui si riferisce. Si torna, quindi, al tema dello spazio geografico. Infatti, coerentemente con il tasso “g”, il *risk free rate* dovrebbe essere rappresentato da una media dei tassi privi di rischio dei vari Paesi in cui la società svolge la propria attività, quindi i due dovrebbero muoversi in maniera proporzionale: ad esempio, nel caso di un'azienda leader globale con alto tasso di crescita di lungo periodo, dovrà essere utilizzato un tasso privo di rischio più elevato che sconterà le prospettive di crescita delle economie di numerosi paesi, e viceversa. Il tutto indipendentemente da varie politiche monetarie o altri fenomeni che possano influenzarlo. Tuttavia, con riferimento a quanto appena detto, molti analisti e società di consulenza suggeriscono di normalizzare il tasso privo di rischio su valori medi di lungo periodo per isolare, appunto, l'impatto di eventuali politiche monetarie espansive. Tale accorgimento è fondamentale se il tasso di crescita di lungo periodo si posiziona su valori relativamente elevati dell'intervallo che dovrebbe, al tempo stesso, trainare un aumento del tasso privo di rischio. D'altra parte, se ciò non avviene, significa che l'analista giudica che esso rifletta prospettive di crescita molto tenui dell'economia anche nel lungo periodo e quindi dovrebbe implicare un tasso di crescita atteso di lungo periodo molto basso in modo da rispettare la relazione iniziale. Insomma, per concludere questa precisazione, il legame tra questi due valori è un tema rilevante e costituisce una criticità che deve essere trattata con estrema attenzione all'interno del processo di valutazione economica del capitale.

Tornando all'approccio endogeno di stima del tasso di crescita atteso di lungo periodo, nel caso in cui l'analista decida di calcolarlo a partire dai fondamentali, in ottica di

valutazione *asset side* la formula per la rilevazione del “g” di lungo periodo sarà la medesima utilizzata nel primo stadio per stimare il tasso di crescita di breve-medio termine in ipotesi di ROIC stabile, ma cambieranno le assunzioni sottostanti:

$$\text{Expected Long Term Growth Rate} = \text{Reinv. Rate} \times \text{ROIC}$$

In tal caso – salvo le eccezioni viste precedentemente – il rendimento del capitale investito convergerà verso il costo del capitale, mentre il tasso di reinvestimento dovrà essere contenuto e costante. Indicativamente, esso dovrebbe essere inferiore al 20%, massimo 30% in caso di ROIC molto bassi. Si ricordi che in questa prospettiva si sta ipotizzando di valutare l'intero business di una società, ma è evidente che il procedimento sarà analogo nel caso di *equity side valuation*, semplicemente basterà modificare i dati delle varie formule. Tuttavia, dal momento in cui il *range* di possibilità risulta essere ristretto, spesso gli analisti optano per scegliere arbitrariamente un tasso di crescita di lungo periodo compreso tra lo 0 e il 3%. Questa scelta però, deve essere necessariamente accompagnata da una c.d. “*Sensitivity Analysis*” al termine della valutazione. La *sensitivity analysis* serve per mettere in evidenza come varia l'*enterprise value*, al variare del tasso “g” di lungo periodo e del WACC. Infatti, in una classica valutazione d'azienda svolta attraverso il DCF model, il tasso di crescita di lungo periodo è sicuramente l'input che più influenza i risultati perché una sua piccola variazione fa cambiare notevolmente il *Terminal Value*, e di conseguenza il valore della società valutata. Ciò nonostante, il futuro è ignoto. Ma se si applicano tutte le necessarie congetture economiche e se si rispettano le assunzioni sottostanti al modello, si può star certi che le previsioni risulteranno teoricamente corrette e ciò è fondamentale, perché il *Terminal Value* costituisce una percentuale rilevante dell'intero valore societario, soprattutto per quanto riguarda il settore tecnologico e *High tech*.

CAPITOLO III – LA PREVISIONE DELLA CRESCITA AZIENDALE NELLA REALTÀ IN ALCUNI CASI PARTICOLARI

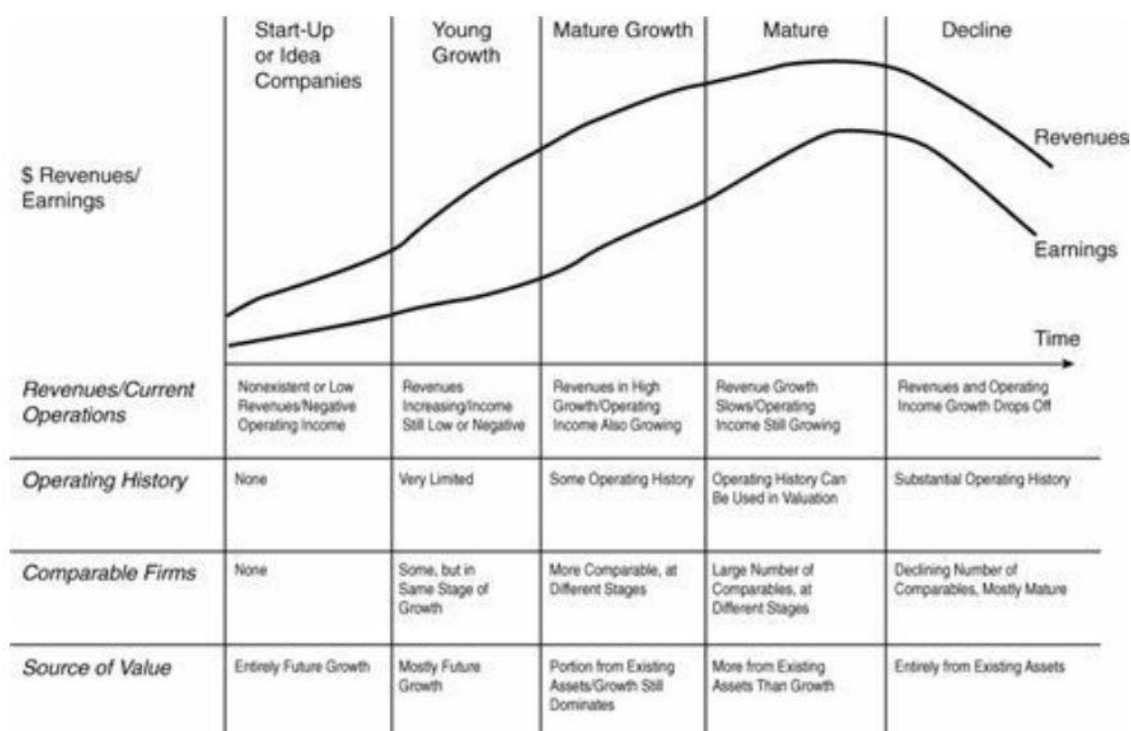
3.1 IL “LIGHT SIDE OF VALUATION” CONTRO IL “DARK SIDE OF VALUATION”

Da questo capitolo in poi si cercherà di fornire un taglio pratico alla letteratura di riferimento riportata fin ora. In altre parole, illustrati i concetti fondamentali, verranno presentati degli esempi reali di come gli analisti affrontano nel quotidiano i problemi di stima che gli si presentano ogni qual volta sono immersi in un processo di valutazione d'azienda. Generalmente, a primo impatto la valutazione di una società può sembrare un'analisi semplice. Infatti, compresa la definizione di valore intrinseco di un'attività, a livello teorico basterebbe stimare la crescita sulla base della capacità e della prevedibilità di generare flussi di cassa futuri, e fondare ipotesi sull'ampiezza dell'arco temporale su cui ci si aspetta che essi si sviluppino. Il tutto semplicemente ricavando le informazioni necessarie dal bilancio d'esercizio della società in questione, e applicando le varie formule riportate nel capitolo precedente. Tanto è vero che se un'analista dovesse analizzare e valutare un'azienda caratterizzata da redditività stabile con un *business model* ormai affermato e operante in un buon segmento di mercato protetto da efficaci barriere all'entrata, il processo risulterebbe essere molto poco complesso. Tuttavia, la realtà è ben diversa. L'esempio riportato è solamente una delle poche eccezioni presenti al giorno d'oggi. La maggior parte delle società vive in un contesto economico molto dinamico e mutevole, ed inoltre, generalmente, esse hanno tutt'altro che quelle caratteristiche. Sebbene i fondamenti della valutazione siano chiari, le sfide che gli analisti devono affrontare cambiano man mano che le società evolvono nel proprio ciclo di vita. Si passa dall'idea imprenditoriale di un particolare business, a società giovani con elevate prospettive di crescita (le quali potrebbero essere pubbliche o in procinto di diventare pubbliche attraverso un processo di quotazione), per poi passare a società mature multi-business che servono mercati diversi, e terminare con società in declino o sull'orlo della liquidazione. In ognuno di essi, gli analisti sono chiamati a stimare sempre

gli stessi input (flussi di cassa, tassi di crescita attesi e tassi di attualizzazione) ma con un'enorme quantità di variabili informative e gradi di precisione differenti a seconda del caso. In questo contesto si insinua il c.d. “*Dark Side of Valuation*”, espressione coniata dall'esperto Aswath Damodaran che rappresenta anche il titolo di un suo libro pubblicato nel 2009 “*The Dark Side of Valuation: Valuing Young, Distressed and Complex Businesses*” (Damodaran, 2009) dove vengono sviluppati vari argomenti che richiamano il tema, quest'ultimo studiato e affrontato pure da numerosissimi altri famosi esperti della materia come, ad esempio, Pablo Fernandez, Tim Koller della società *McKinsey & Company* e l'italiano Oliviero Roggi. Il concetto di “*Dark Side of Valuation*” riconduce al fatto che la vera difficoltà del processo di valutazione aziendale si pone quando diventa difficile rispondere a una o a tutte e quattro le domande fondamentali alla base del DCF model, e cioè: “quali sono i flussi di cassa generati dalle attività esistenti?”, “qual è il valore aggiunto che genereranno le attività volte ad una crescita futura?”, “quanto sono rischiosi i flussi di cassa?”, e “quando la società in questione diventerà una società matura?”. Di solito raggruppandole insieme si ottiene un *framework* per valutare un qualsiasi business o una qualsiasi impresa, tuttavia, la facilità con cui è possibile rispondervi può variare in modo notevole. Per questo, purtroppo, succede sempre più frequentemente che di fronte a significative incertezze o fonti informative limitate, gli analisti rischiano di ricadere nel lato oscuro della valutazione dove i principi fondamentali vengono meno per essere sostituiti da nuove congetture, e dove il buon senso regna incontestato. Infatti, le doti del valutatore emergono quando egli deve destreggiarsi in scenari complessi, i quali in realtà non sono poi così rari al giorno d'oggi. Innanzitutto a causa dell'ambiente macroeconomico instabile, il quale rende tutto più complicato a partire dalla volatilità del tasso *risk free*, dei premi per il rischio e del tasso di crescita reale o nominale dell'economia, cioè i 3 input alla base di una qualsiasi valutazione. In particolare, soffermandoci su quest'ultimo, è importante sottolineare che è impossibile sviluppare un processo di valutazione di una società senza fare prima ipotesi sull'economia complessiva in cui essa opera, e che eventuali cambiamenti sul fronte macroeconomico possono trasformare drasticamente i valori per tutte le società al suo interno. Inoltre, bisogna tener conto dell'inflazione attesa e dei tassi di cambio: se la prima diventa volatile l'effetto potrebbe essere sia positivo che negativo a seconda del caso e l'azienda riuscirebbe a trarne vantaggio solo riuscendo a trasferirne l'impatto sui propri clienti; mentre i tassi di cambio impattano direttamente i flussi di cassa e quindi, in un contesto volatile, anch'essi possono creare diversi pericoli in ottica di previsione. Il

secondo aspetto che crea problemi agli analisti è comprendere – come è stato accennato precedentemente – in quale fase del ciclo di vita si trova la società valutata perché, sebbene gli input nella valutazione siano sempre gli stessi per tutte le aziende, le difficoltà che essi dovranno affrontare nell’effettuare le stime possono variare significativamente in base alle caratteristiche che essa riflette nella fase in cui si trova. La seguente Figura 11 illustra schematicamente l’andamento dei ricavi e degli utili durante il ciclo di vita aziendale e le principali caratteristiche delle società per ogni fase, le quali possono intensificare non poco il lavoro dell’analista.

Figura 11. Problemi di valutazione all’interno del ciclo di vita aziendale (Damodaran, 2009)



Come si può notare, i termini di paragone iscritti sulla sinistra sono dei tipici parametri che gli analisti consultano per effettuare le previsioni future. Osservando i riferimenti per ogni fase si capisce che la realtà è caratterizzata tutt’altro che da sole società mature in cui il processo di previsione risulta essere più semplice. Ne deriva che gli analisti devono interfacciarsi ogni giorno con questi problemi e far emergere le loro doti quando si trovano di fronte società difficoltose, tra cui in particolare start-up, società relativamente giovani e in crescita, società che non si adattano allo stampo contabile tipicamente ideato

per le società manifatturiere, o società in fase di tensione finanziaria. Inoltre, per concludere, bisogna considerare anche che esistono società all'interno di alcuni determinati business o settori che sono molto più difficili da valutare rispetto ad altre per via, appunto, della natura dell'attività che svolgono. È questo il caso, ad esempio, di società di servizi finanziari, di *commodity companies*, di società con business caratterizzati da attività intangibili, oppure di società con business ciclici. Nei prossimi paragrafi del capitolo verranno presi in considerazione alcuni di questi esempi in cui la valutazione può diventare assai difficoltosa per l'analista e verranno trattati nello specifico per far capire come essi nella realtà si destreggiano tra le varie insidie per giungere ad un coerente valore aziendale.

3.2 LA VALUTAZIONE DI START-UP O DI SOCIETÀ GIOVANI CON ELEVATE PROSPETTIVE DI CRESCITA

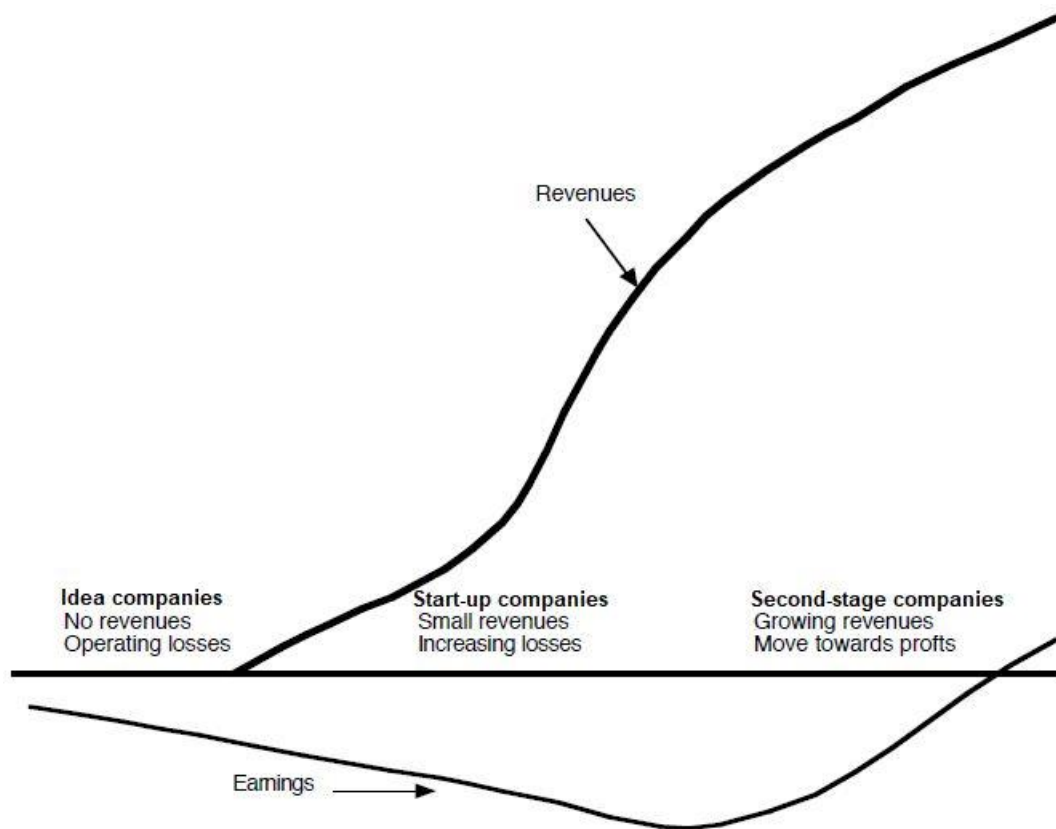
Valutare una start-up o una società giovane con elevate prospettive di crescita è sicuramente un lavoro arduo per molte ragioni, ma al contempo si tratta di un compito altrettanto rilevante perché, se fatto correttamente, potrebbe riscontrare enorme successo e attrarre l'attenzione di molti investitori intenzionati a cogliere opportunità dal mercato con il fine di ricavarne un eventuale guadagno futuro. Ogni business inizia con un'idea. A sua volta l'idea nasce da un bisogno del mercato che un imprenditore riesce a cogliere sviluppando, appunto, un metodo per poterlo soddisfare. La maggior parte delle idee muore con un nulla di fatto, mentre alcune riescono a fare dei passi avanti grazie a degli individui che notano qualcosa di particolare in esse e decidono di investirvi. Inizialmente, il capitale per finanziare l'investimento proviene quasi esclusivamente da fondi personali quali risparmi, amici o famiglia, e, nel migliore dei casi, si riesce a fabbricare un primo prototipo di prodotto o servizio commerciale. Supponendo che quest'ultimo trovi un mercato esistente da servire, l'azienda avrà bisogno di maggior visibilità per riuscire ad accedere ad un maggior numero di capitale per lo sviluppo del proprio business, ed è proprio in questo scenario che giocano un ruolo chiave gli investitori di *private equity* e *venture capital*. Essi, se lo ritengono opportuno, forniranno i fondi necessari in cambio di una quota di capitale della società e, sempre basandosi su ipotesi molto ottimistiche, il loro investimento avrà successo se successivamente si verificherà un processo di IPO

della società cliente o una vendita ad un'entità più grande. In ogni fase illustrata, la valutazione gioca un ruolo man mano sempre più importante perché in ognuna c'è bisogno di effettuare delle stime. Probabilmente all'inizio, quando si parla ancora di idea di business, esse non verranno mai messe per iscritto ma saranno necessarie all'imprenditore per capire se varrà la pena investire tempo e denaro per sviluppare la propria idea. Al termine del processo invece, la valutazione diventerà fondamentale perché servirà a determinare il prezzo di offerta in sede di offerta al pubblico.

Prima di analizzare le linee guida pratiche che, solitamente, gli analisti mettono in atto quando si trovano a dover valutare una società di questo tipo, è necessario capire quali sono le caratteristiche intrinseche delle società giovani, e come esse si traducono in termini contabili e finanziari. Le start-up con elevate prospettive di crescita sono tendenzialmente diverse l'una dall'altra a seconda del proprio modello di business o del segmento di mercato che decidono di servire, ma al tempo stesso tutte condividono degli attributi comuni. Nel corso di questa parte di paragrafo ci si focalizzerà con occhio critico soprattutto su quelle che, generalmente, creano maggiori problemi o implicazioni dal punto di vista della valutazione. Prima di tutto e piuttosto ovvio, le società giovani dispongono di informazioni storiche molto limitate o addirittura quasi inesistenti. Possono esserci casi in cui l'analista ha a disposizione uno o due anni di dati disponibili su operazioni e finanziamenti, mentre altri, ad esempio, in cui egli ha a disposizione nemmeno un anno intero. Si tratta di una difficoltà piuttosto significativa per l'analista perché viene meno una parte di base informativa dalla quale, di solito, si inizia a studiare il caso. Tutt'al più si parla di società che dipendono strettamente dagli investitori (soprattutto privati) che apportano fondi, e per questo motivo è molto probabile che nel futuro, sempre con ipotesi ottimistiche, si verifichino rivendicazioni multiple sul capitale in grado di influenzarne il valore. In altre parole, potrebbe succedere che le continue incursioni compiute per cercare di innalzare il proprio livello di capitale possano esporre gli investitori che per primi hanno deciso di riporre fiducia sull'azienda al rischio che il loro valore venga annacquato da migliori accordi offerti ai successivi investitori. Quindi, per proteggere i propri interessi, molto spesso essi chiedono e ottengono protezione contro questa eventualità. Generalmente, ciò avviene sotto forma di preazioni sui flussi di cassa dalle operazioni e in fase di liquidazione, e con la richiesta di diritti di controllo o di veto che gli consentano di avere voce in capitolo nelle decisioni aziendali. Ma le due caratteristiche che più creano difficoltà all'analista sul fronte della valutazione di una

società giovane sono la natura dei ricavi e degli utili, e il fatto che la maggior parte di esse, purtroppo, è destinata a fallire. La prima citata, a dire il vero, risulta essere anch'essa un po' scontata. Tuttavia, per comprendere meglio questo tema si osservi la seguente Figura 12 in cui viene rappresentato, a livello teorico ed empirico, l'andamento dei ricavi e degli utili di una società giovane con ampie prospettive di crescita nelle prime fasi del proprio ciclo di vita.

Figura 12. Ricavi e utili di una young growth company nei primi stadi del ciclo di vita (Damodaran, 2009)



Molte start-up creano un prodotto o un servizio che possiede le proprietà per soddisfare le esigenze di un determinato cliente target, ma spesso non riescono a identificare come monetizzare il valore che forniscono. Ne deriva che capire come esse guadagnano e creano valore è un tema fondamentale. Le informazioni storiche limitate disponibili per questa tipologia di società diventano ancor meno utili per il fatto che esse dispongono di un basso grado di dettaglio operativo. Inizialmente i ricavi sono inesistenti (o molto contenuti) e le spese sostenute spesso sono mirate al cercare di sviluppare il proprio business piuttosto che a generare ulteriori ricavi futuri. La combinazione di questi due

aspetti si traduce in perdite operative significative e quest'ultime sono destinate ad aumentare man mano che la società continua a reinvestire con l'intento di crescere e svilupparsi. Ad un certo punto, ipotizzando che essa riesca a sopravvivere a questi primi anni di tensione, gli enormi investimenti effettuati inizieranno a dare i loro frutti trasformando progressivamente i margini da estremamente negativi a valori positivi. Tuttavia, questo succede solamente nella migliore delle ipotesi e in uno scenario altamente ottimistico perché, in realtà, solo circa il 20-30% delle start-up riesce a sopravvivere al primo periodo di vita. Esistono numerosi studi su questo tema. In particolare è utile citare il lavoro sul fronte U.S. svolto da Knaup e Piazza tra il 2005 e il 2007 intitolato “*Business Employment Dynamics Data: Survival and Longevity*” (Knaup & Piazza, 2007) per quanto riguarda il tasso di sopravvivenza delle start-up negli Stati Uniti tra il 1998 e il 2005; e il lavoro (più recente) svolto dalla società *McKinsey & Company* intitolato “*Europe’s start-up ecosystem: Heating up, but still facing challenges*” (McKinsey & Company, Ottobre 2020) su circa lo stesso tema ma svolto sul fronte europeo. Il primo si basa su dati acquisiti dalla Bureau of Labor Statistics Quaterly Census of Employment and Wages (QCEW) e conferma quanto detto precedentemente: usando un database di sette anni dal 1998 al 2005, gli autori hanno concluso che solo il 44% di tutti i business che sono stati fondati nel 1998 negli Stati Uniti sono sopravvissuti almeno i primi 4 anni, mentre solo il 31% per l'intero arco temporale di 7 anni. Lo studio di *McKinsey & Company* invece, mostra come il tema start-up sia meno sviluppato in Europa rispetto agli Stati Uniti con conseguenti tassi di sopravvivenza inferiori di circa il 10% negli ultimi anni e probabilità di successo inferiori di circa il 30%. Tornando in ottica di valutazione, la questione della sopravvivenza deve essere considerata dall'analista perché solitamente quando si valuta una società ci si basa sull'ipotesi di continuità aziendale (“*going concern*”), e – come si è visto – in questi casi essa ricopre una probabilità alquanto bassa.

3.2.1 Le relative ipotesi sulla crescita e il processo di valutazione

Procedendo per ordine però, si immagini di essere un analista e di effettuare una telefonata preliminare all'imprenditore proprietario di una start-up per porgli le quattro domande alla base del DCF model da utilizzare poi come punto di partenza per le analisi. Tenzialmente, le risposte ottenute saranno molto vaghe e non forniranno alcun aiuto perché nemmeno l'imprenditore saprebbe cosa rispondere. Ad esempio, soprattutto di fronte alla domanda “quando la società diventerà una società matura?”, quale potrebbe

essere la risposta se nemmeno si sa se quest'ultima sarà in grado di sopravvivere? Quindi è proprio questo lo scenario in cui l'analista si troverà nel bel mezzo del "*Dark Side of Valuation*", perché con questi presupposti dare una risposta a quei quattro quesiti diventerà estremamente difficile. Tutt'al più bisogna ricordare che quando l'analista si avvicina alla valutazione, il primo passo è sempre la raccolta della base informativa tramite il bilancio d'esercizio e gli altri dati finanziari che, purtroppo, per le start-up o giovani società in crescita sono molto limitati.

A questo punto, prendendo in esempio un generico caso di start-up, l'analista si trova di fronte ad una società giovane con elevate prospettive di crescita operante in un determinato settore che all'anno di partenza presenta ricavi molto contenuti di circa pochi milioni o miliardi di euro, e margini negativi. Il fine della valutazione che deve essere perseguito consiste nell'effettuare delle ipotesi reali e concrete affinché gli *small revenues* possano diventare *big revenues* e affinché le perdite diventino profitti con il passare del tempo. Generalmente, quando si esegue una valutazione adottando il *Discounted Cash Flow model*, l'analista progetta ed esegue le previsioni anno per anno. Tuttavia, in questo caso è assolutamente consigliato non intraprendere questo percorso perché per tale tipologia di società si rischia di impazzire ancor prima di arrivare al quinto anno di analisi. Il metodo più efficace che l'analista può implementare per progettare la crescita dei ricavi di una start-up è utilizzare un approccio esogeno andando a studiare il settore in cui essa opera e focalizzandosi, inizialmente, sulle aziende più importanti che operano in esso. Più precisamente, si consiglia di prendere in considerazione, ad esempio, le migliori 10 società e di effettuare una previsione di medio-lungo termine su di esse per i successivi 10-15 anni, il che dovrebbe essere abbastanza semplice perché, in linea di massima, dovrebbero essere tutte società mature in fase di crescita stabile. Fatto ciò, l'analista osserverà l'azienda soggetto della valutazione e deciderà in quale posizione collocarla in base alle proprie caratteristiche. In altre parole, se si tratta di una società particolarmente attraente in termini di modello di business, numero di dipendenti o qualità del prodotto o servizio offerto, egli potrebbe decidere di collocarla, ad esempio, all'ottavo posto dell'ipotetica classifica da lui stilata. In quella posizione, sarà presente una società con un determinato numero di miliardi di euro di ricavi e tale valore diventerà l'obiettivo da raggiungere nel corso della valutazione, ovviamente sotto un'assunzione forte e cioè che l'azienda in questione abbia realmente successo in futuro. L'analista così si trova ad avere il valore iniziale dei ricavi all'epoca di partenza e il valore "finale" dopo un certo numero

di anni. Il modo in cui si progetta di arrivare a tale obiettivo diventa esclusivamente soggettivo. Infatti, quando si valuta una società giovane con elevate prospettive di crescita bisogna essere concentrati sul finale piuttosto che sullo sviluppo anno per anno. L'unica regola fondamentale che l'esperto deve seguire è abbassare il tasso di crescita man mano che la società in questione cresce e aumenta le proprie dimensioni per rimanere coerenti con la letteratura e le ipotesi di riferimento. In seguito viene riportato un esempio di come Aswath Damodaran, in sede di valutazione, ha ipotizzato la crescita dei ricavi della società Amazon tra il 2000 e il 2010.

Figura 13. Tasso di crescita e trend dei ricavi ipotizzato da Aswath Damodaran nella propria valutazione di Amazon (Damodaran, 2016)

Year	Revenue Growth	Sales
Tr 12 mths		\$1,117
1	150.00%	\$2,793
2	100.00%	\$5,585
3	75.00%	\$9,774
4	50.00%	\$14,661
5	30.00%	\$19,059
6	25.20%	\$23,862
7	20.40%	\$28,729
8	15.60%	\$33,211
9	10.80%	\$36,798
10	6.00%	\$39,006
TY	6.00%	\$41,346

Preso il valore iniziale dei ricavi di circa 1 miliardo di dollari e fissato l'obiettivo di raggiungere i 41 miliardi di dollari in 10 anni in base agli studi effettuati sulle *top companies* del settore online retail, si può notare come in maniera del tutto soggettiva egli ha ipotizzato i vari tassi di crescita anno per anno. Essi possono essere gestiti autonomamente, l'unica cosa che conta realmente è il risultato finale prefissato. Il procedimento appena illustrato è sostanzialmente lo stesso che deve essere implementato quando si progettano i margini. Si ipotizzi che dopo aver osservato attentamente il mercato di riferimento e il suo andamento, il margine obiettivo stabilito dall'analista sia

arbitrariamente il 15%. Lo scopo è elaborare una valutazione aziendale affinché i margini negativi iniziali si trasformino nel margine obiettivo nell'arco di, ad esempio, 10 anni. Tuttavia, si ricordi che il processo c.d. di “*scaling up*” nel lungo periodo è difficile da implementare, e per essere veritiero la start-up deve avere le caratteristiche illustrate nel Capitolo 1, come ad esempio un vantaggio competitivo sostenibile grazie al proprio modello di business innovativo che la potrebbe rendere una papabile società di nicchia in quel particolare settore in cui opera. A questo punto, bisogna non dimenticare che qualsiasi società deve pagare per crescere e tale concetto viene inserito all'interno del processo di valutazione d'azienda sotto forma di reinvestimenti. Purtroppo in questo scenario l'analista non potrà usufruire delle metodologie standard di rilevazione dei reinvestimenti, e quindi l'unica strada percorribile risulta essere quella di adottare l'indice “*sales to capital ratio*” descritto nel capitolo precedente. Acquisito il suo valore medio di settore, verranno stimati i reinvestimenti nel seguente modo:

$$\text{Reinvestment in year 1} = \frac{\text{Revenues}_1 - \text{Revenues}_0}{\text{Sales to Capital Ratio}}$$

Riproponendo questa formula per ogni anno del primo stadio, l'analista otterrà una stima indicativa di quanto la start-up dovrà reinvestire per sostenere la crescita dei ricavi ipotizzata allo step precedente, e poi sarà in grado di attribuire un valore ai flussi di cassa previsionali. Si tratta di una valutazione ottimistica, eseguita sotto l'ipotesi che si verifichi lo scenario migliore. Tuttavia, è molto probabile che per almeno i primi anni successivi all'epoca iniziale si ottengano dei FCFF negativi, e ciò non deve sorprendere l'analista perché è del tutto fisiologico se si stanno spingendo i reinvestimenti con lo scopo di ottenere un'elevata crescita futura. Contemporaneamente, ci si aspetta che essi d'un tratto diventino positivi e da lì in poi di importo sempre più consistente. Prima di fare alcune considerazioni sui tassi di attualizzazione dei flussi di cassa e sul *Terminal Value*, l'analista deve necessariamente effettuare un controllo di coerenza interna per far sì che la società descritta non esista solamente all'interno delle varie tabelle. Infatti, uno dei principali pericoli dell'approccio di valutazione *top-down* è che, dal momento in cui il reddito operativo e i reinvestimenti vengono stimati separatamente, può esserci la possibilità che i valori ottenuti non siano internamente coerenti. In altre parole, stabilite le ipotesi sulla crescita attesa dei ricavi, i reinvestimenti calcolati attraverso il *sales to capital ratio* potrebbero risultare troppo bassi o troppo eccessivi. Per questo motivo esiste un semplice test da implementare che consiste nel calcolare un ROIC figurativo basato

sulle previsioni ipotizzate e confrontarlo con i valori medi di settore. Ciò è possibile ricavando il capitale investito prospettico come:

$$\text{Invested Capital}_t = \text{Invested capital}_{t-1} + \text{Reinvestments in year } t$$

e, successivamente, calcolando un ROIC figurativo attraverso la sua formula generale:

$$\text{Imputed ROIC}_t = \frac{\text{Expected EBIT}_t \times (1 - T)}{\text{Invested Capital}_{t-1}}$$

Tale rendimento può essere confrontato sia con il ROIC medio di settore per garantire che non si sta ipotizzando che la società sia un caso anomalo, sia con il costo del capitale. Un suo valore ben al di sopra della media di settore e del costo del capitale indica che, dati gli utili attesi, i reinvestimenti ipotizzati risultano essere insufficienti. Al contrario, un ROIC figurativo inferiore al costo del capitale indica che i reinvestimenti ipotizzati sono troppo elevati e quindi in entrambi i casi l'analista dovrà aggiustare il *sales to capital ratio*: se è necessario reinvestire di più, l'indice andrà abbassato e viceversa.

Arrivati a tal punto, prima di scontare tutti i flussi ottenuti per ricavare il valore attuale della start-up analizzata, è necessario stimare il *Terminal Value*. Se, generalmente, esso rappresenta una parte importante del valore complessivo di un'azienda qualsiasi, per una società giovane con elevate prospettive di crescita rappresenta una componente ancora più significativa. In effetti, non è insolito che il *Terminal Value* rappresenti almeno il 90% del suo valore. Tuttavia, la sua stima risulta essere molto complicata per tre motivi:

- a) Non si sa se la start-up riuscirà a raggiungere una fase di crescita stabile. In precedenza si è visto come il tasso di sopravvivenza di questa tipologia di società sia molto basso dopo un certo numero di anni. Quest'ultimo risulta essere un fattore che deve essere necessariamente considerato dall'analista ma non è, al contempo, facile da implementare;
- b) Ipotizzando in modo ottimistico che essa riesca a sopravvivere, è estremamente difficile stimare quando una start-up diventerà una società in fase di crescita stabile;
- c) Anche se l'analista riuscisse a risolvere i due precedenti enigmi, capire in termini quantitativi che aspetto avrà la start-up quando raggiungerà tale fase di crescita stabile è un lavoro veramente arduo.

Dal punto di vista pratico, quando l'analista sta valutando società giovani il cui successo si tradurrà in un eventuale processo di IPO o in una vendita ad una società quotata, si può

utilizzare il modello basato sulla crescita perpetua perché risulta essere più sensato. Quando, invece, egli sta valutando aziende più piccole e meno ambiziose con tassi di sopravvivenza molto bassi il cui successo si verificherà solo se riusciranno a sopravvivere oltre il primo stadio di previsione, è consigliabile assumere una vita limitata dei flussi di cassa perché è più corretto dal punto di vista teorico e fornirà un valore più reale e ragionevole. In ipotesi di trovarsi nel primo scenario descritto, i calcoli che l'analista dovrà effettuare per stimare il *Terminal Value* saranno i seguenti, assumendo che il periodo di previsione iniziale sia 10 anni:

$$Revenues_{11} = Revenues_{10} \times (1 + \text{Stable growth rate}) \quad \rightarrow \quad NOPAT_{11} = Revenues_{11} \times (\text{Stable EBIT Margin}) \times (1 - T)$$

$$\text{Reinvest. Rate in stable growth} = \frac{\text{Stable growth rate}}{\text{Stable ROIC}} \quad \rightarrow \quad FCF_{11} = NOPAT_{11} \times (1 - \text{Reinvest. Rate})$$

$$\text{Terminal Value}_{10} = \frac{FCF_{11}}{(\text{Cost of capital}_{\text{Stable}} - \text{Stable growth rate})}$$

È necessario evidenziare che il “*Stable EBIT Margin*” altro non è che il margine obiettivo che si è precedentemente deciso di provare a raggiungere nell'arco di 10 anni. Mentre, ancor più rilevante il fatto che per questa tipologia di società il tasso di crescita atteso di lungo periodo utilizzato nel calcolo del *Terminal Value* deve essere necessariamente stimato anch'esso attraverso un approccio esogeno perché non è possibile stimarlo a partire dalle caratteristiche intrinseche della start-up. Tuttavia, esso deve essere coerente con le ipotesi di crescita costante, e deve essere di importo inferiore rispetto al tasso privo di rischio e al tasso di crescita nominale dell'economia di riferimento.

In conclusione, tutti i flussi di cassa verranno scontati all'anno di partenza utilizzando il costo del capitale. Per le società giovani in crescita gli approcci standard per la valutazione del rischio e per la stima del tasso di attualizzazione non possono essere utilizzati principalmente perché la maggior parte di esse non sono quotate in Borsa e non dispongono di obbligazioni in circolazione negoziate pubblicamente. Inoltre, il capitale spesso è detenuto da investitori non diversificati o *venture capitalist* parzialmente diversificati, quindi è improbabile che essi accettino l'idea che l'unico rischio da considerare sia quello non diversificabile. Anzi, più probabilmente chiederanno un risarcimento per almeno una parte del rischio specifico dell'azienda. Ne deriva che, anche per questo aspetto, l'approccio più ragionevole da utilizzare per l'analista sarà quello esogeno andando a studiare i parametri medi del settore e andando ad aggiustarli in base al contesto e alle caratteristiche della società valutata. Tuttavia, come sostiene anche

Aswath Damodaran nei propri studi e nei propri articoli sul tema, nonostante tutte le precise assunzioni che verranno effettuate, l'analista sbaglierà. Ciò avviene perché la realtà è diversa dalla previsione e, nonostante la cura e la scrupolosità, ci sarà sempre qualcosa che andrà diversamente rispetto alle ipotesi fatte. L'unico trucco che permette agli analisti di emergere rispetto agli altri e di guadagnare è: «*be less wrong than others*» (Damodaran, 2009), cioè commettere meno errori rispetto agli altri.

3.3 LE SOCIETÀ CON BUSINESS CICLICO E LE C.D. “*COMMODITY COMPANIES*”

In questo paragrafo ci si focalizzerà su altre due tipologie di società che possono creare diversi problemi agli analisti in fase di valutazione. Tuttavia, prima di affrontare il tema di come essi cercano di prevedere la loro crescita futura, è necessario capire di che tipo di aziende si sta parlando. Una “*cyclical company*”, generalmente, assume questa denominazione per via della propria relazione con l'economia globale. Semplicemente, le società la cui performance segue l'andamento dell'economia sono caratterizzate da un business ciclico, e possono essere identificate in due modi: uno indiretto e uno diretto. Il primo consiste nel categorizzare un determinato settore come ciclico o non ciclico sulla base delle proprie prestazioni storiche e, contemporaneamente, assumere che tutte le aziende operanti al suo interno condividano le medesime caratteristiche. Tuttavia, tale procedimento (pur essendo semplice e rapido) comporta il rischio di poter attribuire la stessa etichetta a società che potrebbero, di fatto, non seguire gli stessi trend del settore. Il secondo invece, consiste nel partire dalle caratteristiche intrinseche dell'azienda andando ad osservare la sua storia passata in relazione con la performance dell'economia di riferimento. Pertanto, se essa ha storicamente riportato ricavi e utili inferiori durante i periodi di recessione economica e viceversa, cioè valori più elevati durante i periodi di “boom” economico, quest'ultima può essere categorizzata come una società dal business ciclico. In generale, negli ultimi decenni si è verificato un passaggio sempre più marcato da economie manifatturiere a economie di servizi, ed esso ha reso più difficile il processo di classificazione delle varie imprese. Al contempo, però, qualunque recessione economica riflette come alcune società vengano più colpite in maniera negativa rispetto ad altre. In sostanza, non è giusto affermare che al giorno d'oggi esistano meno società

con business ciclico rispetto a quante ce ne fossero decenni fa. Semplicemente è più difficile individuarle per via dei mutamenti macroeconomici avvenuti nel tempo. Alcuni esempi di questa tipologia di aziende possono essere società operanti nell'industria siderurgica, nel settore aereo, nel settore della carta e nel settore chimico. Per capire, invece, quali siano nel concreto le “*commodity companies*”, ci si può aiutare attraverso una loro classificazione per gruppi: il primo è rappresentato da imprese che producono output che a sua volta diventano input per altre tipologie di imprese e, al tempo stesso, essi non vengono utilizzati da un pubblico generico; il secondo gruppo è rappresentato dalle imprese che producono beni di prima necessità come generi alimentari e grano; mentre il terzo gruppo è rappresentato da un mix dei due precedenti e cioè, ad esempio, società operanti nel settore del petrolio e del gas naturale. La caratteristica fondamentale che accomuna tutte le aziende appartenenti a questa categoria è che esse producono materie prime o beni di prima necessità, e quindi dipendono, in termini di ricavi e valore, dal loro rispettivo prezzo. In alcuni mercati emergenti dove esistono economie con ricche risorse naturali, le *commodity companies* possono rappresentare una porzione significativa del valore complessivo. Ad esempio in Medio Oriente ciò avviene con le compagnie petrolifere, mentre in America Latina e in Australia con le società agricole e minerarie.

Pur essendo società di tipo diverso che possono spaziare in numerosi settori altrettanto differenti, esistono delle caratteristiche che le accomunano e le rendono difficili da valutare. Innanzitutto, l'ambiente macroeconomico circostante. Le società con business ciclico sono in balia del ciclo economico mentre, a differenza di aziende in molti altri business, le *commodity companies* sono per la maggior parte *price taker*. In altre parole, anch'esse dipendono dall'ambiente macroeconomico perché anche, ad esempio, le più grandi compagnie petrolifere devono vendere il proprio output al prezzo di mercato prevalente e ciò ne influenza significativamente i ricavi. Infatti un'ulteriore caratteristica è rappresentata proprio dal fatto che ricavi e flussi di cassa siano altamente volatili. Il tutto amplificato a livello di reddito operativo perché queste tipologie di società tendono ad avere costi fissi elevati e quindi un'elevata leva operativa. Alcuni esempi su questo tema possono essere le miniere o le riserve petrolifere. In sede di valutazione, l'analista ha grossi problemi nel prevedere il tasso di crescita futuro per queste aziende perché anche le più sane potrebbero essere messe severamente a rischio se l'andamento macroeconomico è estremamente negativo. Infatti, una prolungata fase di recessione

economica o una lunga fase di bassi prezzi delle materie prime potrebbe veramente metterle in difficoltà. Quando si valuta una società con business ciclico o una *commodity company*, gli analisti, generalmente, possono commettere due errori. Possono ignorare le variabili macroeconomiche e il ciclo di vita dei prezzi delle materie prime assumendo che gli utili e i flussi di cassa dell'anno corrente possano perseverare per sempre, oppure possono dedicare troppo tempo nel cercare di prevedere l'andamento del ciclo nel lungo termine perdendo di vista le caratteristiche intrinseche dell'azienda.

3.3.1 Il processo di valutazione e l'approccio esogeno come unica possibilità di stima del tasso di crescita

Esistono due metodi per svolgere una valutazione corretta in questa tipologia di scenario. Il primo consiste nell'assumere che sia impossibile prevedere precisamente i cicli da un anno all'altro, e quindi, utilizzando dei dati normalizzati, si cerca di andare oltre all'andamento macroeconomico sebbene sia risaputo che esso potrebbe causare grosse oscillazioni dei valori. D'altra parte invece, si assume la normalizzazione solamente nel lungo periodo mentre nel breve periodo si cerca di prevedere ricavi, utili e flussi di cassa in base alla posizione corrente della società all'interno del ciclo. Tuttavia è utile sottolineare che, nonostante i due approcci siano differenti, essi tendono a convergere se la società analizzata si trova in una fase intermedia del ciclo mentre tendono a divergere se quest'ultima si trova in una fase iniziale o finale.

Il punto di partenza della valutazione è sempre quello di cercare di rispondere alle quattro domande fondamentali alla base del DCF model, e già da qui possono nascere grossi problemi perché le loro risposte dipendono dalla posizione dell'azienda analizzata all'interno del ciclo. L'errore più grave che l'analista può commettere è lasciare che il ciclo economico guidi la valutazione, e per sviare tale problema è necessario – come accennato precedentemente – effettuare una normalizzazione dei dati nell'anno di partenza. Il motivo di questa scelta giace sul fatto che, generalmente, quando si valuta una qualsiasi attività si tende a dare molto peso al bilancio corrente, e sebbene questa fissazione sia sempre pericolosa, lo è ancora di più per le società caratterizzate da business ciclico e *commodity companies*. I valori dell'anno più recente sono, per la maggior parte, determinati dal punto del ciclo economico in cui ci si trova. Sostanzialmente, se l'anno di partenza è prossimo o rappresenta un suo picco massimo e vengono utilizzati tali valori come base della valutazione, il risultato sarà quasi certamente una sopravvalutazione della società. La stessa cosa avviene sul fronte opposto e cioè se l'anno di partenza rappresenta

un punto minimo del ciclo: i risultati finali saranno, tendenzialmente, sottostimati. Inoltre bisogna ricordare che non vengono influenzati solamente i ricavi e gli utili, ma anche molti altri input di una normale valutazione come ad esempio gli indici di redditività, i reinvestimenti e gli indici che descrivono la struttura finanziaria. Dal punto di vista pratico, la prima cosa che l'analista deve fare è, appunto, normalizzare i dati correnti cioè osservare le oscillazioni passate di utili e flussi di cassa e correggerne il valore per ottenere dei numeri "normali". Ma cosa si intende con questo aggettivo? Se, generalmente, i dati finanziari correnti di una società forniscono informazioni su quanto ha guadagnato, quanto ha reinvestito e quanto ha generato in termini di flussi di cassa nel più recente periodo, i dati normalizzati forniscono le stesse risposte ma con riferimento ad un anno normale. Se si sta analizzando una società con business ciclico, quest'ultimo rappresenta un anno che si trova al centro del ciclo economico dove i valori non vengono particolarmente influenzati da esso, mentre se si sta analizzando una *commodity company* esso rappresenta un anno in cui i prezzi delle materie prime riflettono i propri valori intrinseci, in linea con l'incrocio tra domanda e offerta. Tuttavia, entrambe queste definizioni possono incorporare una componente soggettiva perché, a seconda del soggetto che sta effettuando la valutazione, potrebbero esserci giudizi diversi su cosa si intenda realmente con "anno normale". Quantitativamente, acquisite le informazioni necessarie e stabilite le ipotesi sottostanti al modello, l'analista può intraprendere diverse strade per normalizzare i dati e, successivamente, effettuare previsioni sullo sviluppo futuro del business in questione. Molte delle società cicliche e *commodity companies* sono società ormai affermate (dal punto di vista teorico non è corretto affermare che esse siano società mature perché dal momento in cui il ciclo economico potrebbe ripetersi nel tempo, esse potrebbero non raggiungere mai una fase di stabilità vera e propria) e ciò permette di svolgere il processo di normalizzazione in due modi differenti: attraverso la media assoluta, o attraverso la media relativa. Il primo è l'iter più comunemente intrapreso e, almeno a livello teorico, dovrebbe essere messo in pratica in un periodo di tempo sufficientemente lungo da coprire l'intero ciclo economico. Diversi studi su questo tema hanno evidenziato che quest'ultimo può variare da brevi periodi di circa un paio d'anni a periodi molto più lunghi di circa 10 o più anni. Il vantaggio di tale approccio è la semplicità, mentre lo svantaggio è che l'utilizzo di numeri assoluti nel tempo può condurre ad una stima errata dei valori normalizzati per una società che, nel corso di tale lasso di tempo, cresce e aumenta le proprie dimensioni o, al contrario, perde valore e le diminuisce. In altre parole, utilizzare gli utili medi normalizzati negli ultimi 5 anni per

un'azienda che ha raddoppiato i propri ricavi in quel periodo, di fatto, sottostimerà i reali utili. L'utilizzo dell'approccio della media relativa nel tempo invece, è una semplice soluzione al problema di scala appena descritto. Infatti, si può calcolare la media dei margini di profitto nel tempo invece dei profitti netti, e applicare tale media ai ricavi nell'anno più recente per ottenere una normalizzazione degli utili. Inoltre, la stessa tecnica può essere adoperata per le spese in conto capitale e per il capitale circolante piuttosto che utilizzare dei valori assoluti. Ma come deve procedere l'analista se il soggetto della valutazione non è una società affermata che dispone di una lunga storia passata? Di fatto, i due metodi di normalizzazione dei dati nell'anno di partenza appena descritti si basano sull'ipotesi che l'analista abbia a disposizione molte informazioni sul passato. Per quanto riguarda le società caratterizzate da business ciclico o *commodity companies* con una storia limitata gli unici parametri di riferimento sono i valori medi di settore. Pertanto, prendendo come esempio le società operanti nel settore siderurgico, si procederà con il calcolo dei margini operativi di tutte queste aziende durante un normale ciclo economico e si utilizzerà il margine medio come punto di partenza per stimare il reddito operativo del soggetto della valutazione. Il più grande vantaggio di questo procedimento è che prendere come riferimento i valori di settore riduce la volatilità perché essi tendono ad essere meno volatili dei margini delle singole società. Tuttavia esso ha anche un limite importante, e cioè che non riesce ad incorporare le caratteristiche intrinseche della società valutata che potrebbero renderla diversa dalle altre appartenenti allo stesso settore.

A questo punto, una volta ottenuti i valori di partenza normalizzati, l'analista deve effettuare delle ipotesi sulla crescita futura e in questo scenario, la maggior parte delle volte, l'unica strada percorribile è usufruire di un approccio esogeno andando ad osservare i dati di settore, le società rivali e l'andamento dell'economia di riferimento. Quando si valuta una società con business ciclico o una *commodity company*, gli analisti investono la maggior parte del tempo nel cercare di prevedere non solo il ciclo economico corrente ma anche quelli futuri. Successivamente utilizzano tali previsioni per stimare gli utili e i flussi di cassa per la società analizzata. A primo impatto, questo procedimento e la logica sottostante sembrano essere impeccabili. Le previsioni sui margini e sui *cash flow* dovranno rispecchiare le caratteristiche del ciclo e le oscillazioni avvenute nel passato. Tuttavia, a livello pratico tale ragionamento presenta due problemi importanti:

- Le stime dei flussi di cassa e degli utili che si basano su previsioni dei cicli economici futuri possono sembrare più realistiche dal punto di vista di un

individuo esterno alla valutazione, ma ciò è semplicemente ingannevole. Dopo tutto, le stime dei flussi di cassa sono ritenute buone solamente quando lo sono anche le previsioni macroeconomiche che le sottendono. Ciò nonostante il futuro è ignoto e nessun analista è in grado di prevederlo perfettamente. Tutt'al più, pur assumendo per assurdo che un determinato esperto fosse in grado di poterlo fare, esisterebbe sempre il fattore dell'imprevedibilità come, ad esempio, è successo con la pandemia dovuta al COVID-19 che sta colpendo l'Europa e gran parte del resto del mondo.

- Se il tempo è un vincolo in una qualsiasi valutazione, un analista che dedica la maggior parte di esso ad analizzare le variabili macroeconomiche piuttosto che dedicarlo all'analisi della società, di fatto, sta ignorando i fondamenti della valutazione intrinseca ed è difficile immaginare che il payoff sia positivo.

Ne deriva che effettuare una valutazione anno per anno, come di solito si fa, risulta essere un'opzione poco realistica e difficoltosa da sostenere. In secondo luogo, come si può notare anche dagli studi societari presenti sul sito di Borsa Italiana per quanto riguarda le società con business ciclico o società di beni di prima necessità come ad esempio Masi Agricola operante nel settore *consumer goods and beverages* oppure Avio operante nel settore aerospaziale, è molto raro trovare valutazioni disposte su archi temporali molto ampi. Infatti quasi tutte si basano su un periodo di previsione ridotto di circa 2-3 anni anziché 10. La pratica più comune è ipotizzare un tasso di crescita di medio-lungo termine che si ripete ciascun anno della valutazione per evitare il problema che non si è in grado di prevedere il ciclo economico. Ricorrono quindi le nozioni presentate nel corso del capitolo precedente, e cioè l'analista dovrà osservare i tassi di crescita medi di settore, osservare le società rivali con business simile e, cosa più importante, la forza del brand dell'azienda che si sta valutando. Lo stesso Aswath Damodaran utilizza tale procedimento all'interno della propria valutazione di Toyota svolta nel 2009 (Damodaran, 2009). Dal momento in cui Toyota rappresentava la più grande società automobilistica nel mondo in termini di quota di mercato, egli ha assunto un tasso di crescita di medio-lungo termine pari all'1,5% in perpetuo, tenendo come limite superiore il valore del tasso *risk free* utilizzato all'interno del processo. D'altro canto, l'approccio endogeno per la stima del tasso di crescita potrebbe essere utilizzato in modo sensato solamente quando l'analista riesce a riconoscere che la società in questione si trova al centro del ciclo economico e prevede un trend in rialzo della sua performance nei periodi successivi. In conclusione,

riassumendo quanto detto all'interno di questo paragrafo e mettendo in evidenza i punti focali della valutazione di una società con business ciclico o *commodity company*, l'analista ha, innanzitutto, il dovere di normalizzare i dati correnti dell'azienda analizzata in uno dei tre metodi descritti per cercare ridurre al minimo l'effetto delle oscillazioni nel corso del tempo. Ottenuta una base informativa solida, egli deve effettuare delle ipotesi sul futuro ed è consigliabile utilizzare un approccio di stima esogeno per la rilevazione del tasso di crescita, tenendo come limite massimo d'importo il valore del tasso privo di rischio e il tasso di crescita atteso dell'economia di riferimento. Il tutto aggiustato in base alla forza del proprio brand, al proprio vantaggio competitivo e al proprio ROIC. Un'ulteriore possibilità interessante potrebbe essere quella di effettuare un'analisi probabilistica per scenario, e cioè, dopo aver stabilito una situazione di "normalità" all'interno del ciclo economico, ipotizzare come potrebbero variare i margini e il valore della società a seconda dell'andamento macroeconomico futuro.

3.4 LE SOCIETÀ CON ASSET INTANGIBILI

Negli ultimi 20 anni, l'economia globale ha registrato un sostanziale cambiamento. Soprattutto negli Stati Uniti, moltissime aziende manifatturiere hanno trasformato il proprio business diventando società di servizi o società tecnologiche grazie al progressivo miglioramento della tecnologia e dell'innovazione. Una delle caratteristiche fondamentali di queste aziende è che esse sono caratterizzate da beni intangibili come marchi, brevetti e capitale umano, e questa particolarità le rende più difficili da valutare rispetto alle società manifatturiere o alle altre società caratterizzate da business con beni tangibili. Gli esempi più emblematici di questa categoria sono le imprese operanti nel settore farmaceutico, le imprese di servizi (finanziari e anche non) e tutte le imprese che operano nel settore della tecnologia e nei suoi sotto-segmenti. Nel corso di questo paragrafo verrà affrontato questo tema, in particolare il processo di valutazione messo in pratica dagli analisti per stimare il valore di tali società. Il motivo è molto semplice: esse sono sempre più presenti nel quotidiano e, soprattutto, perché esse hanno bisogno di un particolare occhio di riguardo, proprio per la natura della propria attività. Sebbene le società con beni intangibili siano diverse tra di loro a seconda del settore che decidono di servire, esse condividono delle caratteristiche comuni che devono essere studiate e capite prima di

poter effettuare le dovute considerazioni sulla crescita futura. Innanzitutto, va considerata l'incoerenza del bilancio per quanto riguarda gli investimenti effettuati in attività immateriali. Generalmente, i principi contabili suggeriscono una semplice regola per separare le spese in conto capitale dalle spese operative: quest'ultime rappresentano tutte le spese che genereranno benefici esclusivamente nell'anno in corso, mentre alle spese in conto capitale devono essere imputate tutte quelle spese che creeranno benefici pluriennali. I revisori contabili non hanno particolari problemi a seguire tali principi per le aziende manifatturiere, tuttavia spesso sembra li ignorino per quanto riguarda le società con beni intangibili. Infatti, utilizzando il pretesto che i benefici siano troppo incerti, essi tendono a classificare costi in Ricerca e Sviluppo, costi per pubblicizzare il proprio brand e costi per il reclutamento e la formazione di personale specializzato come spese operative piuttosto che spese in conto capitale. Tuttavia le appena citate rappresentano le *capital expenditures* più significative per le rispettive società farmaceutiche, tecnologiche e di consulenza, quindi molto spesso il tutto si traduce in una significativa incoerenza all'interno del bilancio. In altre parole, esse tendono a segnalare piccole spese in conto capitale in relazione alle loro dimensioni quando in realtà, semplicemente, esse sono state mal classificate. Un'altra caratteristica importante è rappresentata dal fatto che, generalmente, le società con beni intangibili prendono a prestito meno denaro. Ciò non è sempre vero, ma in linea di massima e dal punto di vista empirico esse tendono ad utilizzare il debito con parsimonia e riflettono indici di indebitamento bassi rispetto alle altre tipologie aziende. Infine, l'ultima peculiarità è la notevole presenza di opzioni finanziarie. Sebbene l'uso di opzioni come metodo di remunerazione del management non sia esclusivo delle società con beni immateriali, esse sembrano utilizzarne di più rispetto alle altre società e ciò comporta delle conseguenze sul loro valore. In realtà non solo quest'ultima crea delle conseguenze in ottica di valutazione, ma bensì tutte. Solitamente, per ricavare il valore delle attività esistenti, ci si basa sul bilancio corrente e sugli utili correnti. Tuttavia, l'errato trattamento contabile delle attività immateriali rende entrambi questi numeri inaffidabili. Un esempio possono essere gli utili di una società tecnologica che, generalmente, rappresentano gli utili al netto dei reinvestimenti in Ricerca e Sviluppo, piuttosto che i veri utili operativi. Oppure ancora, la crescita aziendale: se la crescita è una funzione di quanto un'azienda reinveste e dalla qualità di tale reinvestimento, il trattamento contabile delle spese in conto capitale e delle spese operative rende difficile identificare entrambi i valori. Infine, ci sono delle conseguenze che rendono difficile rispondere anche alla domanda "quando la società in questione

diventerà una società matura?”. Riuscire a prevedere quando un’azienda, la cui più grande attività immateriale è rappresentata dal capitale umano (come ad esempio i consulenti di una Big 4, oppure i trader di un fondo di *private equity*), entrerà in fase *steady state* è un compito estremamente difficile. Quest’ultime potrebbero perdere le loro migliori risorse dall’oggi al domani a favore del miglior offerente e capire come esse riescano a mantenere il proprio personale più qualificato è una componente fondamentale per valutarle correttamente. Ciò nonostante, esistono anche dei casi in cui rispondere a questa domanda non è poi così difficile. Se si considerasse un’azienda operante nel settore della biotecnologia, la quale riesce a conseguire una crescita quasi interamente grazie ad un unico farmaco che esplode nel mercato con un brevetto in scadenza tra sette anni, stabilire quando essa raggiungerà una fase di crescita stabile non sarà difficile come il caso precedente. Avere un vantaggio competitivo che viene fornito attraverso un timbro con scadenza rende tutto molto più semplice. A questo punto, illustrate le caratteristiche delle società la cui attività è costituita da beni intangibili e le varie conseguenze che esse comportano in ottica di valutazione, si analizzerà come gli analisti decidono di strutturare il proprio lavoro quando hanno a che fare con questa tipologia di società.

3.4.1 La rettifica delle spese durante il processo di valutazione e le rispettive assunzioni sul tasso di crescita

Il problema rilevante del trattare le spese in conto capitale come spese operative è che si perde lo strumento a disposizione più potente per stimare correttamente la crescita futura e per verificare la coerenza interna. Come si è detto nel capitolo precedente, i tassi di crescita che vengono utilizzati all’interno del processo di valutazione di un’azienda devono essere coerenti con le stime dei reinvestimenti e con il rendimento del capitale. Se si utilizzassero le misure contabili convenzionali delle spese in conto capitale e del capitale investito per le società con beni intangibili, si otterrebbero *reinvestment rate* e ROIC privi di significato. Nello specifico, i tassi di reinvestimento sarebbero negativi perché la parte più significativa non viene tenuta in considerazione e, contemporaneamente, ROE e ROIC sarebbero sovrastimati (sempre perché non contabilizzati nel modo corretto). Di fronte a questi numeri, nel caso in cui si decidesse di non procedere con la rettifica della spese in conto capitale e delle spese operative, gli analisti tendono ad affidarsi all’approccio esogeno di stima del tasso di crescita atteso perché ritengono inutile affidarsi ai fondamentali in questo particolare scenario. In altre parole, essi effettuano le previsioni sulla base dei propri personali giudizi, sulla base della

storia passata della società analizzata e sulla base delle conversazioni intrattenute con il management della società. Non sorprende che, dal punto di vista empirico, numerosi studi affermino che tale procedimento tenda a sopravvalutare la crescita durante i periodi economici favorevoli e sottovalutarla nei periodi di recessione. Lo dice lo stesso Aswath Damodaran all'interno del proprio libro *“The Dark Side of Valuation: Valuing Young, Distressed, and Complex Businesses”* utilizzando queste parole: *“The history of booms and busts in stock prices at these firms is a testimonial to the consequences of this behavior”* (Damodaran, 2009). Ne deriva che il procedimento più corretto che l'analista dovrebbe intraprendere sia quello di, innanzitutto, risolvere i problemi legati alla contabilizzazione delle spese e, solo successivamente, procedere con le apposite ipotesi sulla crescita futura. In quest'ottica è fondamentale che egli ripulisca il bilancio andando a rettificare le spese operative e le spese in conto capitale con l'intento non solo di ottenere un valore migliore degli utili (sebbene questo sia un vantaggio collaterale), ma anche per avere un'idea più chiara di quanto realmente la società in questione sta investendo per generare una crescita futura, ricollegandosi così ai principi fondamentali della valutazione intrinseca. A seconda del business della società analizzata, le rettifiche da fare saranno differenti e tutte saranno mirate ad aggiustare il reddito operativo in modo da ottenere un suo miglior valore come base su cui fondare le ipotesi di crescita. Per semplicità, nel corso di questo paragrafo si prenderà in esempio solamente i costi in Ricerca e Sviluppo che simboleggiano l'esempio più evidente di spese in conto capitale trattate come spese operative. Per ottenere il valore del nuovo reddito operativo, dopo aver effettuato le apposite congetture, è necessario implementare tale formula:

$$\text{Adjusted Operating Income} = \text{Operat. Inc.} + \text{R\&D Expenses} - \text{Amortization of Research Asset}$$

Quest'ultimo, generalmente, tende ad essere di importo superiore rispetto al precedente per le società che hanno costi in R&D che aumentano nel tempo. Se, invece, l'ottica della valutazione fosse *equity side* il procedimento sarebbe analogo ma, semplicemente, effettuato da una prospettiva diversa, e cioè:

$$\text{Adjusted Net Income} = \text{Net Income} + \text{R\&D Expenses} - \text{Amortization of Research Asset}$$

Effettuare queste correzioni ed implementarle all'interno del DCF model comporta ottenere stime dei flussi di cassa e previsioni sui tassi di crescita attesi molto diverse rispetto allo scenario visto in precedenza. Questo perché, sostanzialmente, si stanno ricalcolando i dati del bilancio andando a modificare gli input alla base della valutazione

di una società con beni intangibili. Se, ad esempio, un'impresa farmaceutica ha registrato costi in Ricerca e Sviluppo in aumento nel tempo, si verificherà un effetto positivo sugli utili e sui reinvestimenti con un conseguente aumento fisiologico anche del *reinvestment rate*. Al tempo stesso, pure il capitale investito verrà impattato perché, sostanzialmente, la porzione non ammortizzata delle spese dell'anno precedente verrà trattata come attività e quindi imputata nel capitale investito dell'azienda. Ne deriva che, dal momento in cui il tasso di crescita atteso è una funzione del tasso di reinvestimento e del rendimento del capitale ed entrambi i valori cambiano per effetto della capitalizzazione delle spese, avverrà un cambiamento anche per il tasso di crescita. Si tratta della procedura più comune e più corretta da seguire per un analista perché essa permette di implementare, a sua volta, un approccio endogeno di stima del tasso di crescita atteso dell'EBIT di breve-medio termine. Ottenuti i flussi di cassa correnti della società attraverso la formula:

$$\text{Current FCF} = \text{Adjusted NOPAT} - \text{Adjusted Net CapEX} - \text{Changing in Working Capital}$$

si è in grado di ottenere anche il tasso di reinvestimento attraverso la formula inversa:

$$\text{Reinvestment Rate} = \frac{\text{Adjusted Net CapEX} + \text{Changing in Working Capital}}{\text{Adjusted NOPAT}}$$

A questo punto, ottenuto anche il nuovo ROIC dopo la capitalizzazione delle spese, l'analista potrà ottenere una prima stima del tasso di crescita atteso di breve-medio periodo facendo il prodotto di tali due importi:

$$\text{Expected Growth Rate}_{\text{After capitalization}} = \text{Reinvestment Rate} \times \text{ROIC}$$

Per quanto riguarda invece, il tasso di crescita atteso di lungo periodo da utilizzare nel calcolo del *Terminal Value* ricorrono le stesse nozioni viste all'interno del Capitolo 2. Si tratta di una classica valutazione a due stadi in cui nel primo stadio viene calcolato un tasso di crescita di breve-medio periodo attraverso un approccio endogeno partendo dai fondamentali della società analizzata (tenuto conto della capitalizzazione delle spese), poi quest'ultimo tenderà a diminuire più ci si avvicinerà al *Terminal Value* fino a pareggiare il valore previsto per il tasso di crescita di lungo periodo stimato attraverso un approccio esogeno nel secondo stadio.

La stima del tasso di crescita per le società con beni intangibili non è un compito così lieve per gli analisti. Si è visto nel corso del paragrafo che per ottenere dei valori più realistici e più corretti sia dapprima necessario effettuare il processo di capitalizzazione delle spese. L'implementazione di tale tecnica ha degli effetti diretti sui valori

dell'azienda analizzata e le variabili che più ne sono influenzate sono il ROE, il ROIC e il tasso di reinvestimento. Di conseguenza, anche i tassi di crescita attesi risentiranno le modifiche apportate. Tuttavia, dal momento in cui il costo dell'*equity* e il costo del capitale non vengono impattati dalla capitalizzazione, ogni cambiamento nel rendimento del capitale si traduce in un rendimento in eccesso per la società, cioè una variabile chiave per la determinazione del valore della crescita. Inoltre il processo di capitalizzazione è utile perché, oltre a fornire all'analista stime più realistiche, permette poi di utilizzare un approccio endogeno di stima del tasso di crescita atteso a partire dalle caratteristiche fondamentali. Per mettere in risalto ancor di più tali concetti, si osservi la seguente Figura 14 in cui vengono illustrati i diversi risultati ottenuti da Aswath Damodaran nel processo di valutazione della società Amgen Inc. (società di origine statunitense ma di fama internazionale, operante nel settore biotecnologico) nel 2009 utilizzando le due metodologie descritte all'interno del paragrafo:

Figura 14. Parametri fondamentali ottenuti dalla valutazione tramite DCF model di Amgen Inc. con e senza la capitalizzazione dei costi in Ricerca e Sviluppo (Damodaran, 2009)

	Conventional	Capitalized R&D
After-tax ROC	14.91%	17.41%
Reinvestment rate	19.79%	33.23%
Growth rate	2.95%	5.78%
Value per share	\$43.63	\$62.97

Come si può notare, la differenza è sostanziale. Il tasso di crescita utilizzato nel primo stadio della valutazione rilevato attraverso l'approccio esogeno, come suggerito dalla teoria di riferimento, risulta essere molto inferiore rispetto a quello stimato a partire dalle caratteristiche intrinseche dopo la capitalizzazione delle spese. Addirittura più basso del tasso di crescita di lungo termine utilizzato nel calcolo del *Terminal Value* fissato al 3% dallo stesso esperto. Il che conferma il fatto che utilizzare le misure convenzionali per la valutazione di società caratterizzate da business con beni intangibili, con molta probabilità, condurrebbe l'analista ad ottenere risultati distorti o, nella migliore delle ipotesi, poco precisi.

3.5 LE SOCIETÀ MULTINAZIONALI E MULTI-BUSINESS

Per gran parte del ventesimo secolo, le aziende quotate in Borsa operanti in mercati ormai sviluppati e affermati degli Stati Uniti e dell'Europa hanno implementato in modo progressivo un processo di espansione verso mercati emergenti come ad esempio quelli asiatici, dell'Est Europa o dell'America Latina. Quest'ultimo ha avuto come risultato la nascita di numerose società complesse dal punto di vista giuridico e della struttura interna. Dopo tutto, la maggior parte delle imprese che decidono di focalizzarsi su una singola attività, prima o poi, raggiungono un punto di saturazione e si trovano di fronte ad una scelta: possono accettare il fatto di essere delle aziende mature e stabilizzarsi in questo status, oppure potrebbero aspirare ad un cambiamento entrando in nuovi business e nuovi mercati. Non sorprende il fatto che molte di esse, generalmente, scelgano la seconda via e cioè quella di espandere i propri originali confini sia in termini di prodotti e sia in termini di area geografica. Il motivo è molto semplice, esse hanno ambizioni di crescita aziendale. Infatti, man mano che le economie maturano, le società all'interno di esse che vogliono mantenere una crescita elevata sono costrette a spostarsi anche in mercati differenti dal proprio. Un esempio emblematico di questo aspetto possono essere alcune aziende d'Europa e degli Stati Uniti che hanno deciso di espandersi in modo aggressivo nei mercati emergenti (in particolare in Asia), proprio perché lì il potenziale di crescita economica è sicuramente maggiore. Questi sono i motivi per cui l'ultimo esempio che verrà riportato all'interno di questo terzo capitolo si concentrerà su tale categoria di società, e cioè imprese diversificate non solo dal punto di vista geografico tra vari Paesi, ma, al tempo stesso, anche a livello di business. Esse nel gergo comune vengono identificate come società multinazionali e sono molto difficili da valutare perché, di fatto, rappresentano più aziende raggruppate sotto forma di un'unica entità. Nonostante esse rappresentino solo una piccola percentuale del numero complessivo di società al mondo perché molte società quotate nella maggior parte dei mercati sono caratterizzate da un unico business e traggono la maggior parte dei loro ricavi e utili da operazioni all'interno dei confini nazionali, esse hanno un'influenza enorme dal momento in cui tendono ad essere le più grandi in termini di ricavi, utili e capitalizzazione di mercato. Tuttavia, prima di analizzare il processo di valutazione e le relative ipotesi sulla previsione della crescita futura, è necessario capire quali siano le caratteristiche intrinseche più importanti delle società multinazionali e multibusiness, come esse si traducono contabilmente all'interno

del bilancio d'esercizio, e quali conseguenze producono in ottica di valutazione. Innanzitutto, se la definizione di società multinazionale implica che essa operi in numerosi mercati (alcuni con economie già sviluppate mentre altri con economie emergenti), una prima caratteristica è rappresentata dal fatto che i flussi di cassa che derivano dalle attività svolte nei mercati emergenti, generalmente, sono più rischiosi e quindi devono essere attualizzati ad un tasso di sconto più elevato rispetto a quelli che derivano dalle attività svolte nei mercati già affermati. Successivamente, per comprendere la natura della seconda caratteristica fondamentale e le relative conseguenze, bisogna anticipare che in ottica di valutazione una società multibusiness può essere valutata osservandola nel suo complesso oppure in modo disaggregato. Ma di questo ci si occuperà più avanti nel corso del paragrafo. Se si considerasse una multinazionale come un portafoglio di società operanti in diversi business e mercati, si dovrebbe utilizzare una media ponderata dei parametri di rischio per giungere al valore complessivo. Ne deriva che un primo problema è rappresentato dal fatto che ottenere tali parametri di rischio spesso è molto difficile, in quanto, generalmente, l'azienda viene considerata nel suo complesso e non attraverso una prospettiva per parti. Poi c'è da considerare anche che essi tendenzialmente cambiano nel tempo, e quindi dovrebbero essere aggiornati in modo adeguato per riflettere tali cambiamenti. Nel corso dei due capitoli precedenti si è visto come, di solito, l'attenzione del valutatore spesso ricada sul contesto in cui si trova l'azienda piuttosto che su dove essa svolge la propria attività. Tuttavia, con le società multinazionali e multibusiness vale proprio il problema opposto. Infatti, poiché la maggior parte di esse ha sede in mercati affermati e svolgono solo parte della propria attività in mercati emergenti, gli analisti molto spesso non vedono la necessità di adeguare le proprie stime al rischio sovrano o al rischio politico, anche se queste aziende possono generare grandi porzioni dei ricavi proprio nei mercati emergenti. L'effetto netto di tale scelta di non aggiustare i tassi di sconto per i vari rischi, si traduce costantemente in una sopravvalutazione. Ciò nonostante, non è solo il rischio che varia a seconda delle aziende e dei mercati. In questo scenario, lo stesso vale anche per ogni altro input alla base della valutazione, inclusi i margini, i rendimenti del capitale e i tassi di crescita. Alcuni analisti continuano ad utilizzare dati consolidati per ciascuno di essi sostenendo che essi riflettano la media ponderata delle molteplici iniziative in cui opera l'azienda. Tecnicamente, questo procedimento dovrebbe essere corretto. Tuttavia, i pesi riflessi nei valori correnti riflettono a sua volta i valori correnti di diversi business e di diverse aree geografiche servite. Nella misura in cui quest'ultimi possono variare nel tempo, l'analista dovrebbe

modificare a sua volta gli input utilizzati. Procedendo oltre con le caratteristiche più importanti bisogna segnalare l'elevato ammontare dei costi e il problema della tassazione. Infatti, più una società si espande in numerosi business e numerosi Paesi più è inevitabile che sempre più costi diverranno consistenti, in particolare i costi amministrativi. Al tempo stesso, operando in aree geografiche differenti l'analista dovrà confrontarsi con aliquote fiscali altrettanto differenti in base alla ripartizione dei ricavi, e quindi bisognerà decidere quale di esse implementare nella stima dei flussi di cassa e dei tassi di sconto. Infine, le grosse società multinazionali e multibusiness possono svolgere delle operazioni intersocietarie o infragruppo che possono provocare errori in fase di valutazione, e sono caratterizzate – come accennato precedentemente – da strutture organizzative complesse che anch'esse possono creare delle difficoltà agli analisti. Per comprendere meglio questi aspetti è possibile riportare un esempio concreto realmente accaduto anni fa. La società Coca-Cola nel corso degli anni '80 ha deciso di dividere le proprie operazioni di imbottigliamento andando a creare una società indipendente e riducendo la sua partecipazione in essa al di sotto del 50%. Adottando questa strategia, è stata in grado di sfuggire al consolidamento. Ne deriva che nel valutare la società Coca-Cola, gli analisti hanno dovuto dapprima valutare questa società indipendente e, successivamente, attribuire una parte di tale valore alla società madre per giungere ad un risultato più corretto e veritiero.

3.5.1 Le difficoltà nella stima degli input della valutazione

Sebbene il DCF model applicato a una società multinazionale o multibusiness sia una funzione delle stesse variabili considerate per giungere al valore di una qualsiasi altra azienda, le loro caratteristiche appena descritte e la natura delle loro operazioni rendono difficile cogliere gli input fondamentali alla base della valutazione. Generalmente, il primo passo svolto dall'analista è la raccolta della base informativa corrente e la rilevazione del valore delle attività esistenti. Una prima ipotesi logica sarebbe quella di considerare la società multinazionale come un'unica entità. L'utilizzo degli utili aggregati per valutare le attività in essere di questa categoria di imprese crea tre problemi. Innanzitutto essi provengono da investimenti in attività differenti e in parti del mondo altrettanto differenti. Il che, indirettamente, implica valute, componenti di rischio e investimenti di capitale diversi. Quindi attribuire un valore a tali utili e flussi di cassa diventa molto difficile per l'analista a causa delle differenze nei fondamentali della valutazione. In secondo luogo, nei casi in cui le aziende decidano di suddividere gli utili

per business o regione, esse dovrebbero fornire anche ulteriori dettagli sulle spese in conto capitale e sugli investimenti. Informazioni che purtroppo nella realtà spesso non sono disponibili. Infine, la presenza di transazioni e finanziamenti all'interno della società stessa può creare un groviglio di attività, utili e valori contabili, che se non contabilizzati correttamente possono generare distorsioni. Il secondo step intrapreso dall'analista è, solitamente, la stima dei tassi di sconto. Se diversi business hanno caratteristiche di rischio diverse e operare in differenti parti del mondo espone le aziende a vari rischi sovrani, valutare società multinazionali o multibusiness comporta due difficoltà: ottenere misure di rischio coerenti per ciascun business piuttosto che per l'azienda nel suo complesso, e il trovare i vari pesi da attribuire a ciascun business per giungere ad una misura di rischio complessiva per l'intera azienda. Inoltre, pure la leva finanziaria è difficile da misurare a livello divisionale. Questo perché il debito utilizzato non viene scomposto per divisione, e perché il valore di mercato dell'*equity* è consultabile solamente a livello complessivo. Il tutto senza considerare le complicazioni derivanti dalle valute. Infatti, ad aggiungersi a tali problemi, bisogna considerare anche il fatto che una società multinazionale genera flussi di cassa in più valute e lo stesso vale per il denaro preso a prestito. Ci si può trovare di fronte ad un intreccio di stime diverse per lo stesso input a seconda della *currency* utilizzata. Infine, l'ultimo aspetto – ma il più importante ai fini dell'elaborato – è la difficoltà di stima della crescita futura e del *Terminal Value*. Come per gli utili esistenti, non solo i tassi di crescita possono variare notevolmente tra i vari business e tra le varie regioni servite, ma lo stesso vale per la loro qualità. Per effettuare una buona valutazione del valore della crescita, l'analista ha bisogno di informazioni sull'ammontare dei reinvestimenti per ciascun business (e i relativi tassi) e i rendimenti generati dal capitale investito in ognuno di essi. Nonostante ottenere questi dati per una società caratterizzata da un unico business sia già di per sé un'impresa abbastanza difficile, lo è doppiamente per questa tipologia di aziende. Il motivo deriva dal fatto che le spese in conto capitale sono spesso aggregate a livello aziendale e i valori contabili del capitale a livello di divisione non sono disponibili o, se lo sono, non sono affidabili. Inoltre, dal momento in cui l'azienda si sviluppa a tassi di crescita differenti a seconda del business o dell'area geografica, il tasso di crescita ponderato di breve-medio termine da utilizzare per la previsione dei flussi di cassa futuri può variare considerevolmente a seconda dei pesi attribuiti ad ognuno di essi. Lo stesso concetto vale sul fronte del lungo periodo. Infatti quando una società opera in più business, è del tutto fisiologico e probabile che alcuni di essi siano già in crescita stabile, mentre altri siano in

fase di crescita elevata. Se l'analista dovesse prevedere flussi di cassa fino a che l'intera azienda raggiunga una fase di crescita stabile, egli potrebbe andare avanti quasi all'infinito. Per concludere, è necessario evidenziare che società di così grandi dimensioni possono intraprendere operazioni straordinarie di scissione, fusione, incorporazione o vendita di rami d'azienda che ritengono essere sottovalutati dal mercato. Tali strategie possono influire notevolmente sulla struttura interna andando ad alterare radicalmente la sua composizione e molti dei valori intrinseci utilizzati per la valutazione.

3.5.2 Il processo di valutazione secondo un'ottica aggregata o disaggregata e le conseguenti ipotesi sul tasso di crescita

Analizzate le caratteristiche fondamentali delle società multinazionali e multibusiness e comprese quali siano le difficoltà sottostanti, si andrà ora a vedere come, nel concreto, si struttura il processo di valutazione di una di queste aziende. Si è già visto che, generalmente, quando si analizza una società di questo tipo, l'analista deve affrontare due sfide: una riguarda le diverse caratteristiche in termini di rischio, flussi di cassa e crescita che hanno i diversi business che la compongono; l'altra, invece, è capire come affrontare le diverse esposizioni al rischio nei diversi Paesi serviti. Per valutare tali aziende che operano in molteplici business e in numerose aree geografiche diverse, il framework di riferimento per le stime rimane lo stesso ma verrà modificata la prospettiva di analisi man mano che si procede. Innanzitutto, in una prima fase preliminare, l'analista deve decidere se intende valutare l'azienda nel suo complesso in modo aggregato, oppure arrivare al valore complessivo in modo disaggregato, cioè valutando prima i singoli business separatamente. Si tratta probabilmente della scelta più critica da fare perché essa determina la maniera in cui verranno affrontati i vari passaggi successivi. A livello teorico, in un mondo irrealistico senza informazioni o vincoli di tempo, la scelta sarebbe facile e scontata: una valutazione disaggregata dovrebbe fornire una miglior stima dell'*enterprise value* rispetto ad una valutazione aggregata. Nella pratica però, tale scelta è molto più complicata del previsto per diverse ragioni, ad esempio la disponibilità delle informazioni e il numero di business e Paesi serviti. Sicuramente, come per ogni altra tipologia di impresa, la variabile più critica che determina maggiormente la decisione è la possibilità di accesso ai dati e alle informazioni correnti e storiche. Infatti, per stimare il valore di una società attraverso il DCF model l'analista deve avere accesso ad un alto grado di profondità delle informazioni e, purtroppo, pochissime forniscono tale livello di dettaglio sui singoli business. Un compromesso potrebbe essere quello di sostituire i dati

mancanti con i dati medi di settore. Tuttavia, scegliere questa strada alternativa potrebbe comportare dei rischi, come si è già visto nei capitoli precedenti. A questo punto, assumendo per assurdo di disporre di tutte le informazioni e i dati necessari, si ipotizzi di voler valutare in modo disaggregato una società multinazionale che opera in 20 business differenti e svolge la propria attività in 50 Paesi. Ciò vorrebbe dire, a livello teorico, valutare separatamente ognuna delle 1000 parti di cui è composta l'azienda. Si tratta di un'operazione impraticabile, e in questi casi l'analista procede con una valutazione aggregata sperando che, come sostiene Aswath Damodaran nel proprio libro intitolato *“The Dark Side of Valuation: Valuing Young, Distressed and Complex Businesses”* (Damodaran, 2009): *«the laws of averaging work in our favor»*. Infine, un ultimo aspetto che incide sulla scelta è la differenza tra i vari business e le diverse aree geografiche in cui la società opera. Il motivo deriva dal fatto che se quest'ultima è rilevante, è consigliabile provare ad implementare un approccio di valutazione disaggregato; al contrario, se le differenze sono minime in termini di redditività e crescita, e i numeri non sono troppo elevati, l'analista potrebbe decidere di analizzare l'azienda in modo aggregato.

Lo step seguente è volto a risolvere il problema legato alla moneta perché – come si è accennato precedentemente – le società multinazionali che operano in molte parti del mondo avranno flussi di cassa in diverse valute. Se l'analista decidesse di valutare l'azienda in modo aggregato, non avrebbe altra scelta se non quella di selezionare un'unica valuta di riferimento e fondare tutte le proprie stime coerentemente con essa. A primo impatto sembrerebbe scontato utilizzare sempre la moneta con cui la società madre (sia essa una capogruppo o una società che detiene partecipazioni in altre più piccole) redige e pubblica il proprio bilancio d'esercizio. A volte però, può essere implementata una strategia parallela. L'analista potrebbe decidere di utilizzare una valuta alternativa poiché, essendo molte aziende quotate in mercati diversi, potrebbe trovare dei dati più comprensivi e utili per le stime che deve effettuare in una valuta diversa da quella domestica. Oppure perché in alcuni casi trovare il valore degli input in valuta domestica potrebbe essere difficile. Se invece, si decidesse di intraprendere una valutazione disaggregata, l'analista avrebbe più flessibilità nella scelta. Potrebbe scegliere la metodologia precedente, oppure potrebbe valutare ogni singolo business con la propria moneta di riferimento e poi tirare le somme al termine del processo. A questo punto, una volta deciso l'iter da intraprendere, l'analista può iniziare ad effettuare le vere e proprie

stime dei parametri. A seconda delle scelte fatte, cambieranno anche i modi in cui egli calcola i vari valori degli input alla base della valutazione, come ad esempio, i tassi di sconto, i flussi di cassa correnti e tutti gli altri valori necessari per rilevarli. Tuttavia nel corso di questo elaborato, quest'ultimi aspetti non verranno trattati in modo analitico, ma ci si soffermerà solamente sulle conseguenze in ottica di previsione della crescita futura. Dopo che l'analista ha scelto la valuta di riferimento su cui fondare la propria valutazione e ha calcolato i tassi di sconto e i flussi di cassa correnti, per giungere all'*enterprise value* della società multinazionale o multibusiness deve stimare i flussi di cassa previsionali e il *Terminal Value*. Se si decidesse di seguire l'ottica di aggregazione, l'analista dovrebbe attenersi alle tecniche generali di stima del tasso di crescita partendo dai fondamentali viste nel Capitolo 2, utilizzando la seguente formula per la rilevazione:

$$\text{Expected Growth Rate} = \text{Reinvestment Rate}_{TOT} \times \text{ROIC}_{TOT}$$

In altre parole, ipotizzando una classica valutazione a due stadi, il tasso di crescita atteso di breve-medio periodo sarebbe una combinazione tra il totale dei reinvestimenti e il relativo ROIC totale realizzato. Dato che per sua natura l'azienda opera in diversi business, ciò implica che saranno presenti tassi di reinvestimento e rendimenti del capitale investito differenti da business a business. Quindi, per ottenere tali valori aggregati, sarebbe consigliabile calcolarli attraverso una media ponderata dei valori specifici di ognuno di essi. Nella seguente Figura 15 viene riportato un esempio semplificato di come l'analista dovrebbe procedere:

Figura 15. Esempio semplificato di stima del tasso di reinvestimento e del ROIC in ottica di aggregazione

Business	Revenues	Weight %	Reinv.Rate	ROIC
1) Transportation	21.600,00 €	36%	R.R. Transp.	ROIC Transp.
2) Aircraft	4.200,00 €	7%	R.R. Aircraft	ROIC Aircraft
3) Security	9.600,00 €	16%	R.R. Security	ROIC Security
4) Industrial Products	6.600,00 €	11%	R.R. Ind. Prod.	ROIC Ind. Prod.
5) Construction	18.000,00 €	30%	R.R. Constr.	ROIC Constr.
	60.000,00 €	100%		

$$\begin{aligned}
Reinv. Rate_{TOT} &= \sum_{n=1}^T Reinv. Rate_{Business\ 1} \times Weight\%_{Business\ 1} + \dots \\
&\quad + Reinv. Rate_{Business\ T} \times Weight\%_{Business\ T} \\
ROIC_{TOT} &= \sum_{n=1}^T ROIC_{Business\ 1} \times Weight\%_{Business\ 1} + \dots + ROIC_{Business\ T} \times Weight\%_{Business\ T}
\end{aligned}$$

Ogni business è caratterizzato da un proprio tasso di reinvestimento e da un proprio ROIC. Come si può notare dall'esempio riportato, presi i dati relativi a tali valori e presa la ripartizione dei ricavi per business con i relativi pesi sul totale dei ricavi, è possibile calcolare il tasso di reinvestimento e il ROIC complessivi attraverso una media ponderata. Ovviamente tutto ciò è possibile se si ha a disposizione un'adeguata base informativa di riferimento. Se invece, si decidesse di valutare la società multinazionale o multibusiness seguendo un'ottica per parti, l'analista avrebbe più flessibilità nella scelta del procedimento di stima da implementare. Piuttosto di utilizzare il metodo precedente basato su una media ponderata, in questo scenario egli potrebbe considerare ciascun business separatamente andando a stimare il tasso di reinvestimento e il rendimento del capitale investito per ognuno di essi. I risultati ottenuti saranno poi utilizzati come base per il calcolo del tasso di crescita atteso e dei conseguenti flussi di cassa previsionali di ciascuno. Il processo si conclude con la somma di tutti i singoli valori calcolati per raggiungere un valore complessivo. Utilizzare tale procedimento per grandi conglomerati è un lavoro piuttosto laborioso e complicato (sempre sotto l'ipotesi forte di avere a disposizione i dati necessari), ma al tempo stesso, se fatto correttamente, fornisce molte informazioni interessanti. Ad esempio, si potrebbe scoprire che la società multinazionale o multibusiness in questione cresce perché solo alcuni dei propri business riescono a generare un extra rendimento sul relativo costo del capitale, mentre per altri vale il discorso inverso. In altre parole, il valore complessivo dell'azienda è dato da una compensazione tra business in via di sviluppo che creano valore mentre altri che lo distruggono. Per quanto riguarda invece, il tasso di crescita atteso di lungo periodo da utilizzare per il calcolo del *Terminal Value* valgono sempre le stesse considerazioni effettuate per gli esempi precedenti. Generalmente, esso viene scelto in modo arbitrario seguendo un approccio esogeno in base alle caratteristiche intrinseche dell'azienda valutata, mantenendo come limite superiore i soliti parametri quali l'importo del tasso privo di rischio e il tasso di crescita dell'economia di riferimento. In questo caso, trattandosi di una società che svolge la propria attività in numerosi Paesi diversi, è più

corretto utilizzare come limite superiore il tasso di crescita atteso dell'economia globale. Infine, dal momento in cui il *Terminal Value* rappresenta una percentuale ingente del valore complessivo della società, anche – e soprattutto – per le multinazionali e per le multibusiness è sempre consigliabile integrare i risultati ottenuti con una *sensitivity analysis* per mettere in evidenza come un piccola variazione del tasso “g” di lungo periodo può avere conseguenze rilevanti sull'*enterprise value*.

CAPITOLO IV – L’ANALISI EMPIRICA

4.1 INTRODUZIONE ALL’ANALISI E SPIEGAZIONE DELLE METODOLOGIE APPLICATE

Nel corso di quest’ultimo capitolo si è cercato di mettere in pratica la letteratura di riferimento descritta durante l’elaborato, applicando i concetti e le formule fondamentali a società importanti e conosciute in tutto il mondo. Lo scopo di tale analisi empirica è volto a verificare se esiste, o meno, un allineamento tra le varie metodologie di stima del tasso di crescita di lungo periodo. Si tratta di un tema rilevante perché – come si è visto precedentemente – quest’ultimo può essere stimato attraverso approcci differenti a seconda delle informazioni a disposizione o a seconda delle intenzioni dell’analista, e quindi capire se essi convergono, o meno, verso un’unica prospettiva può essere veramente importante. Il campione di aziende per lo studio è stato scelto dalle società quotate presso la Borsa Italiana, in particolare si è cercato di scegliere più società possibili appartenenti all’indice di mercato FTSE MIB. La banca dati utilizzata per le analisi è stata principalmente il *Bloomberg Terminal* messo a disposizione dalla stessa azienda Bloomberg, leader a livello globale in termini di dati aziendali e finanziari, notizie e approfondimenti. Dopo aver setacciato il database per svariate ore e giorni, sono state selezionate cinque aziende che disponevano delle informazioni necessarie su cui basare le analisi. Esse sono rispettivamente: Moncler S.p.A., Davide Campari – Milano N.V., Telecom Italia S.p.A., Tenaris S.A. e Technogym S.p.A. . In particolare, quest’ultima è l’unica – al momento – a non appartenere al FTSE MIB, ma fa parte del FTSE Italia Mid Cap. A livello generale – giusto per inquadrare la tipologia di analisi svolta – si può dire che per ognuna di esse sono stati scaricati i dati necessari dalla banca dati di riferimento e sono stati calcolati tre differenti tassi di crescita di lungo periodo. È importante evidenziare che essi risultano essere diversi semplicemente perché vengono stimati a partire da prospettive altrettanto differenti, come si è già illustrato all’interno di questo elaborato. In altre parole, sono stati stimati tre diversi tassi di crescita attesi di lungo periodo rispettivamente secondo l’approccio esogeno, secondo l’approccio endogeno e secondo un terzo metodo volto a stimare il tasso di crescita implicito a partire dai valori

di Borsa. Scendendo più nel particolare, in seguito verrà descritto com'è stato improntato il processo di analisi in ogni singolo approccio.

4.1.1 Il procedimento di stima del tasso “g” di lungo periodo attraverso l’approccio esogeno

Nel primo sono stati visionati tutti i report finanziari più recenti disponibili presso la funzione BRC (*Bloomberg Research Portal*) del *Bloomberg Terminal* per ognuna delle società del campione, e sono stati selezionati quelli che al proprio interno disponevano di una valutazione aziendale effettuata attraverso il DCF model. Identificato il valore del *terminal growth rate* stimato dai rispettivi *equity research analysts* in ognuno di essi, è stata calcolata una media aritmetica. A questo punto, per rendere la stima ancora più precisa e corretta anche a livello teorico, si è deciso di eseguire lo stesso procedimento anche per le principali rivali della società scelta, ed effettuare un’ennesima media aritmetica tra i vari risultati complessivi ottenuti. Esse in gergo vengono, generalmente, chiamate “*comparables*” (letteralmente “società comparabili”) e sono state scelte principalmente dalla sezione “*Analisi Societaria → Società Simili*” disponibile sempre presso il *Bloomberg Terminal*. Il tasso di crescita di lungo periodo stimato secondo l’approccio esogeno altro non è che la media aritmetica tra la media dei *terminal growth rate* ipotizzati nei report finanziari riferiti alla società del campione e la media degli stessi però riferiti alle sue società “*comparables*”.

4.1.2 Il procedimento di stima del tasso “g” di lungo periodo attraverso l’approccio endogeno

Il secondo procedimento di stima invece, si sviluppa in ottica interna all’azienda. Infatti, l’approccio endogeno si riferisce alla rilevazione del tasso di crescita di lungo periodo a partire dalle caratteristiche intrinseche, e quindi si è deciso di scaricare i dati relativi alle componenti fondamentali delle formule di riferimento ed effettuare i vari calcoli necessari. Quest’ultime sono quelle riportate nel corso dei capitoli precedenti:

$$\text{Reinvestment Rate}_t = \frac{\text{Net CapEX}_t + \Delta \text{Working Capital}}{\text{EBIT}_t (1 - \text{Tax Rate})}$$

$$\text{ROIC}_t = \frac{\text{EBIT}_t (1 - \text{Tax Rate})}{\text{Invested Capital}_{t-1}}$$

$$\text{Expected Growth Rate}_t = \text{Reinvestment Rate}_t \times \text{ROIC}_t$$

L’unico accorgimento è che, a differenza della formula del tasso di reinvestimento descritta nel Capitolo 1, in questo caso – per comodità – si è deciso di implementare una

semplice variazione del Capitale Circolante Netto (CCN) anziché considerare il *Non-Cash Working Capital* perché tale informazione non sempre è disponibile sul *Bloomberg Terminal* per tutte le società del campione. Come arco temporale di analisi sono stati scelti gli ultimi cinque anni più recenti per cercare di standardizzare i numeri ed evitare di basare gli studi su un determinato anno con performance particolarmente buona o, al contrario, particolarmente negativa. Nel concreto, sono stati analizzati i valori delle varie voci dalla fine del 2019 alla fine del 2015. Si è deciso di non considerare i dati relativi all'anno 2020 innanzitutto perché la pandemia causata dal COVID-19 ha avuto un severo impatto sull'economia globale e sulle società andando ad alterare significativamente il loro rendimento rispetto ad un ipotetico periodo di normalità, e successivamente perché molti bilanci d'esercizio al 31/12/2020 non sono ancora stati resi pubblici al giorno d'oggi. Come accennato anche precedentemente, per semplicità i valori sono stati selezionati tali e quali dal *Bloomberg Terminal* tranne quelli relativi alla tassazione. Infatti, per il calcolo del NOPAT è stata scelta un'aliquota fiscale pari al 27,9% data dalla somma tra l'IRES al 24% e l'IRAP al 3,9%, entrambe aliquote che devono essere considerate nel calcolo di tale margine. A questo punto sono stati stimati cinque differenti tassi di reinvestimento e cinque differenti ROIC, uno per ogni anno del periodo di riferimento, ed è stata effettuata una media aritmetica tra di essi. Il prodotto tra la media dei tassi di reinvestimento e la media dei rendimenti del capitale rispecchia esattamente il tasso di crescita atteso di lungo periodo dell'azienda stimato attraverso l'approccio endogeno. I risultati ottenuti sono stati poi confrontati con i dati medi di settore messi a disposizione dall'esperto Aswath Damodaran sul proprio sito web "*Damodaran Online Website*" (Damodaran, 2019 - 2020). Il tutto per verificare che ci fosse coerenza e per assicurarsi una certa veridicità dei valori ottenuti.

4.1.3 Il processo di stima del tasso "g" implicito

La terza metodologia di stima si focalizza sulla rilevazione del tasso di crescita atteso a partire dai valori di Borsa. Quest'ultimo in gergo viene chiamato tasso "g" implicito della quotazione. Il punto di partenza di questo approccio è la seguente formula fondamentale presa dal modello a crescita perpetua di Gordon:

$$Enterprise\ Value_t = \frac{FCFO_t}{WACC - g}$$

Se si contestualizza tale formula ad un'epoca passata, tutte le sue componenti sono note tranne la componente "g" al denominatore. Ipotizzando che quest'ultima sia la variabile

che si vuole ottenere, si può tranquillamente invertire la formula rendendo il tasso di crescita “g” l’incognita da calcolare, come è stato fatto di seguito:

$$\text{Implied Growth Rate} = \frac{(EV_t \times WACC) - FCFO_t}{EV_t}$$

Generalmente, il valore dell’impresa è dato dalla moltiplicazione tra il prezzo dell’azione e il numero di azioni in circolazione in quel determinato anno, il tutto sommato alla Posizione Finanziaria Netta (PFN) e agli Interessi di Minoranza. Tuttavia, per semplicità, si è deciso di ricavare tale dato direttamente in forma aggregata dal *Bloomberg Terminal*. Il flusso di cassa operativo (*Cash Flow from Operations*) rappresenta una stima effettuata da esperti analisti sul suo probabile importo a fine anno 2020 dal momento in cui ancora non si dispone dei dati reali. Anch’esso è stato selezionato dal *Bloomberg Terminal* ed è stato messo a confronto con le notizie consultabili sui rispettivi siti internet istituzionali delle società del campione d’analisi per verificarne l’attendibilità. Più o meno lo stesso procedimento è stato messo in pratica anche per il costo medio ponderato del capitale. Infatti, selezionato il valore del WACC al 31/12/2020 direttamente dal *Bloomberg Terminal*, esso è stato messo a confronto con la media aritmetica tra il suo valore noto più recente ad inizio 2021 e l’ultimo dato disponibile del 2020 (dato semestrale oppure dell’ultimo trimestre) per accertare che ci fosse una certa coerenza tra i valori. A questo punto però, è necessario fare una precisazione. Il tasso “g” implicito di sua natura è molto volatile perché è molto sensibile all’andamento e alle oscillazioni del mercato. Infatti, ad esempio, un semplice cambio repentino del prezzo dell’azione da un periodo all’altro – a parità delle altre condizioni – può modificare sostanzialmente l’*enterprise value*. Basti pensare al recente caso scoppiato qualche settimana fa sulla società GameStop S.r.l. in cui il prezzo dell’azione è aumentato in maniera esponenziale nel giro di qualche giorno. Per tale motivo, per rendere l’analisi più solida e veritiera si è deciso di stimare quattro diversi tassi di crescita impliciti attraverso quattro strategie differenti:

- 1) nel primo scenario è stato considerato semplicemente il solo valore dell’EV al 31/12/2020 riportato dal *Bloomberg Terminal* ed è stato inserito all’interno della formula riportata in precedenza assieme alle altre componenti;
- 2) nel secondo scenario sono stati selezionati dal *Bloomberg Terminal* i valori giornalieri dell’EV nel corso dell’ultimo mese del 2020 e la loro media aritmetica è stata inserita all’interno del calcolo del tasso “g” implicito;

- 3) nel terzo scenario sono stati selezionati dal *Bloomberg Terminal* i valori mensili dell'EV degli ultimi 3 mesi del 2020 (Ottobre – Novembre – Dicembre) e la loro media aritmetica è stata inserita all'interno del calcolo del tasso “g” implicito;
- 4) nell'ultimo scenario invece, si è deciso di arretrare ulteriormente e di selezionare dal *Bloomberg Terminal* i valori mensili dell'EV degli ultimi 6 mesi del 2020 (da Luglio a Dicembre) ed effettuare lo stesso procedimento visto per i tre calcoli precedenti.

Tale studio può essere ripetuto moltissime volte semplicemente andando a considerare valori dell'*enterprise value* sempre più remoti. Si tenga, però, in considerazione che se si arretra molto nel tempo, dovranno essere modificati anche i rispettivi valori dell'FCFO e del WACC per un fattore di coerenza. Per gli scopi di tale elaborato, si è scelto di non regredire oltre gli ultimi 6 mesi dell'anno 2020. Una volta effettuati i calcoli, si ottengono i vari valori del tasso di crescita implicito a partire dai valori di Borsa. Quest'ultimi verranno poi confrontati con i tassi di crescita attesi stimati secondo i due approcci precedenti, e si verificherà se empiricamente esiste, o meno, un allineamento tra le varie metodologie messe in pratica nel corso delle analisi.

Nei paragrafi successivi verranno illustrati, nel concreto, i risultati ottenuti per le società del campione e, infine, verranno tratte le considerazioni finali.

4.2 MONCLER S.P.A.

Moncler S.p.A. rappresenta la prima società del campione di analisi. Si tratta di un'azienda piuttosto giovane, fondata in Francia circa settant'anni fa, che opera nel settore mondiale dei beni di lusso attraverso la creazione, realizzazione e distribuzione di capi d'abbigliamento ed accessori. Nei primi anni 2000 è stata acquistata dall'imprenditore italiano Remo Ruffini, attuale Presidente e CEO, e sotto la sua guida ha conseguito una crescita progressiva molto importante fino al giorno d'oggi. A fine 2013 è riuscita a concludere il processo di IPO diventando una società quotata sul Mercato Telematico Azionario (MTA) di Borsa Italiana e già dagli inizi dell'anno seguente il titolo Moncler è entrato a far parte dell'indice di mercato FTSE MIB. La prima analisi svolta

su tale società è la stima del tasso di crescita atteso di lungo periodo attraverso l'approccio esogeno. Dopo aver analizzato tutti report finanziari disponibili sul *Bloomberg Terminal* che la riguardano, sono stati scelti cinque di essi al cui interno si può trovare una valutazione effettuata attraverso il DCF model. Essi sono per la maggior parte eseguiti dalle seguenti banche di investimento: JP Morgan, BARCLAYS, Deutsche Bank e UBI Banca. Si osservi la seguente Figura 16 in cui vengono evidenziati i vari *terminal growth rate* implementati all'interno dei report.

Figura 16: Terminal growth rate dei report finanziari su Moncler S.p.A.

Analysts Report	Publication Date	Terminal Growth Rate
JP Morgan	21/01/2020	3,00%
JP Morgan	22/05/2020	3,00%
Deutsche Bank	08/12/2020	2,50%
UBI Banca	11/12/2020	3,00%
UBI Banca	15/07/2020	3,00%
		2,90%

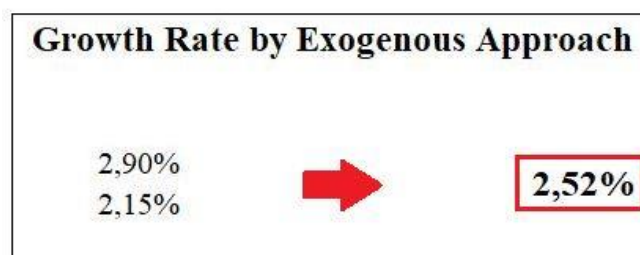
Come si può notare dalla tabella riportata, sulla prima colonna di sinistra appaiono i nomi delle banche di investimento che hanno eseguito lo studio con la rispettiva data di pubblicazione dei report sulla colonna adiacente. Si è cercato di acquisire le informazioni più recenti possibili. Tuttavia, tale processo di selezione non è stato poi così semplice perché la maggior parte dei report finanziari pubblicati contengono al proprio interno una valutazione d'azienda svolta attraverso un'analisi relativa basata sui multipli di mercato. Ciò conferma quanto detto all'inizio dell'elaborato, e cioè che circa l'80% delle valutazioni svolte dagli analisti al giorno d'oggi sono svolte proprio attraverso l'analisi dei multipli piuttosto che attraverso un'analisi intrinseca a partire dai fondamentali. Sull'estrema colonna di destra invece, vengono riportati i tassi di crescita di lungo periodo implementati nel DCF model e nel riquadro di colore rosso è stata messa in evidenza la media aritmetica di essi. A questo punto, sono state scelte le principali società rivali di Moncler S.p.A. ed è stata effettuata la stessa analisi. Si osservi la seguente Figura 17 dove vengono esposti i risultati.

Figura 17: Terminal growth rate dei report finanziari relativi alle società rivali di Moncler S.p.A.

Comparables	Analysts Report	Publication Date	Terminal Growth Rate
Hugo Boss AG	JP Morgan	05/08/2020	1,70%
	JP Morgan	10/01/2020	2,00%
	Deutsche Bank	18/12/2019	1,00%
			1,57%
Hennes & Mauritz AB	BARCLAYS	11/01/2021	2,20%
	BARCLAYS	14/04/2020	2,20%
	JP Morgan	30/01/2020	1,00%
	JP Morgan	15/12/2020	2,00%
	JP Morgan	26/06/2020	2,00%
		1,88%	
Salvatore Ferragamo S.p.A.	JP Morgan	17/01/2020	3,00%
	UBI Banca	22/07/2020	3,00%
		3,00%	

Le principali società *comparables* di Moncler S.p.A. sono Hugo Boss, Hennes & Mauritz (conosciuta più comunemente come H&M) e Salvatore Ferragamo. Ovviamente ne esistono molte altre, ma sono state scelte le più rilevanti in termini di grandezza e notorietà, e soprattutto quelle che all'interno del *Bloomberg Terminal* disponevano di report finanziari basati sul DCF model. La media aritmetica tra le tre medie contenute nei riquadri di colore rosso è pari a circa 2,15%. Nella seguente [Figura 18](#) vengono riportati i risultati finali dell'analisi secondo l'approccio esogeno e cioè che il tasso di crescita atteso di lungo periodo risulta essere pari a circa il 2,52%.

Figura 18: Risultati della stima attraverso l'approccio esogeno per Moncler S.p.A.



La seconda analisi svolta è la stima del tasso di crescita atteso di lungo periodo attraverso l'approccio endogeno. Come si è detto nel paragrafo introduttivo di questo capitolo, il primo passo è stato quello di scaricare i dati relativi alla società Moncler S.p.A. dal *Bloomberg Terminal* per l'arco temporale 2019 – 2015 e calcolare un tasso di reinvestimento e un ROIC per ognuno degli anni considerati. Nella seguente Figura 19 si può osservare un esempio di calcolo e un riassunto dei risultati ottenuti.

Figura 19: Stima del tasso di crescita di lungo periodo secondo l'approccio endogeno per Moncler S.p.A.

D&A in 2018	56,50 €	Date	Reinvest.Rate	ROIC
CapEX in 2018	91,89 €	2019	-6,346%	28,111%
Net WC in 2018	103,21 €	2018	16,391%	27,049%
Net WC in 2017	89,66 €	2017	3,148%	27,838%
EBIT in 2018	414,10 €	2016	8,813%	26,977%
Tax Rate (IRES)	24%	2015	24,968%	24,653%
Tax Rate (IRAP)	3,9%		13,330%	26,629%
Inv. Cap. in 2017	1.103,78 €			
In Milioni di €				

Expected Fundamental Growth Rate 3,550%

Il riquadro a sinistra rappresenta un esempio dei dati che sono stati utilizzati per calcolare il tasso di reinvestimento e il ROIC in un determinato periodo. Lo stesso procedimento è stato utilizzato per tutti gli anni dell'orizzonte temporale di riferimento. Successivamente, è stata calcolata una media aritmetica per ogni componente per cercare di standardizzare i valori, ed è stato calcolato il tasso di crescita atteso di lungo periodo. Tuttavia, si è deciso di non considerare all'interno di tale media i risultati ottenuti per quanto riguarda l'anno 2019 (evidenziati con il colore rosso sulla prima riga della tabella di destra) perché, di fatto, rappresentano un anno anomalo rispetto ai trend di Moncler che andrebbe ad alterare notevolmente le analisi. Il tasso "g" atteso di lungo periodo stimato a partire dalle caratteristiche intrinseche dell'azienda è stato messo in evidenza all'interno del riquadro in colore rosso sul lato inferiore destro della figura e risulta essere pari a circa il 3,55%. Per concludere questa seconda parte di analisi, tali valori sono stati messi a confronto con i dati medi di settore ricavati dagli studi dell'esperto Aswath Damodaran e messi a disposizione pubblicamente sul suo sito internet "*Damodaran Online Website*" alla sezione "*Archived Data*". Prima di effettuare il confronto, ovviamente, ci si è accertati

che all'interno del campione di analisi scelto dall'esperto risultasse esserci proprio la società Moncler S.p.A. per quanto riguarda lo studio basato sull'Europa. Nella successiva Figura 20 si possono osservare i dati appena descritti e verificare che esiste un certo allineamento tra i risultati ottenuti e i risultati degli studi di Damodaran, il che rende l'analisi concreta e veritiera.

Figura 20: Dati medi europei del settore "Apparel" secondo Damodaran (Damodaran, 2019 - 2020)

Industry Averages				
Anno	Industry	ROIC	Reinv.Rate	Expected Fundamental Growth Rate
	Apparel			
2019		23,57%	45,72%	10,78%
2020		13,68%	42,75%	5,85%

Fonte dati: Damodaran Website *2020 influenced by COVID-19

La terza ed ultima analisi svolta sulla società Moncler S.p.A. riguarda la stima del tasso "g" implicito a partire dai valori di Borsa. Come è stato descritto ampiamente nel paragrafo precedente, sono state percorse quattro strade differenti e di seguito verranno esposti i risultati ottenuti.

Figura 21: Tasso "g" implicito al 31 Dicembre 2020 di Moncler S.p.A.

Prezzo al 31/12/2020	50,14 €
EV al 31/12/2020	12.930,57 €
Expected FCFO al 31/12/2020	321,98 €
WACC al 31/12/2020	8,94%
In Milioni di €	
Fonte dati: Bloomberg	
$\text{Implied Growth Rate} = \frac{(EV_t \times WACC) - FCFO_t}{EV_t}$	
Implied Growth Rate	6,45%

Nel primo scenario sono stati presi come riferimento i soli dati riferiti al 31 Dicembre 2020 mentre nei successivi tre è stata eseguita una media dei valori dell'*enterprise value* andando a ritroso nel tempo per cercare di neutralizzare eventuali oscillazioni anomale.

Figura 22: Tasso "g" implicito di Moncler S.p.A. stimato nel secondo scenario

Date	EV
01/12/2020	10.645,25 €
02/12/2020	10.805,43 €
03/12/2020	11.032,78 €
04/12/2020	11.190,37 €
07/12/2020	11.397,05 €
08/12/2020	11.629,57 €
09/12/2020	12.071,35 €
10/12/2020	12.032,60 €
11/12/2020	12.321,96 €
14/12/2020	12.399,46 €
15/12/2020	12.637,15 €
16/12/2020	12.613,90 €
17/12/2020	12.688,82 €
18/12/2020	12.559,64 €
21/12/2020	12.316,79 €
22/12/2020	12.528,64 €
23/12/2020	12.484,72 €
24/12/2020	12.484,72 €
25/12/2020	12.484,72 €
28/12/2020	12.877,42 €
29/12/2020	13.024,68 €
30/12/2020	12.983,34 €
31/12/2020	12.983,34 €
	12.182,33 €

In Milioni di €

Fonte dati: Bloomberg

Average EV December 2020 12.182,33 €

Expected FCFO al 31/12/2020 321,98 €

WACC al 31/12/2020 8,94%

$$\text{Implied Growth Rate} = \frac{(EV_t \times WACC) - FCFO_t}{EV_t}$$

Implied Growth Rate 6,30%

Figura 23: Tasso "g" implicito di Moncler S.p.A. stimato nel terzo scenario

Date	EV
30/10/2020	8.906,54 €
30/11/2020	10.663,33 €
31/12/2020	12.983,34 €
	10.851,07 €

In Milioni di €

Fonte dati: Bloomberg

Average EV last 3 months of 2020 10.851,07 €

Expected FCFO al 31/12/2020 321,98 €

WACC al 31/12/2020 8,94%

$$\text{Implied Growth Rate} = \frac{(EV_t \times WACC) - FCFO_t}{EV_t}$$


Implied Growth Rate 5,97%

Figura 24: Tasso “g” implicito di Moncler S.p.A. stimato nel quarto scenario

Date	EV
31/07/2020	8.451,83 €
31/08/2020	8.413,08 €
30/09/2020	9.066,71 €
30/10/2020	8.906,54 €
30/11/2020	10.663,33 €
31/12/2020	12.983,34 €
	9.747,47 €

In Milioni di €

Fonte dati: Bloomberg



Average EV last 6 months of 2020	9.747,47 €
Expected FCFO al 31/12/2020	321,98 €
WACC al 31/12/2020	8,94%
$\text{Implied Growth Rate} = \frac{(EV_t \times WACC) - FCFO_t}{EV_t}$	
Implied Growth Rate	5,64%

Come si può constatare dalle tabelle riportate, il tasso “g” implicito – a parità delle altre condizioni – varia al variare dell’*enterprise value* della società analizzata. Ciò conferma quanto detto precedentemente e cioè che esso è molto sensibile all’andamento del mercato poiché un’oscillazione del prezzo dell’azione o un mutamento del numero delle azioni in circolazione hanno un impatto diretto sul suo valore. La variazione tra uno scenario e l’altro è complessivamente inferiore all’1%. Tuttavia si tenga in considerazione che, trattandosi del tasso di crescita di lungo periodo, se lo si implementa in una valutazione, anche una sua leggera variazione può far cambiare significativamente il *Terminal Value* e, di conseguenza, la stima del valore dell’impresa.

4.3 DAVIDE CAMPARI – MILANO N.V.

La società Davide Campari – Milano N.V. rappresenta la capogruppo di Campari Group, uno dei maggiori esponenti a livello globale ad operare nel settore degli spirit (distillati, liquori e cocktail miscelati). Il Gruppo è stato fondato nel 1860 e, ad oggi, risulta essere il sesto su scala di importanza nel settore in cui opera. Si tratta di un marchio molto conosciuto in tutto il mondo, infatti detiene una rete distributiva che ricopre oltre 190 Paesi. Tuttavia, la fetta più rilevante della propria attività si sviluppa principalmente in Europa e nelle Americhe. Davide Campari – Milano N.V. è diventata una società quotata presso il Mercato Telematico Azionario (MTA) di Borsa Italiana nel 2001 e risulta essere

una delle 18 aziende che hanno fatto ininterrottamente parte del FTSE MIB dal 2009 al giorno d'oggi. Dopo questa breve introduzione, si procederà con l'illustrazione dei risultati ottenuti nel corso delle analisi. I procedimenti messi in atto risultano essere sempre gli stessi tranne qualche eventuale piccolo accorgimento. Per tale motivo, da qui in avanti, si cercherà di sveltire leggermente il discorso omettendo alcuni passaggi già descritti in modo dettagliato in precedenza. Anche in questo caso, la prima analisi svolta è stata la stima del tasso di crescita atteso di lungo periodo attraverso l'approccio esogeno. Si osservino le seguenti Figura 25 e Figura 26 dove vengono riportati i *terminal growth rate* utilizzati all'interno dei report finanziari relativi all'azienda.

Figura 25: Terminal growth rate dei report finanziari su Davide Campari – Milano N.V.

Analysts Report	Publication Date	Growth Rate
BARCLAYS	28/07/2020	3,00%
JP Morgan	15/12/2020	3,50%
JP Morgan	28/10/2020	3,50%
JP Morgan	05/10/2020	3,50%
JP Morgan	01/09/2020	3,50%
		3.40%

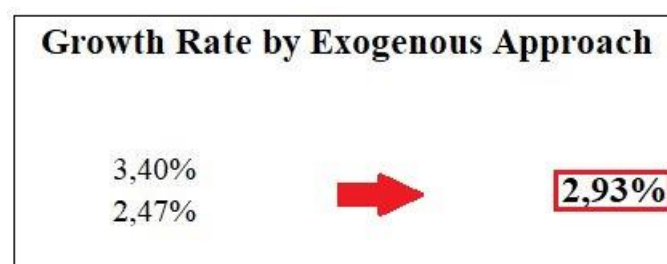
Figura 26: Terminal growth rate dei report finanziari relativi alle società rivali di Davide Campari – Milano N.V.

Comparables	Analysts Report	Publication Date	Growth Rate
Carlsberg AS-B	BARCLAYS	28/10/2020	1,50%
	BARCLAYS	09/10/2020	1,50%
	BARCLAYS	05/10/2020	1,50%
			1.50%
Heineken N.V.	BARCLAYS	16/12/2020	2,00%
	BARCLAYS	09/11/2020	2,00%
	BARCLAYS	31/03/2020	2,00%
			2.00%

Diageo PLC	BARCLAYS	09/11/2020	2,50%
	BARCLAYS	02/08/2020	2,50%
	BARCLAYS	26/05/2020	2,50%
			2,50%
FeverTree Drinks PLC	JP Morgan	20/01/2020	3,50%
	BARCLAYS	15/09/2020	4,00%
	BARCLAYS	13/07/2020	4,00%
			3,83%
Pernod-Ricard SA	BARCLAYS	15/01/2021	2,50%
	BARCLAYS	04/01/2021	2,50%
	BARCLAYS	02/09/2020	2,50%
	BARCLAYS	17/08/2020	2,50%
			2,50%

Nella prima figura riportata, i dati si riferiscono direttamente alla società Davide Campari – Milano N.V., mentre la seconda riporta i dati relativi alle società rivali. In particolare, la colonna di sinistra contiene il nome delle società *comparables* analizzate, le due colonne centrali contengono i nomi delle banche di investimento che hanno eseguito lo studio e la relativa data di pubblicazione del report. Sulla colonna di destra invece, sono evidenziati i tassi di crescita utilizzati all'interno di essi e le medie per ogni società all'interno del riquadro di colore rosso. Come si può notare nella successiva [Figura 27](#), la media aritmetica complessiva fornisce un valore del tasso di crescita di lungo periodo stimato attraverso l'approccio esogeno pari a circa 2,93%.

Figura 27: Risultati della stima attraverso l'approccio esogeno per Davide Campari – Milano N.V.



La seconda parte di analisi riguarda la stima del tasso di crescita atteso di lungo periodo attraverso l'approccio endogeno a partire dalle caratteristiche intrinseche di Davide Campari – Milano N.V. .

Figura 28: Stima del tasso di crescita di lungo periodo secondo l'approccio endogeno per Davide Campari – Milano N.V.

D&A in 2019	71,80 €			
CapEX in 2019	82,40 €			
Δ Non-Cash WC 2019	-29,60 €			
EBIT in 2019	386,30 €			
Tax Rate (IRES)	24%			
Tax Rate (IRAP)	3,9%			
Inv. Cap. in 2018	3.885,10 €			
In Milioni di €				

Date	Reinvest.Rate	ROIC
2019	-6,822%	7,169%
2018	-3,060%	7,470%
2017	-29,196%	7,385%
2016	14,547%	5,970%
2015	-3,268%	7,140%
	-5,560%	7,027%

Expected Fundamental Growth Rate -0,391%

Il riquadro a sinistra rappresenta un esempio dei dati che sono stati utilizzati per calcolare il tasso di reinvestimento e il ROIC in un determinato periodo. Lo stesso procedimento è stato utilizzato per tutti gli anni dell'orizzonte temporale di riferimento. Al contrario di Moncler S.p.A., in questo caso il *Bloomberg Terminal* riporta la variazione del Non-Cash Working Capital e quindi si è deciso di utilizzarla nel calcolo del tasso di reinvestimento per ottenere maggior precisione nei risultati. Successivamente, è stata calcolata una media aritmetica per ogni componente per cercare di standardizzare i valori, ed è stato calcolato il tasso di crescita atteso di lungo periodo. Quest'ultimo è stato messo in evidenza all'interno del riquadro in colore rosso sul lato inferiore destro della figura e risulta essere negativo e pari a circa -0,391%. Anche in questo caso i valori sono stati messi a confronto con i dati medi di settore ricavati dagli studi dell'esperto Aswath Damodaran e messi a disposizione pubblicamente sul suo sito internet "*Damodaran Online Website*" alla sezione "*Archived Data*". Prima di effettuare il confronto, ovviamente, ci si è accertati che all'interno del campione di analisi scelto dall'esperto risultasse esserci proprio la società Davide Campari – Milano N.V. per quanto riguarda lo studio basato sull'Europa. Nella successiva [Figura 29](#) si possono osservare i dati appena descritti e verificare che esiste un certo allineamento tra i risultati ottenuti e i risultati degli studi di Damodaran, il che rende l'analisi concreta e veritiera.

Figura 29: Dati medi europei del settore “Beverage (Alcoholic)” secondo Damodaran (Damodaran, 2019 - 2020)

Industry Averages				Expected Fundamental Growth Rate
Anno	Industry Beverage (Alcoholic)	ROIC	Reinv.Rate	
2019		9,81%	-3,72%	-0,37%
2020		7,70%	-3,10%	-0,24%

Fonte dati: [Damodaran Website](#) *2020 influenced by COVID-19

La terza ed ultima analisi svolta sulla società Davide Campari – Milano N.V. riguarda la stima del tasso “g” implicito a partire dai valori di Borsa. Anche in questo caso quest’ultimo è stato stimato nei quattro differenti scenari descritti precedentemente. Nel primo sono stati presi come riferimento i soli dati riferiti al 31 Dicembre 2020 mentre nei successivi tre è stata eseguita una media dei valori dell’*enterprise value* andando a ritroso nel tempo per cercare di neutralizzare eventuali oscillazioni anomale. I risultati ottenuti sono illustrati all’interno delle seguenti [Figura 30](#), [Figura 31](#), [Figura 32](#) e [Figura 33](#).

Figura 30: Tasso “g” implicito al 31 Dicembre 2020 di Davide Campari – Milano N.V.


Prezzo al 31/12/2020	9,34 €
EV al 31/12/2020	11.445,94 €
Expected FCFO al 31/12/2020	306,38 €
WACC al 31/12/2020	6,75%
In Milioni di €	
Fonte dati: Bloomberg	
$\text{Implied Growth Rate} = \frac{(EV_t \times WACC) - FCFO_t}{EV_t}$	
Implied Growth Rate	4,07%

Figura 31: Tasso “g” implicito di Davide Campari – Milano N.V. stimato nel secondo scenario

Date	EV
01/12/2020	11.871,12 €
02/12/2020	11.896,68 €
03/12/2020	11.875,77 €
04/12/2020	11.910,61 €
07/12/2020	11.929,20 €
08/12/2020	11.866,47 €
09/12/2020	11.724,76 €
10/12/2020	11.882,74 €
11/12/2020	11.789,81 €
14/12/2020	11.773,55 €
15/12/2020	11.522,64 €
16/12/2020	11.566,78 €
17/12/2020	11.662,03 €
18/12/2020	11.645,77 €
21/12/2020	11.562,13 €
22/12/2020	11.585,37 €
23/12/2020	11.576,07 €
24/12/2020	11.576,07 €
25/12/2020	11.576,07 €
28/12/2020	11.678,29 €
29/12/2020	11.885,06 €
30/12/2020	11.743,34 €
31/12/2020	11.743,34 €
	11.732,33 €

In Milioni di €

Fonte dati: Bloomberg



Average EV December 2020	11.732,33 €
Expected FCFO al 31/12/2020	306,38 €
WACC al 31/12/2020	6,75%
$\text{Implied Growth Rate} = \frac{(EV_t \times WACC) - FCFO_t}{EV_t}$	
Implied Growth Rate	4,14%


Dopo l’analisi sui dati giornalieri, si prosegue con l’analisi sui dati mensili dell’EV.

Figura 32: Tasso “g” implicito di Davide Campari – Milano N.V. stimato nel terzo scenario

Date	EV
30/10/2020	11.306,58 €
30/11/2020	12.154,55 €
31/12/2020	11.743,34 €
	11.734,83 €

In Milioni di €

Fonte dati: Bloomberg




Average EV last 3 months of 2020	11.734,83 €
Expected FCFO al 31/12/2020	306,38 €
WACC al 31/12/2020	6,75%
$\text{Implied Growth Rate} = \frac{(EV_t \times WACC) - FCFO_t}{EV_t}$	
Implied Growth Rate	4,14%

Figura 33: Tasso “g” implicito di Davide Campari – Milano N.V. stimato nel quarto scenario

Date	EV
31/07/2020	10.782,70 €
31/08/2020	10.874,47 €
30/09/2020	11.718,95 €
30/10/2020	11.306,58 €
30/11/2020	12.154,55 €
31/12/2020	11.743,34 €
	11.430,10 €

In Milioni di €

Fonte dati: Bloomberg



Average EV last 6 months of 2020	11.430,10 €
Expected FCFO al 31/12/2020	306,38 €
WACC al 31/12/2020	6,75%
$\text{Implied Growth Rate} = \frac{(EV_t \times WACC) - FCFO_t}{EV_t}$	
Implied Growth Rate	4,07%

Come si può osservare dai risultati riportati, la variazione complessiva del tasso “g” implicito nei quattro diversi scenari è di soli circa 7 centesimi di punto percentuale. Il motivo deriva dal fatto che il titolo Campari (Bloomberg CPR.IM) negli ultimi 6 mesi dell’anno 2020 non ha subito particolari oscillazioni mantenendo il valore dell’impresa pressoché stabile attorno alla medesima cifra.

4.4 TELECOM ITALIA S.p.A.

La terza società del campione d’analisi è Telecom Italia S.p.A., capogruppo del Gruppo TIM. Quest’ultimo ha importanza rilevante sia in Italia e sia a livello internazionale. Infatti risulta essere uno dei sette gruppi economici più grandi del nostro Paese in termini di fatturato e, contemporaneamente, tra i primi 500 al mondo. Telecom Italia S.p.A. (conosciuta anche come TIM S.p.A. dopo le recenti modifiche alla denominazione del marchio) è un’azienda di origine italiana che opera nel settore delle telecomunicazioni, fondata agli inizi degli anni ’90 ma le cui primissime origini risalgono già dal governo Mussolini. Essa è diventata una società quotata presso il Mercato Telematico Azionario (MTA) di Borsa Italiana nell’agosto del 2003 in seguito alla fusione per incorporazione in Olivetti S.p.A., la quale ha contestualmente assunto pure la sua denominazione sociale. Inoltre, anche il titolo Telecom Italia (Bloomberg TIT IM) risulta essere una delle 18 aziende che hanno fatto ininterrottamente parte del FTSE MIB dal 2009 al giorno d’oggi.

Passando all'analisi tecnica, il primo studio effettuato è stata la stima del tasso di crescita atteso di lungo periodo secondo l'approccio esogeno. Il procedimento è stato il medesimo visto precedentemente. Si osservino le seguenti [Figura 34](#) e [Figura 35](#) dove vengono illustrati i vari risultati ottenuti.

Figura 34: Terminal growth rate dei report finanziari su Telecom Italia S.p.A.

Analysts Report	Publication Date	Growth Rate
JP Morgan	24/11/2020	0,50%
JP Morgan	05/08/2020	0,50%
JP Morgan	10/03/2020	0,50%
BARCLAYS	01/09/2020	1,30%
BARCLAYS	11/06/2020	1,30%
		0,82%

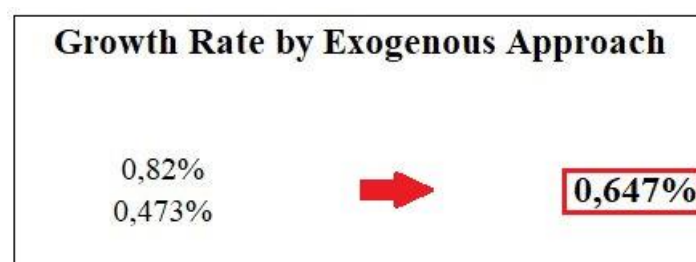
Figura 35: Terminal growth rate dei report finanziari relativi alle società rivali di Telecom Italia S.p.A.

Comparables	Analysts Report	Publication Date	Growth Rate
OTE S.A.	JP Morgan	12/11/2020	0,00%
	JP Morgan	06/08/2020	0,00%
	JP Morgan	08/07/2020	0,00%
	BARCLAYS	12/11/2020	1,50%
	BARCLAYS	25/02/2020	1,50%
			0,60%
Swisscom	JP Morgan	29/10/2020	0,50%
	JP Morgan	18/06/2020	0,50%
	JP Morgan	06/02/2020	0,50%
	BARCLAYS	30/10/2020	1,50%
	BARCLAYS	06/02/2020	1,50%
			0,90%
Telia S.p.A.	JP Morgan	26/01/2021	-0,50%
	JP Morgan	17/07/2020	-0,50%
	JP Morgan	22/04/2020	-0,50%
	BARCLAYS	20/01/2021	0,00%
	BARCLAYS	29/01/2020	0,00%
			-0,30%

Proximus PLC	JP Morgan	30/10/2020	1,00%
	BARCLAYS	30/10/2020	0,50%
	BARCLAYS	21/02/2020	0,50%
			0,67%
Orange S.A.	JP Morgan	15/01/2021	1,00%
	JP Morgan	30/04/2020	1,00%
	JP Morgan	13/02/2020	1,00%
	BARCLAYS	29/10/2020	-0,25%
	BARCLAYS	04/12/2019	-0,25%
		0,50%	

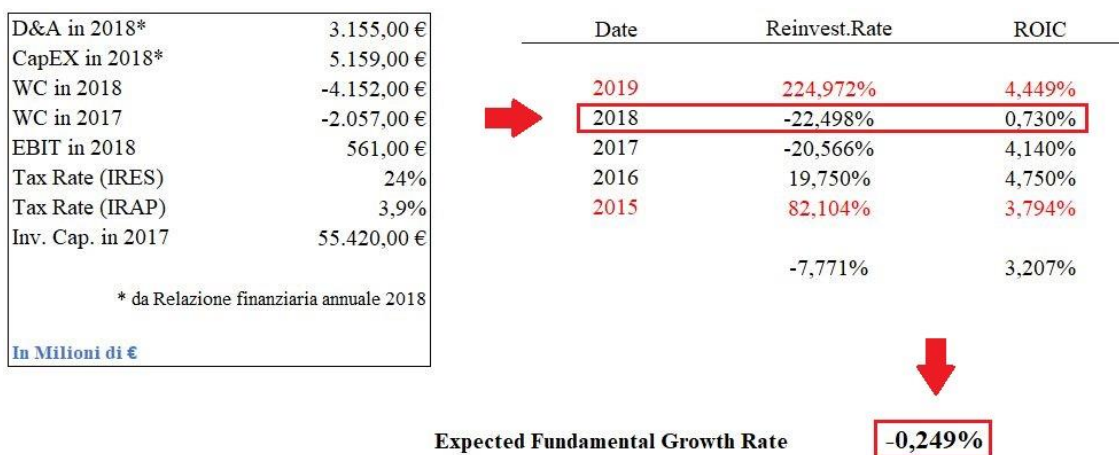
Nella prima figura riportata, i dati si riferiscono direttamente alla società Telecom Italia S.p.A., mentre la seconda riporta i dati relativi alle società rivali. In particolare, la colonna di sinistra contiene il nome delle società *comparables* analizzate, le due colonne centrali contengono i nomi delle banche di investimento che hanno eseguito lo studio e la relativa data di pubblicazione del report. Sulla colonna di destra invece, sono evidenziati i tassi di crescita utilizzati all'interno di essi e le medie per ogni società all'interno del riquadro di colore rosso. L'unica particolarità da evidenziare è che dal momento in cui in alcuni report finanziari delle società rivali venivano riportati due differenti *terminal growth rate* all'interno dello stesso report, per coerenza, si è deciso di eseguire un'ulteriore media aritmetica tra i due e riportare un unico dato all'interno della tabella. In particolare, si tratta di alcuni report relativi a Swisscom, Telia S.p.A. e Orange S.p.A. . Come si può notare nella successiva [Figura 36](#), la media aritmetica complessiva fornisce un valore del tasso di crescita di lungo periodo stimato attraverso l'approccio esogeno pari a circa 0,647%.

Figura 36: Risultati della stima attraverso l'approccio esogeno per Telecom Italia S.p.A.



La seconda parte di analisi riguarda la stima del tasso di crescita atteso di lungo periodo attraverso l'approccio endogeno a partire dalle caratteristiche intrinseche di Telecom Italia S.p.A. .

Figura 37: Stima del tasso di crescita di lungo periodo secondo l'approccio endogeno per Telecom Italia S.p.A.



Il riquadro a sinistra rappresenta un esempio dei dati che sono stati utilizzati per calcolare il tasso di reinvestimento e il ROIC in un determinato periodo. Gli importi relativi alle voci “CapEX” e “D&A” sono stati ricavati direttamente dalla Relazione Finanziaria Annuale consultabile presso il sito internet istituzionale della società in questione. Il motivo deriva dal fatto che tali informazioni non erano disponibili presso il *Bloomberg Terminal*. Lo stesso procedimento è stato utilizzato per tutti gli anni dell'orizzonte temporale di riferimento. Successivamente, è stata calcolata una media aritmetica per ogni componente per cercare di standardizzare i valori, ed è stato calcolato il tasso di crescita atteso di lungo periodo. Tuttavia, si è deciso di non considerare all'interno di tale media i risultati ottenuti per quanto riguarda gli anni 2015 e 2019 (evidenziati con il colore rosso sulla prima e ultima riga della tabella di destra) perché, di fatto, rappresentano due anni anomali rispetto ai trend di TIM che andrebbero ad alterare notevolmente le analisi. Il tasso “g” atteso di lungo periodo stimato è stato messo in evidenza all'interno del riquadro in colore rosso sul lato inferiore destro della figura e risulta essere negativo e pari a circa -0,249%. Anche in questo caso i valori sono stati messi a confronto con i dati medi di settore di Damodaran. Prima di effettuare il confronto, ovviamente, ci si è accertati che all'interno del campione di analisi scelto dall'esperto risultasse esserci

proprio la società Telecom Italia S.p.A. per quanto riguarda lo studio basato sull'Europa. Nella successiva [Figura 38](#) si possono osservare i dati appena descritti e verificare che esiste un certo allineamento tra i risultati ottenuti e i risultati degli studi di Damodaran.

Figura 38: Dati medi europei del settore "Telecom. Services" secondo Damodaran (Damodaran, 2019 - 2020)

Industry Averages				Expected Fundamental Growth Rate
Anno	Industry	ROIC	Reinv.Rate	
	Telecom. Services			
2019		9,01%	-29,43%	-2,65%
2020		10,13%	-44,98%	-4,56%

Fonte dati: Damodaran Website *2020 influenced by COVID-19

La terza ed ultima analisi svolta sulla società Telecom Italia S.p.A. riguarda la stima del tasso "g" implicito a partire dai valori di Borsa. Anche in questo caso quest'ultimo è stato stimato nei quattro differenti scenari descritti precedentemente. I risultati ottenuti sono illustrati all'interno delle seguenti [Figura 39](#), [Figura 40](#), [Figura 41](#) e [Figura 42](#).

Figura 39: Tasso "g" implicito al 31 Dicembre 2020 di Telecom Italia S.p.A.


Prezzo al 31/12/2020	0,3774 €
EV al 31/12/2020	38.950,92 €
Expected FCFO al 31/12/2020	7.120,23 €
WACC al 31/12/2020	4,16%
In Milioni di €	
Fonte dati: Bloomberg	
$\text{Implied Growth Rate} = \frac{(EV_t \times WACC) - FCFO_t}{EV_t}$	
Implied Growth Rate	-14,12%

Figura 40: Tasso “g” implicito di Telecom Italia S.p.A. stimato nel secondo scenario

Date	EV
01/12/2020	37.947,95 €
02/12/2020	37.787,34 €
03/12/2020	37.744,77 €
04/12/2020	37.956,27 €
07/12/2020	37.951,47 €
08/12/2020	37.921,25 €
09/12/2020	38.061,11 €
10/12/2020	38.083,54 €
11/12/2020	37.739,37 €
14/12/2020	37.809,56 €
15/12/2020	37.850,11 €
16/12/2020	37.936,10 €
17/12/2020	37.666,25 €
18/12/2020	37.786,19 €
21/12/2020	37.519,68 €
22/12/2020	37.693,90 €
23/12/2020	37.822,08 €
24/12/2020	37.822,08 €
25/12/2020	37.822,08 €
28/12/2020	37.889,43 €
29/12/2020	37.871,26 €
30/12/2020	37.770,92 €
31/12/2020	37.770,92 €
	37.835,81 €

In Milioni di €

Fonte dati: Bloomberg



Average EV December 2020	37.835,81 €
Expected FCFO al 31/12/2020	7.120,23 €
WACC al 31/12/2020	4,16%
$\text{Implied Growth Rate} = \frac{(EV_t \times WACC) - FCFO_t}{EV_t}$	
Implied Growth Rate	-14,65%


Dopo l’analisi sui dati giornalieri, si prosegue con l’analisi sui dati mensili dell’EV.

Figura 41: Tasso “g” implicito di Telecom Italia S.p.A. stimato nel terzo scenario

Date	EV
30/10/2020	35.743,67 €
30/11/2020	37.963,05 €
31/12/2020	37.770,92 €
	37.159,21 €

In Milioni di €

Fonte dati: Bloomberg




Average EV last 3 months of 2020	37.159,21 €
Expected FCFO al 31/12/2020	7.120,23 €
WACC al 31/12/2020	4,16%
$\text{Implied Growth Rate} = \frac{(EV_t \times WACC) - FCFO_t}{EV_t}$	
Implied Growth Rate	-14,997%

Figura 42: Tasso “g” implicito di Telecom Italia S.p.A. stimato nel quarto scenario

Date	EV
31/07/2020	35.745,44 €
31/08/2020	36.970,81 €
30/09/2020	36.708,85 €
30/10/2020	35.743,67 €
30/11/2020	37.963,05 €
31/12/2020	37.770,92 €
	36.817,12 €

In Milioni di €

Fonte dati: Bloomberg



Average EV last 6 months of 2020	36.817,12 €
Expected FCFO al 31/12/2020	7.120,23 €
WACC al 31/12/2020	4,16%
$\text{Implied Growth Rate} = \frac{(EV_t \times WACC) - FCFO_t}{EV_t}$	
Implied Growth Rate	-15,17%

Come si può constatare dalle tabelle riportate, il tasso “g” implicito – a parità delle altre condizioni – varia al variare dell’*enterprise value* della società analizzata. Ciò conferma quanto detto precedentemente e cioè che esso è molto sensibile all’andamento del mercato poiché un’oscillazione del prezzo dell’azione o un mutamento del numero delle azioni in circolazione hanno un impatto diretto sul suo valore. La variazione tra uno scenario e l’altro è al massimo circa dell’1%. Tuttavia si tenga in considerazione che, trattandosi del tasso di crescita di lungo periodo, se lo si implementa in una valutazione, anche una sua leggera variazione può far cambiare significativamente il *Terminal Value* e, di conseguenza, la stima del valore dell’impresa.

4.5 TENARIS S.A.

Tenaris S.A. è uno dei principali produttori di tubi e servizi correlati per l’industria energetica mondiale (in particolare per l’esplorazione e la produzione di petrolio e gas) con più di 7 miliardi di dollari di fatturato e più di 23 mila dipendenti in tutto il mondo. Si tratta della capogruppo del gruppo Techint, fondata nei primi anni 2000 in Lussemburgo. Tuttavia le sue origini sono più antiche perché il gruppo Techint (abbreviazione di *Compagnia Tecnica Internazionale*) fu costituito già nel 1945 in Argentina da un imprenditore italiano chiamato Agostino Rocca, emigrato proprio in America Latina dopo la Seconda Guerra Mondiale. Nel 2002 diventa una società quotata

non solo presso la Borsa Italiana di Milano, ma anche presso la Borsa di New York (NYSE) e di Buenos Aires perché, pur avendo sede legale in Lussemburgo, il suo raggio di attività spaziava dall’America fino all’Italia, al Giappone e al Venezuela. Inoltre anche Tenaris S.A., come Davide Campari – Milano N.V. e Telecom Italia S.p.A., risulta essere una delle 18 aziende che hanno fatto ininterrottamente parte del FTSE MIB dal 2009 al giorno d’oggi. Passando all’analisi tecnica, il primo studio effettuato è stata la stima del tasso di crescita atteso di lungo periodo secondo l’approccio esogeno. Il procedimento è stato il medesimo visto precedentemente. Si osservino le seguenti Figura 43 e Figura 44 dove vengono illustrati i vari risultati ottenuti.

Figura 43: Terminal growth rate dei report finanziari su Tenaris S.A.

Analysts Report	Publication Date	Growth Rate
BARCLAYS	04/11/2020	3,00%
BARCLAYS	08/07/2020	3,00%
BARCLAYS	19/02/2020	3,00%
		3,00%

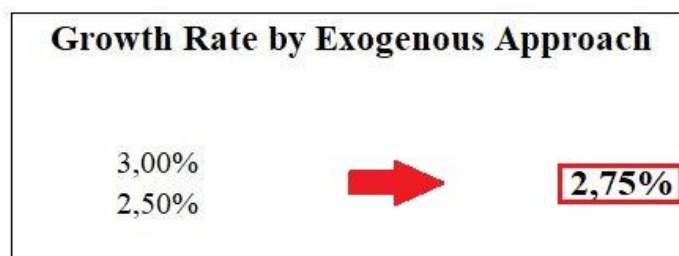
Figura 44: Terminal growth rate dei report finanziari relativi alle società rivali di Tenaris S.A.

Comparables	Analysts Report	Publication Date	Growth Rate
Ternium S.A.	JP Morgan	06/11/2020	2,00%
	JP Morgan	17/08/2020	2,00%
	JP Morgan	18/12/2019	2,00%
			2,00%
Vallourec	BARCLAYS	20/11/2020	3,00%
	BARCLAYS	19/07/2020	3,00%
	BARCLAYS	19/02/2020	3,00%
			3,00%

Nella prima figura riportata, i dati si riferiscono direttamente alla società Tenaris S.A., mentre la seconda riporta i dati relativi alle società rivali. In particolare, la colonna di sinistra contiene il nome delle società *comparables* analizzate, le due colonne centrali

contengono i nomi delle banche di investimento che hanno eseguito lo studio e la relativa data di pubblicazione del report. Purtroppo non è stato possibile includere nello studio più di due società rivali perché non erano disponibili ulteriori informazioni a riguardo presso il *Bloomberg Terminal*. Sulla colonna di destra invece, sono evidenziati i tassi di crescita utilizzati all'interno di essi e le medie per ogni società all'interno del riquadro di colore rosso. Come si può notare nella successiva Figura 45, la media aritmetica complessiva fornisce un valore del tasso di crescita di lungo periodo stimato attraverso l'approccio esogeno pari a circa 2,75%.

Figura 45: Risultati della stima attraverso l'approccio esogeno per Tenaris S.A.



La seconda parte di analisi riguarda la stima del tasso di crescita atteso di lungo periodo attraverso l'approccio endogeno a partire dalle caratteristiche intrinseche di Tenaris S.A.

Figura 46: Stima del tasso di crescita di lungo periodo secondo l'approccio endogeno per Tenaris S.A.

D&A in 2019	539,52 €	Date	Reinvest.Rate	ROIC
CapEX in 2019	350,17 €	→ 2019	-7,502%	4,666%
WC in 2019	3.890,15 €	2018	19,201%	4,848%
WC in 2018	3.745,83 €	2017	9,290%	1,885%
EBIT in 2019	832,39 €	2016	1590,750%	-0,315%
Tax Rate (IRES)	24%	2015	-319,527%	0,821%
Tax Rate (IRAP)	3,9%		6,996%	3,800%
Inv. Cap. in 2018	12.861,18 €			
In Milioni di €				
		Expected Fundamental Growth Rate		0,266%

Il riquadro a sinistra rappresenta un esempio dei dati che sono stati utilizzati per calcolare il tasso di reinvestimento e il ROIC in un determinato periodo. Lo stesso procedimento è

stato utilizzato per tutti gli anni dell'orizzonte temporale di riferimento. Successivamente, è stata calcolata una media aritmetica per ogni componente per cercare di standardizzare i valori, ed è stato calcolato il tasso di crescita atteso di lungo periodo. Tuttavia, si è deciso di non considerare all'interno di tale media i risultati ottenuti per quanto riguarda gli anni 2015 e 2016 (evidenziati con il colore rosso sulla prima riga della tabella di destra) perché, di fatto, rappresentano due anni anomali rispetto ai trend di Tenaris che andrebbero ad alterare notevolmente le analisi. Il tasso “g” atteso di lungo periodo stimato a partire dalle caratteristiche intrinseche dell'azienda è stato messo in evidenza all'interno del riquadro in colore rosso sul lato inferiore destro della figura e risulta essere pari a circa 0,266%. Anche in questo caso i valori sono stati messi a confronto con i dati medi di settore ricavati dagli studi dell'esperto Aswath Damodaran e messi a disposizione pubblicamente sul suo sito internet “*Damodaran Online Website*” alla sezione “*Archived Data*”. Prima di effettuare il confronto, ovviamente, ci si è accertati che all'interno del campione di analisi scelto dall'esperto risultasse esserci proprio la società Tenaris S.A. per quanto riguarda lo studio basato sull'Europa. Nella successiva Figura 47 si possono osservare i dati appena descritti e verificare che esiste un certo allineamento tra i risultati ottenuti e i risultati degli studi di Damodaran, il che rende l'analisi concreta e veritiera.

Figura 47: Dati medi europei del settore “Oilfield services / equipment” secondo Damodaran (Damodaran, 2019 - 2020)

Industry Averages				Expected Fundamental Growth Rate
Anno	Industry Oilfield Svcs/Equip.	ROIC	Reinv.Rate	
2019		9,64%	4,42%	0,43%
2020		4,05%	-1,27%	-0,05%

Fonte dati: [Damodaran Website](#) *2020 influenced by COVID-19

La terza ed ultima analisi svolta sulla società Tenaris S.A. riguarda la stima del tasso “g” implicito a partire dai valori di Borsa. Anche in questo caso quest'ultimo è stato stimato nei quattro differenti scenari descritti precedentemente. I risultati ottenuti sono illustrati all'interno delle seguenti Figura 48, Figura 49, Figura 50 e Figura 51.

Figura 48: Tasso “g” implicito al 31 Dicembre 2020 di Tenaris S.A.

Prezzo al 31/12/2020	6,6240 €
EV al 31/12/2020	7.345,25 €
Expected FCFO al 31/12/2020	1.272,86 €
WACC al 31/12/2020	8,16%
In Milioni di €	
Fonte dati: Bloomberg	
$\text{Implied Growth Rate} = \frac{(EV_t \times WACC) - FCFO_t}{EV_t}$	
Implied Growth Rate	-9,17%

Figura 49: Tasso “g” implicito di Tenaris S.A. stimato nel secondo scenario

Date	EV
01/12/2020	7.376,41 €
02/12/2020	7.414,19 €
03/12/2020	7.461,41 €
04/12/2020	7.782,51 €
07/12/2020	7.633,76 €
08/12/2020	7.645,57 €
09/12/2020	7.650,29 €
10/12/2020	7.773,07 €
11/12/2020	7.629,04 €
14/12/2020	7.525,16 €
15/12/2020	7.621,96 €
16/12/2020	7.581,82 €
17/12/2020	7.659,74 €
18/12/2020	7.541,68 €
21/12/2020	7.333,91 €
22/12/2020	7.312,66 €
23/12/2020	7.527,52 €
24/12/2020	7.527,52 €
25/12/2020	7.527,52 €
28/12/2020	7.470,85 €
29/12/2020	7.364,60 €
30/12/2020	7.421,27 €
31/12/2020	7.421,27 €
	7.530,60 €

Average EV December 2020	7.530,60 €
Expected FCFO al 31/12/2020	1.272,86 €
WACC al 31/12/2020	8,16%
$\text{Implied Growth Rate} = \frac{(EV_t \times WACC) - FCFO_t}{EV_t}$	
Implied Growth Rate	-8,74%

In Milioni di €
Fonte dati: Bloomberg

Dopo l'analisi sui dati giornalieri, si prosegue con l'analisi sui dati mensili dell'EV.

Figura 50: Tasso "g" implicito di Tenaris S.A. stimato nel terzo scenario

Date	EV
30/10/2020	4.408,54 €
30/11/2020	7.258,35 €
31/12/2020	7.421,27 €
	6.362,72 €

In Milioni di €
Fonte dati: Bloomberg

→

Average EV last 3 months of 2020	6.362,72 €
Expected FCFO al 31/12/2020	1.272,86 €
WACC al 31/12/2020	8,16%
$\text{Implied Growth Rate} = \frac{(EV_t \times WACC) - FCFO_t}{EV_t}$	
Implied Growth Rate	-11,84%

Figura 51: Tasso "g" implicito di Tenaris S.A. stimato nel quarto scenario

Date	EV
31/07/2020	5.641,07 €
31/08/2020	5.626,91 €
30/09/2020	4.631,66 €
30/10/2020	4.408,54 €
30/11/2020	7.258,35 €
31/12/2020	7.421,27 €
	5.831,30 €

In Milioni di €
Fonte dati: Bloomberg

→

Average EV last 6 months of 2020	5.831,30 €
Expected FCFO al 31/12/2020	1.272,86 €
WACC al 31/12/2020	8,16%
$\text{Implied Growth Rate} = \frac{(EV_t \times WACC) - FCFO_t}{EV_t}$	
Implied Growth Rate	-13,67%

Come si può constatare dalle tabelle riportate, il tasso "g" implicito – a parità delle altre condizioni – varia al variare dell'enterprise value della società analizzata. Ciò conferma quanto detto precedentemente e cioè che esso è molto sensibile all'andamento del mercato poiché un'oscillazione del prezzo dell'azione o un mutamento del numero delle azioni in circolazione hanno un impatto diretto sul suo valore. In particolare, l'enterprise value di Tenaris S.A. è cambiato significativamente tra il mese di Agosto e il mese di Novembre dell'anno 2020 e ciò spiega la sostanziale variazione del tasso "g" implicito nelle analisi. Infatti, quest'ultima, tra uno scenario e l'altro, raggiunge quasi 5 punti percentuali e crea non poche difficoltà nella sua interpretazione.

4.6 TECHNOGYM S.P.A.

L'ultima società del campione d'analisi sulla quale sono stati effettuati gli studi del tasso di crescita di lungo periodo è Technogym S.p.A. . Essa è stata fondata a Cesena attorno al 1980 da Nerio Alessandri e il fratello Pierluigi, ed è un'azienda leader mondiale nella produzione di attrezzi sportivi sia per palestre e centri fitness, e sia per il tempo libero. È famosa per aver introdotto per la prima volta nella storia il concetto di "Wellness" nel corso degli anni '90, e cioè la rappresentazione dell'attività fisica come fonte di benessere indispensabile per la salute fisica e mentale dell'individuo. La sua rapida ascesa è iniziata nell'anno 2000 quando è stata scelta come fornitore ufficiale per la preparazione atletica alle Olimpiadi di Sydney. Da lì in poi ha continuato ad espandersi modernizzando le proprie attrezzature con l'ausilio dell'innovazione tecnologica del momento fino a diventare una società quotata presso il Mercato Telematico Azionario (MTA) di Borsa Italiana nel 2016. Come è stato anticipato nel paragrafo introduttivo del capitolo, Technogym non rientra all'interno dell'indice FTSE MIB al momento, ma fa parte dell'indice FTSE Italia Mid Cap, cioè quello composto dalle prime sessanta società per capitalizzazione di mercato che non appartengano al primo. Dal momento in cui il FTSE MIB è composto da 40 società, si può affermare che Technogym risulta essere una delle 100 aziende più grandi e importanti d'Italia. Passando all'analisi tecnica, il primo studio effettuato è stata la stima del tasso di crescita atteso di lungo periodo secondo l'approccio esogeno. Il procedimento è stato il medesimo visto precedentemente. Si osservino le seguenti [Figura 52](#) e [Figura 53](#) dove vengono illustrati i vari risultati ottenuti.

Figura 52: Terminal growth rate dei report finanziari su Technogym S.p.A.

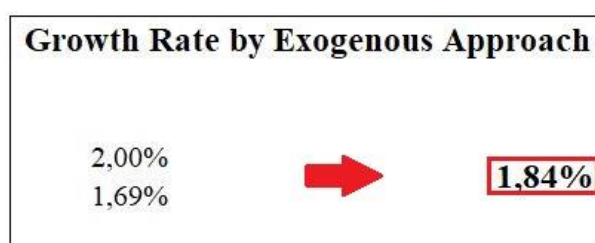
Analysts Report	Publication Date	Growth Rate
JP Morgan	29/10/2020	2,00%
JP Morgan	13/05/2020	2,00%
JP Morgan	17/03/2020	2,00%
JP Morgan	17/10/2019	2,00%
JP Morgan	11/03/2019	2,00%
		2,00%

Figura 53: Terminal growth rate dei report finanziari relativi alle società rivali di Technogym S.p.A.

Comparables	Analysts Report	Publication Date	Growth Rate
Peloton Inc.	NEEDHAM	02/12/2020	2,00%
	NEEDHAM	16/09/2020	2,00%
	NEEDHAM	22/05/2020	2,00%
	NEEDHAM	25/02/2020	2,00%
	NEEDHAM	05/11/2019	2,00%
			2,00%
AMER Sports	JP Morgan	25/10/2018	2,50%
			2,50%
ANTA Sports	JP Morgan	14/01/2021	3,00%
	JP Morgan	23/12/2020	2,00%
	JP Morgan	21/05/2020	2,00%
	JP Morgan	14/01/2020	2,00%
			2,25%

Nella prima figura riportata, i dati si riferiscono direttamente alla società Technogym S.p.A., mentre la seconda riporta i dati relativi alle società rivali. In particolare, la colonna di sinistra contiene il nome delle società *comparables* analizzate, le due colonne centrali contengono i nomi delle banche di investimento che hanno eseguito lo studio e la relativa data di pubblicazione del report. Sulla colonna di destra invece, sono evidenziati i tassi di crescita utilizzati all'interno di essi e le medie per ogni società all'interno del riquadro di colore rosso. Come si può notare nella successiva [Figura 54](#), la media aritmetica complessiva fornisce un valore del tasso di crescita di lungo periodo stimato attraverso l'approccio esogeno pari a circa 1,84%.

Figura 54: Risultati della stima attraverso l'approccio esogeno per Technogym S.p.A.



La seconda parte di analisi riguarda la stima del tasso di crescita atteso di lungo periodo attraverso l'approccio endogeno a partire dalle caratteristiche intrinseche di Technogym S.p.A. .

Figura 55: Stima del tasso di crescita di lungo periodo secondo l'approccio endogeno per Technogym S.p.A.



Il riquadro a sinistra rappresenta un esempio dei dati che sono stati utilizzati per calcolare il tasso di reinvestimento e il ROIC in un determinato periodo. Lo stesso procedimento è stato utilizzato per tutti gli anni dell'orizzonte temporale di riferimento. Successivamente, è stata calcolata una media aritmetica per ogni componente per cercare di standardizzare i valori, ed è stato calcolato il tasso di crescita atteso di lungo periodo. Tuttavia, si è deciso di non considerare all'interno di tale media i risultati ottenuti per quanto riguarda l'anno 2015 (evidenziati con il colore rosso sulla prima riga della tabella di destra) perché, di fatto, rappresentano un anno anomalo rispetto ai trend di Technogym che andrebbe ad alterare notevolmente le analisi. Il tasso "g" atteso di lungo periodo stimato a partire dalle caratteristiche intrinseche dell'azienda è stato messo in evidenza all'interno del riquadro in colore rosso sul lato inferiore destro della figura e risulta essere pari a circa 7,166%. Per concludere questa seconda parte di analisi, tali valori sono stati messi a confronto con i dati medi di settore ricavati dagli studi dell'esperto Aswath Damodaran e messi a disposizione pubblicamente sul suo sito internet "*Damodaran Online Website*" alla sezione "*Archived Data*". Prima di effettuare il confronto, ovviamente, ci si è accertati che all'interno del campione di analisi scelto dall'esperto risultasse esserci proprio la società Technogym S.p.A. per quanto riguarda lo studio basato sull'Europa. Nella successiva [Figura 56](#) si possono osservare i dati appena descritti e verificare che esiste un

certo allineamento tra i risultati ottenuti e i risultati degli studi di Damodaran, il che rende l'analisi concreta e veritiera.

Figura 56: Dati medi europei del settore "Recreation" secondo Damodaran

Industry Averages				Expected Fundamental Growth Rate
Anno	Industry	ROIC	Reinv.Rate	
	Recreation			
2019		9,75%	40,86%	3,98%
2020		7,50%	-10,08%	-0,76%

Fonte dati: Damodaran Website *2020 influenced by COVID-19

La terza ed ultima analisi svolta sulla società Technogym S.p.A. riguarda la stima del tasso "g" implicito a partire dai valori di Borsa. Anche in questo caso quest'ultimo è stato stimato nei quattro differenti scenari descritti precedentemente. I risultati ottenuti sono illustrati all'interno delle seguenti [Figura 57](#), [Figura 58](#), [Figura 59](#) e [Figura 60](#).

Figura 57: Tasso "g" implicito al 31 Dicembre 2020 di Technogym S.p.A.

Prezzo al 31/12/2020	9,24 €
EV al 31/12/2020	1.858,68 €
Expected FCFO al 31/12/2020	67,88 €
WACC al 31/12/2020	9,15%
In Milioni di €	
Fonte dati: Bloomberg - Morningstar - Investing.com	
$\text{Implied Growth Rate} = \frac{(EV_t \times WACC) - FCFO_t}{EV_t}$	
Implied Growth Rate	5,50%

Figura 58: Tasso “g” implicito di Technogym S.p.A. stimato nel secondo scenario

Date	EV
01/12/2020	1.835,26 €
02/12/2020	1.834,25 €
03/12/2020	1.853,38 €
04/12/2020	1.864,45 €
07/12/2020	1.858,41 €
08/12/2020	1.851,37 €
09/12/2020	1.846,33 €
10/12/2020	1.860,43 €
11/12/2020	1.811,10 €
14/12/2020	1.841,30 €
15/12/2020	1.826,20 €
16/12/2020	1.853,38 €
17/12/2020	1.844,32 €
18/12/2020	1.848,35 €
21/12/2020	1.840,29 €
22/12/2020	1.802,04 €
23/12/2020	1.800,03 €
24/12/2020	1.800,03 €
25/12/2020	1.800,03 €
28/12/2020	1.858,41 €
29/12/2020	1.867,47 €
30/12/2020	1.848,35 €
31/12/2020	1.848,35 €
	1.838,85 €

In Milioni di €

Fonte dati: Bloomberg

➔

Average EV December 2020	1.838,85 €
Expected FCFO al 31/12/2020	67,88 €
WACC al 31/12/2020	9,15%
$\text{Implied Growth Rate} = \frac{(EV_t \times WACC) - FCFO_t}{EV_t}$	
Implied Growth Rate	5,46%

Dopo l’analisi sui dati giornalieri, si prosegue con l’analisi sui dati mensili dell’EV.

Figura 59: Tasso “g” implicito di Technogym S.p.A. stimato nel terzo scenario

Date	EV
30/10/2020	1.272,55 €
30/11/2020	1.799,02 €
31/12/2020	1.848,35 €
	1.639,97 €

In Milioni di €

Fonte dati: Bloomberg

Average EV last 3 months of 2020	1.639,97 €
Expected FCFO al 31/12/2020	67,88 €
WACC al 31/12/2020	9,15%
$\text{Implied Growth Rate} = \frac{(EV_t \times WACC) - FCFO_t}{EV_t}$	
Implied Growth Rate	5,01%

Figura 60: Tasso “g” implicito di Technogym S.p.A. stimato nel quarto scenario

Date	EV
31/07/2020	1.433,61 €
31/08/2020	1.505,08 €
30/09/2020	1.459,79 €
30/10/2020	1.272,55 €
30/11/2020	1.799,02 €
31/12/2020	1.848,35 €
	1.553,07 €

In Milioni di €

Fonte dati: Bloomberg

Average EV last 6 months of 2020	1.553,07 €
Expected FCFO al 31/12/2020	67,88 €
WACC al 31/12/2020	9,15%
$\text{Implied Growth Rate} = \frac{(EV_t \times WACC) - FCFO_t}{EV_t}$	
Implied Growth Rate	4,78%

Anche in quest’ultimo caso si può notare che il tasso “g” implicito – a parità delle altre condizioni – varia al variare dell’*enterprise value*. L’unico dato da mettere in evidenza è l’importo dell’EV a fine Ottobre 2020 pari a 1,27 miliardi di euro. Esso è diminuito notevolmente rispetto ai mesi precedenti per poi rimbalzare nel corso dei mesi successivi. Tuttavia, oltre a questo non si sono registrati particolari cambiamenti infatti la variazione tra uno scenario e l’altro è complessivamente inferiore ad un punto percentuale.

4.7 I RISULTATI DELL’ANALISI E L’EVIDENZA EMPIRICA

Lo studio effettuato ha lo scopo di verificare se esiste, o meno, un allineamento tra le varie metodologie di stima del tasso di crescita atteso di lungo periodo in una generica valutazione d’azienda con ottica interna. A livello strettamente teorico ci si aspetterebbe che esista un allineamento in un mondo ideale, cioè un mondo caratterizzato da mercati perfettamente stabili, maturi e ben informati. Tuttavia la realtà in cui viviamo al giorno d’oggi, nella maggior parte dei casi, è tutt’altro che quella descritta. Infatti, i risultati ottenuti dall’analisi, di fatto, confermano l’ipotesi dominante antecedente allo studio, e cioè che sarebbe stato molto più probabile verificare che esista un disallineamento tra le varie metodologie, soprattutto in questo particolare periodo storico colpito dalla pandemia di COVID-19. Per comprendere meglio quanto appena detto, si osservi la

seguito Figura 61 nella quale vengono riassunti i vari tassi di crescita attesi di lungo periodo stimati attraverso i diversi approcci messi in atto.

Figura 61: Risultati finali dell'analisi svolta

	Tasso di crescita APPROCCIO ESOGENO	Tasso di crescita APPROCCIO ENDOGENO	Tasso "g" implicito*
Moncler S.p.A.	2,524%	3,550%	6,090%
Davide Campari - Milano N.V.	2,933%	-0,391%	4,102%
Telecom Italia S.p.A.	0,647%	-0,249%	-14,735%
Tenaris S.A.	2,750%	0,266%	-10,856%
Technogym S.p.A.	1,844%	7,166%	5,189%

*Media aritmetica dei quattro scenari analizzati

Dal momento in cui sono stati stimati quattro differenti tassi di crescita impliciti per ognuna delle società del campione, si è deciso – per semplicità – di effettuare una media aritmetica dei quattro valori e riportarne uno unico sulla colonna di destra per ciascuna azienda, visto che le differenze tra di loro non erano poi così marcate. L'unico dato da prendere con cautela è quello relativo all'azienda Tenaris S.A. in quanto i risultati ottenuti dai rispettivi scenari si discostavano notevolmente l'uno dall'altro fino a toccare quasi, complessivamente, i 5 punti percentuali.

Come si può osservare dalla tabella riportata, i valori dimostrano un sostanziale disallineamento tra le diverse metodologie di stima. Solamente quelli relativi a Moncler S.p.A. e Technogym S.p.A. potrebbero far pensare – per un momento – che potrebbe esserci un certo allineamento sottostante. Tuttavia, pur essendo tutti in positivo, gli importi si discostano significativamente l'uno dall'altro, creando numerose difficoltà in sede di valutazione. Quale di questi sarà “il più corretto?”. Implementare un tasso di crescita atteso di lungo periodo all'interno della formula del *Terminal Value*, piuttosto

che un altro, può far variare significativamente i risultati del valore dell'impresa a parità delle altre condizioni. Si tratta di un tema molto importante e l'evidenza empirica conferma la sua rilevanza. I risultati ottenuti sono differenti tra di loro perché, allo stesso tempo, sono differenti le strade che si sono percorse per calcolarli. In particolare, l'approccio esogeno è il più semplice e rapido ma si basa su delle stime effettuate da terze persone esterne all'azienda. Inoltre, durante la prima fase di raccolta delle informazioni presso il *Bloomberg Terminal*, si è potuto constatare la veridicità delle parole di Aswath Damodaran in merito alle tipologie di valutazione svolte al giorno d'oggi, e cioè che l'80% di esse sono valutazioni relative svolte attraverso l'utilizzo dei multipli di mercato (soprattutto per le banche e società di servizi finanziari). Infatti non è stato semplice ricavare report finanziari con all'interno valutazioni svolte attraverso il DCF model perché quasi tutti quelli disponibili si basavano su una valutazione svolta attraverso i multipli. Questo spiega anche perché all'interno del campione d'analisi sono presenti quasi esclusivamente aziende manifatturiere. L'approccio endogeno invece, è molto più laborioso ma deriva dai fondamentali della società analizzata. Ciò nonostante, quest'ultimo è strettamente legato al passato dell'impresa ed è un aspetto da tenere fermamente in considerazione perché, in ottica di valutazione, si è interessati a cercare di capire cosa accadrà nel futuro, e non sempre "quello che accadrà" è strettamente legato a "quello che è successo" negli anni precedenti. In aggiunta a tutto ciò, bisogna sempre ricordare l'estrema volatilità del tasso "g" implicito: tanto più il mercato è instabile e tanto più il "g" implicito sarà disallineato rispetto agli altri, proprio per la sua natura. Si può ben capire che, in generale, il tasso di crescita è molto sensibile alle scelte in ambito di valutazione perché, allo stesso tempo, esiste una componente soggettiva molto rilevante. Infatti, ipotizzando di voler far valutare la stessa azienda a più analisti, quasi sicuramente essi forniranno tanti giudizi differenti sulla medesima a seconda del modo in cui decideranno di stimare il tasso di crescita. Quanto appena detto viene confermato dall'analisi empirica svolta, e cioè che a seconda dell'approccio di stima scelto, il tasso di crescita andrà a modificare i risultati finali.

Per concludere lo studio e l'elaborato, è importante fare una considerazione che, contemporaneamente, risulta essere un valido consiglio per tutti gli individui che fronteggiano una valutazione d'azienda. Quando si effettua una valutazione, si dovrebbe calcolare il tasso di crescita atteso di lungo periodo attraverso tutti e tre gli approcci descritti per poi studiarne a fondo gli andamenti e i motivi sottostanti a tali. Questo

permetterebbe di avere una visione complessiva a 360 gradi su di esso e, di conseguenza, permetterebbe di riuscire a cogliere tutte le sue dinamiche su fronti diversi. Ovviamente tutto ciò comporterebbe per gli analisti una maggior spesa in termini di tempo e risorse, motivo per cui, al giorno d'oggi, sono di gran lunga preferite le valutazioni relative svolte attraverso l'utilizzo dei multipli di mercato. Tuttavia, se come dice Aswath Damodaran: «*Valuation is not a science but it is a craft. There is no perfect way of doing things, there is only a better way of doing things*» (Damodaran, 2020), il fatto di stimare tre differenti tassi di crescita di lungo periodo per poi giungere ad uno unico da implementare all'interno del *Terminal Value* può sicuramente migliorare la qualità della valutazione intrinseca effettuata e, allo stesso tempo, la sua attendibilità e coerenza.

CONCLUSIONE

Aswath Damodaran, indubbiamente uno tra i più grandi esperti della materia, nei propri studi sostiene che la valutazione d'azienda deve essere un "perfetto mix tra storie e numeri". Nel corso di questo elaborato si è deciso di focalizzarsi su un aspetto molto specifico e centrale all'interno di questo tema, e cioè la rilevazione e l'interpretazione del tasso di crescita in una valutazione intrinseca. La crescita aziendale in senso lato è un concetto fondamentale in *Corporate Finance* ed è funzione di quante risorse la società decide di reinvestire e di quanto bene lo fa. In altre parole, se un'azienda reinveste parte del denaro guadagnato in nuove attività riuscendo ad ottenere un rendimento superiore rispetto al costo del capitale, essa in futuro crescerà. Ovviamente il tutto sotto l'ipotesi che tale crescita sia sostenibile nel tempo con conseguente creazione di valore. Si tratta di un dato oggettivo, in quanto funziona così per qualsiasi tipologia di società al mondo. Tuttavia, lo stesso non si può affermare per quanto riguarda il tasso di crescita. Quest'ultimo rappresenta la traduzione in termini quantitativi della crescita aziendale all'interno di una valutazione intrinseca, e si è visto nel corso dell'elaborato – specialmente nella parte finale relativa all'analisi empirica – che esso incorpora una componente di soggettività molto significativa. Il motivo deriva dal fatto che esistono varie metodologie per stimarlo e la decisione su quale strategia implementare in sede di valutazione è una scelta prettamente personale che spetta all'analista in base alle informazioni a disposizione, alle tempistiche, e a tutte le altre variabili analizzate durante la stesura della tesi. Inoltre tale scelta è condizionata anche dal fatto che, nonostante al giorno d'oggi sia presente una vasta e puntuale letteratura di riferimento, esistono moltissimi casi reali in cui essa non può essere applicata pari passo. Alcuni esempi emblematici sono le start-up, le società caratterizzate da business ciclico, quelle la cui maggior parte degli asset sono intangibili, o le società multi-business dove nasce il problema se convenga considerare l'azienda nel suo complesso o considerarla come "somma" dei vari singoli business. Tali casi sono stati affrontati nello specifico uno ad uno, mettendo in evidenza sia le difficoltà che normalmente gli analisti devono affrontare durante il processo di rilevazione del tasso di crescita per ognuna di queste tipologie di aziende, e sia quali potrebbero essere i perfetti accorgimenti da implementare per scavalcarle ed ottenere una stima solida e coerente. La parte finale dell'elaborato è,

invece, dedicata interamente all'analisi empirica dove l'obiettivo era verificare se esistesse un allineamento o un disallineamento tra le varie metodologie di stima del tasso "g" di lungo periodo. Essa è stata contestualizzata e svolta su società reali e conosciute in tutto il mondo, tra cui Moncler S.p.A. e Telecom Italia S.p.A., giusto per citarne un paio. Dopo aver scaricato presso il *Bloomberg Terminal* tutte le informazioni finanziarie necessarie per svolgere le analisi, sono stati stimati tre differenti tassi di crescita attesi di lungo periodo per ognuna delle società del campione e, infine, sono stati messi a confronto tra di loro. Le metodologie implementate sono state le stesse descritte all'interno dell'elaborato: la stima secondo l'approccio endogeno, la stima secondo l'approccio esogeno, e la stima del tasso "g" implicito. In fase preliminare l'ipotesi emergente era quella che, con molta probabilità, i risultati avrebbero dimostrato un notevole disallineamento, soprattutto in questi ultimi anni dove l'economia globale è stata influenzata anche dalla pandemia di COVID-19. Tale ipotesi è stata poi confermata. Infatti i risultati ottenuti ed illustrati all'interno dell'ultimo paragrafo dell'elaborato mettono in evidenza che non esiste alcun allineamento tra i valori dei singoli tassi di crescita attesi di lungo periodo calcolati, seppur stimati sulla base della medesima società. Infine, si è potuto verificare "sulla nostra pelle" la veridicità delle parole di Aswath Damodaran in merito al fatto che, al giorno d'oggi, più dell'80% delle valutazioni aziendali sono svolte attraverso l'utilizzo dei multipli di mercato. Le società del campione d'analisi sono state scelte sulla base della disponibilità di report finanziari presso il *Bloomberg Terminal* al cui interno era presente una valutazione svolta attraverso il DCF model per poter stimare il tasso di crescita atteso di lungo periodo secondo l'approccio esogeno. Questo perché l'approccio di stima endogeno e il "g" implicito, al contrario, sono facilmente calcolabili per qualsiasi tipologia di società quotata avendo a disposizione i vari bilanci d'esercizio e i vari dati di Borsa. Non è stato possibile inserire nel campione più aziende rispetto alle cinque considerate perché, dopo aver setacciato l'intero *Bloomberg Terminal*, solo ed esclusivamente quest'ultime disponevano di alcuni report finanziari al cui interno era presente una valutazione svolta attraverso il DCF model. Tutti gli altri contenevano valutazioni relative, non utilizzabili per i nostri studi. Nonostante la valutazione intrinseca sia legata ai fondamentali dell'azienda analizzata, moltissimi analisti e banche d'investimento decidono di svolgere valutazioni attraverso l'utilizzo dei multipli di mercato perché ciò implica alleviare la componente di soggettività che – come si è visto – si manifesta in maniera evidente nelle valutazioni svolte attraverso il DCF model. Inoltre, questo secondo metodo è molto meno laborioso

e necessita di un grado di profondità delle informazioni di base molto più contenuto, andando a ridurre la dispendiosità di energie, soprattutto in termini di tempo. Tuttavia, è risaputo che la valutazione intrinseca risulta essere molto più corretta e precisa perché, appunto, è legata alle caratteristiche intrinseche della società analizzata e quindi ci sentiamo di consigliare tutti gli accorgimenti descritti dettagliatamente nel corso dell'elaborato per quanto riguarda la stima del tasso di crescita atteso di lungo periodo in modo da rendere le analisi ancora più solide, nonostante tutto ciò sia più laborioso e nonostante il futuro sia, purtroppo, ignoto a chiunque.

BIBLIOGRAFIA

- Baghai, M., Smit, S., & Viguerie, P. (2007, Maggio 1). The granularity of growth. *McKinsey Quarterly*, p. 41-52.
- Behr, A., Mielcarz, P., & Osiichuk, D. (2018). Terminal Value calculation in DCF valuation models: an empirical verification. *Financial Internet Quarterly "e-Finanse"*, p. 27-38.
- Bini, M. (2019, Luglio). Quali sono le sfide che la valutazione d'azienda è chiamata ad affrontare? . *La Valutazione delle Aziende*, p. 5-12.
- Bini, M., Brugger, G., Buttignon, F., Marcello, R., Massari, M., & Petrella, G. (2019, Dicembre). Tavola Rotonda: 10 aspetti controversi nella valutazione delle aziende. *La Valutazione delle Aziende*, p. 5-10.
- Damodaran, A. (1998). *Cost of Capital by Industry (Excel file)* Retrived from *Damodaran Online Website*:
http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New_Home_Page/home.htm.
- Damodaran, A. (2002). *Looking forward: Estimating growth*. Retrived from *Damodaran Online Website*:
http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New_Home_Page/home.htm.
- Damodaran, A. (2007). *Return on Capital (ROC), Return on Invested Capital (ROIC) and Return on Equity (ROE): Measurement and Implications*.
- Damodaran, A. (2008). *Growth and Value: Past growth, predicted growth and fundamental growth*. Retrived from *Damodaran Online Website*:
http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New_Home_Page/home.htm.
- Damodaran, A. (2009). *Damodaran on Valuation: Security Analysis for Investment and Corporate Finance* (II ed.). Wiley .
- Damodaran, A. (2009). *The Dark Side of Valuation: Valuing Young, Distressed, and Complex Businesses*. FT Press.

- Damodaran, A. (2009). *Ups and Downs: Valuing Cyclical and Commodity Companies*.
Retrieved from Damodaran Online Website:
http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New_Home_Page/home.htm.
- Damodaran, A. (2009). *Valuing Companies with intangible assets*. Retrieved from
Damodaran Online Website:
http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New_Home_Page/home.htm.
- Damodaran, A. (2009). *Valuing Young, Start-up and Growth Companies: Estimation
Issues and Valuation Challenges*. Retrieved from Damodaran Online Website:
http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New_Home_Page/home.htm.
- Damodaran, A. (2011). *The Little Book of Valuation: Growth Companies - Value
Drivers* (Retrieved from:
[http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New_Home_Page/littlebook/growthvalue
drivers.htm](http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New_Home_Page/littlebook/growthvalue
drivers.htm)).
- Damodaran, A. (2016). *Valuation: Lecture Note Packet 16. The Dark Side of Valuation
(PowerPoint slides)* Retrieved from:
<http://people.stern.nyu.edu/adamodar/podcasts/valfall16/valsession14.pdf>.
- Damodaran, A. (2019 - 2020). *Fundamental Growth Rate in Operating Income (EBIT)
by Industry (Excel file)*. Retrieved from Damodaran Online Website:
http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New_Home_Page/home.htm.
- Damodaran, A. (2019). *EPS Growth by Industry (Excel file)*. Retrieved from Damodaran
Online Website:
http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New_Home_Page/home.htm.
- Damodaran, A. (2019). *Valuation: Lecture Note Packet 1. First steps on Intrinsic Value
(PowerPoint slides)* Retrieved from:
<http://people.stern.nyu.edu/adamodar/podcasts/valspr19/session3slides.pdf>.
- Damodaran, A. (2019). *Valuation: Lecture Note Packet 10. Growth: It's all in the
fundamentals (PowerPoint slides)* Retrieved from:
<http://people.stern.nyu.edu/adamodar/podcasts/valspr19/session10slides.pdf>.

- Damodaran, A. (2019). *Valuation: Lecture Note Packet 5. From Discount Rates to Cash Flow (PowerPoint slides)* Retrived from:
<http://people.stern.nyu.edu/adamodar/podcasts/valspr19/session6slides.pdf>.
- Damodaran, A. (2019). *Valuation: Lecture Note Packet 8. Cash Flows: Taxes and Reinvestment (PowerPoint slides)* Retrived from:
<http://people.stern.nyu.edu/adamodar/podcasts/valspr19/session8slides.pdf>.
- Damodaran, A. (2020). *Introduction to Valuation class (YouTube Video)*. Retrived from:
https://www.youtube.com/watch?v=oi6M5KBWydg&list=PLUkh9m2BorqLJsEfiX7R9jtSXClFZhGvC&index=1&ab_channel=AswathDamodaran.
- Damodaran, A., & Roggi, O. (2016). *Elementi di finanza aziendale e risk management. La gestione d'impresa tra valore e rischio* (I ed.). Maggioli Editore.
- Davide Campari - Milano N.V. (2021). *Informazioni generali ricavate dal sito web istituzionale*: <https://www.camparigroup.com/it>.
- Fernandez, P. (2002). *Valuation Methods and Shareholder Value Creation* (I ed.). Academic Press.
- Fernandez, P. (2019). *Company Valuation Methods*. Madrid: IESE Business School, University of Navarra.
- Fernandez, P. (2019). *Discounted cash flow valuation methods: examples of perpetuities, constant growth and general case*. Madrid: IESE Business School, University of Navarra.
- Franceschi, L. F., & Comi, L. (2015). *Modelli finanziari per la valutazione d'azienda*. Milano: EDUCatt Università Cattolica.
- Goedhard, M., Koller, T., & Wessels, D. (2016). *Valuing High-Tech Companies*. McKinsey & Company.
- Jiang, B., & Koller, T. (2007, Settembre). How to choose between Growth and ROIC. *The McKinsey Quarterly*.
- Knaup, A. E., & Piazza, M. C. (2005, Maggio). Survival and longevity in the Business Employment Dynamics data. *Monthly Labor Review*, p. 50-56.

- Knaup, A. E., & Piazza, M. C. (2007, Settembre). Business Employment Dynamics Data: Survival and Longevity. *Monthly Labor Review*, p. 3-10.
- McKinsey & Company Inc, K. T., Goedhart, M., & Wessels, D. (2020). *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies* (VII ed.). John Wiley & Sons Inc.
- McKinsey & Company. (Ottobre 2020). *Europe's start-up ecosystem: Heating up, but still facing challenges*.
- Metrick, A., & Yasuda, A. (2006). *Venture Capital & the Finance of Innovation*. John Wiley & Sons.
- Moncler S.p.A. (2021). *Informazioni generali ricavate dal sito web istituzionale: <https://www.monclergroup.com/it/>*.
- Organismo Italiano di Valutazione. (2015). *PIV Principi Italiani di Valutazione 2015*. EGEA.
- Porter, M. E. (2004). *Competitive Strategy: Techniques for Analyzing Industries and Competitors*. Simon & Schuster Inc.
- Ross, S., Westerfield, R., Jaffe, J., & Jordan, B. (2015). *Corporate Finance*. McGraw-Hill Education .
- Technogym S.p.A. (2021). *Informazioni generali ricavate dal sito web istituzionale: <https://www.technogym.com/it/>*.
- Telecom Italia S.p.A. (2021). *Informazioni generali ricavate dal sito web istituzionale: <https://www.gruppotim.it/it.html>*.
- Tenaris S.A. . (2021). *Informazioni generali ricavate dal sito web istituzionale: <https://www.tenaris.com/en>*.
- Viguerie, P., Smit, S., & Baghai, M. (2008). *The Granularity of Growth: How to Identify the Sources of Growth and Drive Enduring Company Performance*. John Wiley & Sons Inc.

