



Università
Ca' Foscari
Venezia

Corso di Laurea Magistrale
in Amministrazione, Finanza e
controllo

Tesi di Laurea
Magistrale

I metodi di valutazione aziendale applicati al settore farmaceutico

Relatore

Prof.ssa Anastasia Giakoumelou

Laureando

Francesco Pagotto
Matricola 867488

Anno Accademico

2022 / 2023

INDICE

PREFAZIONE	5
CAPITOLO 1 - LA VALUTAZIONE AZIENDALE: ESPOSIZIONE DEI VARI METODI	6
1.1 INTRODUZIONE ALLA VALUTAZIONE	6
1.2 I METODI DI VALUTAZIONE AZIENDALE	10
1.3 CONSIDERAZIONI FRA METODO VALUTATIVO E FASE DEL CICLO AZIENDALE ..	12
1.4 I METODI PATRIMONIALI	15
1.5 IL METODI REDDITUALE	19
1.6 I METODI FINANZIARI	23
1.6.1 LA STIMA DEI TASSI DI SCONTO	26
1.6.2 LA STIMA DEI FLUSSI DI CASSA	28
1.6.3 LIMITI DEI METODI FINANZIARI.....	30
1.7 METODI MISTI PATRIMONIALI REDDITUALI.....	32
1.7.1 METODO DEL VALORE MEDIO	32
1.7.2 METODO DELLA STIMA AUTONOMA DELL'AVVIAMENTO.....	33
1.8 METODO DEI MULTIPLI.....	35
1.8.1 PREGI E CRITICITÀ RELATIVE AL METODO DEI MUTIPLI.....	38
CAPITOLO 2 - ANALISI E RIFLESSIONI SUL SETTORE FARMACEUTICO	41
2.1 CONSIDERSAZIONI GENERALI	41
2.2 PRODOTTO E CICLO DI VITA	44
2.3 IL BREVETTO E LA SUA IMPORTANZA	50
2.4 IMPLICAZIONI PARTICOLARITÀ DEL SETTORE SULLA VALUTAZIONE DELLE SOCIETÀ	53
2.5 IL SISTEMA DEI PREZZI (LATO OFFERTA E LATO DOMANDA)	58
2.6 IMPORTANZA NEL SETTORE DI INTEGRAZIONI ED ALLEANZE STRATEGICHE.....	61
2.7 APPROFONDIMENTO SUL SETTORE FARMACEUTICO ITALIANO	65
CAPITOLO 3 - ANALISI FINANZIARIA E VALUTUZIONE RELATIVA DI DUE SOCIETA' FARMACEUTICHE	73
3.1 INTRODUZIONE	73
3.2 ANGELINI INDUSTRIES – PANORAMICA DEL GRUPPO SOCIETARIO.....	74
3.3 ANALISI FINANZIARIA ANGELINI INDUSTRIES	81
3.4 RECORDATI – PANORAMICA DEL GRUPPO SOCIETARIO	89
3.5 ANALISI FINANZIARIA GRUPPO RECORDATI.....	94
3.6 VALUTAZIONE RELATIVA DI ANGELINI INDUSTRIES E RECORDATI.....	101
CONCLUSIONE	108

APPENDICE A – SCHEMI BILANCIO CONSOLIDATO ANGELINI INDUSTRIES	110
APPENDICE B – BILANCIO CONSOLIDATO RECORDATI S.P.A.	113
BIBLIOGRAFIA.....	116
SITOGRAFIA.....	118

PREFAZIONE

Il seguente elaborato risulta suddiviso in tre differenti capitoli ognuno dei quali approfondisce tematiche differenti con un unico filo conduttore, ovvero il tema della valutazione aziendale.

Il primo capitolo ci introduce nel mondo della valutazione attraverso alcuni paragrafi iniziali dedicati alla comprensione del concetto di valutazione e all'importanza che ricopre la seguente materia nel panorama economico odierno.

Successivamente verrà effettuata una panoramica dei principali metodi utilizzati per determinare il valore del capitale economico di una società. Ho cercato di soffermare la mia analisi, piuttosto che sulla semplice esposizione analitica dei vari metodi, principalmente sui punti di forza e di debolezza associati a ciascuno di essi, così da coglierne appieno i possibili utilizzi.

All'interno del secondo capitolo, invece, verrà effettuato un ampio approfondimento del settore farmaceutico, prima in generale e poi più in particolare sul settore italiano, per comprendere tutte le peculiarità tradizionali di questo settore e come quest'ultime impattino nel procedimento di valutazione di una società operante in quel settore. Attraverso la seguente analisi cercherò di indicare il miglior metodo valutativo applicabile a questa categoria di società.

Nell'ultimo capitolo, infine, verranno studiate due delle principali società farmaceutiche italiane, operanti a livello mondiale, ovvero Angelini Industries e Recordati, con l'obiettivo di poter applicare uno dei metodi valutati approfonditi, in base alle informazioni in nostro possesso. La possibilità di utilizzare il miglior metodo indicato nel secondo capitolo viene meno a causa della scarsa possibilità a reperire un numero sufficiente ed adeguato di dati e statistiche, di conseguenza ho optato per lo svolgimento di una valutazione di tipo relativo attraverso il metodo dei multipli di borsa.

CAPITOLO 1 - LA VALUTAZIONE AZIENDALE: ESPOSIZIONE DEI VARI METODI

1.1 INTRODUZIONE ALLA VALUTAZIONE

L'art. 55 del Codice civile definisce l'azienda come "il complesso dei beni organizzati dall'imprenditore per lo svolgimento dell'attività d'impresa". In base a questa definizione sembrerebbe banale e addirittura semplice determinare il valore che possiede una determinata azienda visto che viene banalmente considerata come un insieme di beni il cui valore sommato dovrebbe corrispondere con il capitale economico¹ di una determinata società.

Chiaramente il processo di valutazione non può essere considerato così agevole perché l'azienda innanzitutto non è formata solamente da beni materiali il cui valore è facilmente determinabile, ma anche da asset di natura intangibile che intersecandosi e coordinandosi con quelli di natura tangibile consentono lo svolgimento dell'attività economica da parte dell'imprenditore. Per determinare il valore di una azienda, di conseguenza, non si può sottovalutare l'aspetto organizzativo che consente anzi all'imprenditore di raggiungere il suo principale obiettivo, ovvero generare valore e ricchezza che verrà poi redistribuita fra i vari stakeholder e fra tutti coloro che ne hanno contribuito alla realizzazione (tale capacità di generare valore prende il nome di avviamento).

Questo target si realizza attraverso la massimizzazione del valore del capitale investito all'interno dell'azienda e ciò comporta la necessità da parte dei vari portatori d'interesse di dover misurare i risultati conseguiti per poter monitorare l'andamento del proprio investimento e poter in tal modo verificarne la buona riuscita.

La stima del proprio valore rappresenta, quindi, per un'impresa (sia quotata che non) un valido strumento per monitorare le variazioni del capitale economico e valutare l'operato dell'imprenditore e dei vari soggetti che sono coinvolti nella governance aziendale. Per le società quotate, inoltre, il processo valutativo è un'operazione necessaria, per poter influenzare, attraverso un'adeguata informazione dell'accrescimento del valore ottenuto, i prezzi di borsa delle azioni negoziate e garantire, così, la possibilità di attrarre ulteriori investitori.

¹ Il capitale economico esprime il valore attribuibile al capitale di un'azienda tenendo presente i frutti che esso può dare. Definizione tratta da https://www.bankpedia.org/termine.php?c_id=18932

Con il termine valutazione d'impresa si intende, quindi, un processo volto alla stima del capitale economico di una società oppure di una parte di esso (pacchetti azionari o quote sociali) attraverso l'utilizzo di particolari metodologie, che devono essere opportunamente determinate in base al contesto in cui viene svolta la valutazione stessa. Ciò significa che ogni impresa è differente e ha le proprie peculiarità, di conseguenza, a seconda del caso concreto che si affronta, è necessario adottare o prediligere un determinato metodo valutativo rispetto ad un altro.

Importante sottolineare come il valore finale che si ottiene in seguito all'applicazione del metodo prescelto è semplicemente una stima del capitale economico di un'impresa, dato che qualsiasi processo valutativo porta con sé un grado di incertezza e un determinato margine di errore dovuto al fatto che il valore viene determinato in un preciso periodo storico di vita della società e ovviamente nel corso del tempo ci saranno nuove informazioni e nuove operazioni poste in essere dall'azienda stessa, modifiche all'interno del settore di riferimento oppure shock generici di carattere macroeconomico che possono incidere sul suo valore in un senso o nell'altro e che potrebbero portare delle modifiche nei parametri del modello utilizzato.

Il valore di una società, inoltre, deve riflettere la sua capacità di produrre dei flussi di cassa positivi in futuro, di conseguenza ogni volta che si valuta un'attività è necessario effettuare delle previsioni e, come sappiamo, qualsiasi previsione si basa sulla miglior stima che è possibile ottenere in quel determinato istante. Chiaramente il fatto di dover effettuare delle stime implica una maggiore incertezza sul risultato finale perché è possibile che possano rivelarsi sbagliate per tre differenti tipologie di motivi che possono essere così raggruppati:

- Incertezza della stima²: le informazioni ottenute, anche se precise ed affidabili, devono essere opportunamente interpretate dal soggetto che svolge la valutazione con la possibilità di effettuare errori o imprecisioni che si rifletteranno sul risultato finale
- Incertezza firm-specific³: le previsioni che si effettuano sulla performance futura della società possono essere differenti rispetto al reale andamento futuro, sottostimando oppure sottovalutando gli utili e i flussi di cassa futuri

² A. Damodaran, Valutazione delle aziende, p. 5, Apogeo, 2010.

³ A. Damodaran, Valutazione delle aziende, p. 5, Apogeo, 2010.

- Incertezza macroeconomica⁴: qualora le previsioni sull'andamento aziendale risultino corrette è possibile che il contesto macroeconomico si evolva in modo del tutto inatteso generando dei risultati differenti rispetto a quelli attesi

Per cercare di ridurre al minimo le incertezze e ottenere così un valore finale coerente, prima di procedere con la valutazione è necessario tenere in considerazione diversi fattori, fra cui lo scopo della valutazione, la natura dell'azienda che si valuta e la sua situazione economica, il ciclo di vita della stessa e la prospettiva di osservazione.

Qualora si modifichi l'obiettivo della valutazione è possibile si renda necessaria una modifica dei metodi e parametri di valutazione. Per esempio, la valutazione d'azienda effettuata per la richiesta di un prestito o finanziamento bancario, verrà espressa con un valore che tende a coincidere con quello di liquidazione, poiché l'istituto bancario deve verificare la possibilità di incassare il credito anche se la società non sia più in grado di poter continuare la propria attività economica.

Un ulteriore impatto sul valore aziendale è causato dallo stadio di vita in cui si trova una determinata società, visto che influenza in maniera preponderante la capacità di produrre flussi di cassa e impatta di conseguenza anche sul metodo valutativo che il valutatore dovrebbe adottare. In via generica la valutazione di una società dovrebbe risultare più agevole man mano che ci si avvicina alle ultime fasi di vita, poiché si ha a disposizione un flusso informativo e un insieme di dati storici e settoriali molto più ampio garantendo una base molto più solida per le stime e considerazioni del valutatore. Dal punto di vista diametralmente opposto il processo valutativo di aziende appena costituite (le cosiddette start up) risulterà estremamente più complesso a causa appunto della difficoltà di reperire tali tipologie di informazione e per la crescente incertezza sull'andamento futuro della società, dato che nei primi anni di vita gran parte delle società registrano perdite o flussi di cassa negativi.

Ulteriore aspetto che il valutatore deve opportunamente tenere in considerazione ogni qualvolta affronta un processo valutativo sono la situazione economica che sta attraversando la società, dato che qualora l'azienda stia affrontando un periodo di crisi e di incapacità di produrre redditi l'utilizzo, ad esempio, di metodi di natura patrimoniale potrebbe falsare totalmente la valutazione giungendo addirittura a dei valori negativi.

⁴ A. Damodaran, Valutazione delle aziende, p. 6, Apogeo, 2010.

Anche la prospettiva di osservazione potrebbe influenzare il processo valutativo, infatti la fase della valutazione potrebbe essere effettuata sia da soggetti indipendenti rispetto all'azienda che da valutatori di parte, incaricati direttamente dalla società oppure presenti all'interno del management stesso. In quest'ultimo caso la valutazione verrà effettuata considerando in via principale i risvolti economici che il trasferimento o l'acquisizione andrà a generare, come per esempio la nascita di sinergie, invece che mantenere un'ottica di neutralità e obiettività come nel caso di un professionista indipendente, il quale giungerà ad una valutazione stand alone, ovvero considerando l'azienda autonomamente, senza quindi farsi influenzare dalle motivazioni economiche su cui si basa l'operazione, e nella sua condizione attuale di funzionamento, nell'ipotesi di continuità aziendale.

1.2 I METODI DI VALUTAZIONE AZIENDALE

La valutazione dell'azienda è considerata un'operazione complicata e delicata, proprio per questo motivo è estremamente importante che il valutatore vagli criticamente le soluzioni e i metodi meglio utilizzabili a seconda del caso concreto in questione. Tale materia è, inoltre, soggetta a continui mutamenti ed evoluzioni, sia per motivazioni di mercato che economiche, e se da un determinato punto di vista si ha una certa omologazione dei vari metodi utilizzati, dall'altra la dottrina è sempre attiva e cerca di ideare nuove soluzioni. In ogni caso risulta improponibile utilizzare la stessa metodologia di valutazione per ogni azienda visto che ogni valutazione è relativa allo specifico tipo di operazione aziendale a cui si riferisce. L'importanza della scelta del corretto metodo di valutazione è dovuta dal fatto che a seconda di ogni approccio che si va ad utilizzare si giungerà a dei risultati differenti, per questo è necessario tenere in considerazione le caratteristiche di ogni singola metodologia per evitare di ottenere dei risultati distorti.

Nonostante la notevole dottrina in questione è possibile ricondurre i vari metodi di valutazione aziendale a quattro differenti e fondamentali approcci, definiti grazie alla relazione che si crea fra il valore dell'azienda e le variabili che lo determinano.

In particolare, i metodi in questione possono essere così sintetizzati:

1. **Metodi patrimoniali:** tali metodi si basano sulla valutazione analitica di ogni elemento che compone l'attivo e il passivo del bilancio di una società, cercando di esprimerne il valore corrente. A seconda di come vengono trattati gli elementi di natura immateriale è possibile distinguere fra metodi patrimoniali semplici, dove gli intangibles vengono esclusi dalla valutazione, e metodi patrimoniali complessi, dove, invece, viene effettuata una valorizzazione specifica degli elementi immateriali. Utilizzando tali metodi il valore della società corrisponderà al patrimonio netto rettificato tenendo conto di qualsiasi componente di reddito che può avere un impatto sul capitale.
2. **Metodi basati sui flussi, economici e finanziari:** tali metodi si basano sul fatto che il valore di una società è direttamente proporzionale alla sua capacità di generare flussi in grado di remunerare i vari portatori di interessi. In particolare, il capitale economico viene quantificato in funzione dei risultati futuri e può essere ricavato attraverso:
 - **Metodi reddituali:** esprimono il valore della società in base alla sua capacità reddituale futura. Si cerca di quantificare un reddito medio che deve essere successivamente scontato per un opportuno tasso di attualizzazione

- Metodi finanziari: attraverso tali metodi il valore viene determinato in base ai flussi di cassa futuri attesi, che, anche in questo caso, devono essere opportunatamente attualizzati per un congruo tasso di interesse
3. Metodi diretti: tale tipologia di metodi esprime il valore aziendale in base a determinati parametri, per lo più di mercato, come possono essere le quotazioni in mercati regolamentati, capitalizzazioni di borsa, moltiplicatori di società comparabili. Rientrano all'interno del seguente approccio i metodi valutativi basati sui multipli di borsa, i metodi delle società comparabili ed infine i metodi delle transazioni comparabili
 4. Metodi basati sulla creazione di valore: in questo caso il capitale economico viene valutato sia in base all'insieme di beni a disposizione dell'impresa che in base alla capacità del management di ottenere dei saggi di remunerazione superiore alla media. È possibile catalogare all'interno di tale approccio, anche se in realtà tale classificazione è discutibile, il metodo misto patrimoniale/reddituale.

In aggiunta a tali metodi, considerati “tradizionali” si sono affermati i cosiddetti “metodi innovativi”, i quali esprimono il valore aziendale sulla base di performance economiche, finanziarie o in base al valore che è stato creato o distrutto⁵. Queste tipologie di metodi, tuttavia, non hanno ancora raggiunto nemmeno dal punto di vista teorico un sufficiente grado di elaborazione e per tale motivo la loro applicazione pratica è ancora limitata.

Non si può di certo dire lo stesso per i metodi reddituali, finanziari e patrimoniali dato che la dottrina gli classifica come i più solidi e affidabili sia dal punto di vista teorico che applicativo, operativo. Nella prassi viene rispettato il parere della dottrina e di conseguenza i metodi maggiormente applicati dagli analisti per la valutazione aziendale risultano rispettivamente quello finanziario (Discounted Cash Flow) e quello basato sui multipli.

⁵ D. Balducci, La valutazione dell'azienda, p. 87, FAG Milano, 2012

1.3 CONSIDERAZIONI FRA METODO VALUTATIVO E FASE DEL CICLO AZIENDALE

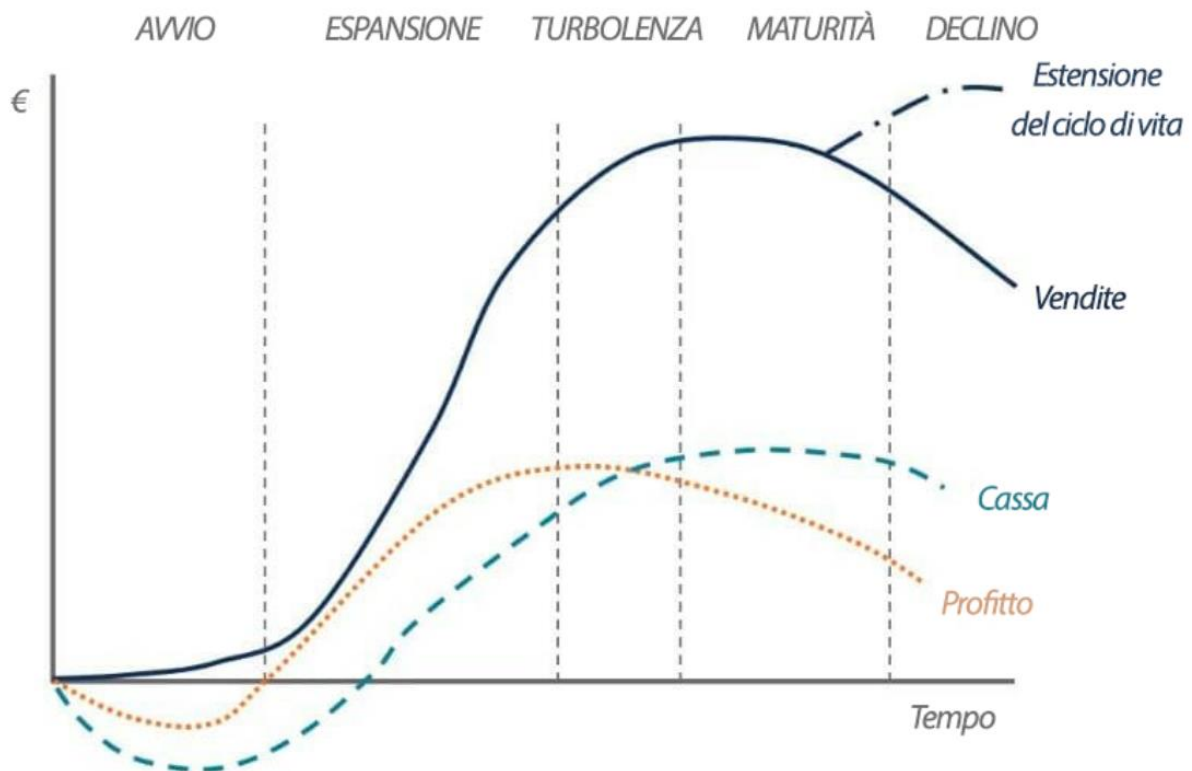


Fig. 1 – Ciclo di vita di una società, tratta da www.tinves.it

In precedenza, ho accennato come la scelta del metodo valutativo risenta di considerazioni soggettive del valutatore, il quale deve tenere in considerazione numerose variabili prima di poter effettivamente procedere alla scelta del metodo, la quale deve essere in ogni caso opportunamente motivata all'interno della relazione di valutazione.

Un aspetto particolare che influenza le scelte del valutatore e che sicuramente quest'ultimo non può trascurare durante la determinazione del miglior metodo per stimare il capitale economico di una società è senza dubbio la fase del ciclo di vita che sta attraversando la società.

Almeno dal punto di vista teorico tutte le metodologie esposte durante la fase di costituzione tendono ad esprimere il medesimo risultato dato che la società sarà caratterizzata da una pressoché totale assenza di investimenti e risulterà rilevante solamente il capitale versato, ma già nella fase di avvio, dato che il valore economico che la società sarà in grado di generare dipende in via principale (almeno inizialmente) dalla capacità di raccolta del capitale di rischio, il metodo che si presenta più idoneo è sicuramente, oltre al patrimoniale, quello reddituale.

La motivazione principale è data dal fatto che tale metodologia è la più adeguata a far trasparire la futura redditività dell'impresa, la quale, come è possibile valutare dalla Figura 1, è difficilmente determinabile inizialmente dato che nei primi anni di vita gran parti delle società operano in perdita, a causa degli ingenti investimenti sostenuti per l'avvio dell'attività, che comprime il valore dell'impresa che si potrebbe quantificare con il metodo patrimoniale.

Nella prima fase di avvio, inoltre, sono estremamente sconsigliati i metodi diretti, ovvero basati sui multipli o sulle società e transazioni comparabili, per il semplice fatto che risulterebbe estremamente complicato se non addirittura impossibile riuscire a ottenere informazioni certe sulla società per poterla collocare all'interno del giusto contesto di riferimento e poter in tal modo individuare i principali competitors sui quali basare il processo valutativo. Ulteriore problematica riconducibile alle prime fasi di vita di una società è la mancanza di dati storici, i quali ricoprono una funzione fondamentale all'interno del processo valutativo dato che sono la base su cui effettuare le stime di diversi fattori fondamentali per applicare ad esempio i metodi finanziari, tra cui, per citarne alcuni, i parametri di rischio (come il beta) oppure il tasso di crescita. Per limitare tale problematica è possibile utilizzare dei dati riferiti ad aziende considerate comparabili dal punto di vista quantitativo e qualitativo, ma, come enunciato in precedenza, risulta complesso e sicuramente non affidabile riuscire a individuare i principali competitors nella fase di avvio di un'azienda.

Nella fase di espansione, invece, metodi basati sui flussi di cassa tendono a sopravvalutare il valore del capitale economico della società a causa della possibile sovrastima delle proiezioni future effettuate da parte dei valutatori ed analisti. Dal punto di vista della finanza comportamentale, infatti, gli analisti finanziari sono considerati "ottimisti", ciò significa che nel momento in cui accertano che in quel determinato periodo la società risulta in crescita oppure il settore di appartenenza sta attraversando un periodo di sviluppo tendono ad essere eccessivamente positivi sulla stima dei flussi di cassa futuri, andando a sottostimare fattori che potrebbero segnalare un periodo di espansione solamente provvisorio.

Nel momento in cui si giunge nella fase di maturità possiamo notare sempre dalla Figura 1 come i flussi rallentino la propria crescita e risultino ormai pressoché consolidati grazie alla stabilizzazione delle movimentazioni monetarie e della redditività aziendale, per cui sia il metodo finanziario che quello reddituale tendono a comprimere il valore dell'impresa a causa dei maggiori utili che non vengono riflessi nella valutazione⁶. Inoltre, anche l'utilizzo di metodi

⁶ D. Balducci, La valutazione dell'azienda, p. 91, FAG Milano, 2012

patrimoniali, a causa di una ridotta attività di investimento in immobilizzazioni e in capitale circolante tipica di questa fase di vita dell'azienda che comporta una diminuzione dell'attivo dello stato patrimoniale, potrebbe portare ad una sottovalutazione del valore della società. Nonostante le considerazioni appena effettuate sul metodo finanziario e reddituale, durante questa fase, in via teorica, è sicuramente il metodo più consigliato, dato che la stabilità dei flussi di cassa permette in maniera più agevole e soprattutto con un grado di incertezza minore la stima del loro andamento futuro.

Per quanto riguarda la fase di declino, invece, l'attualizzazione dei flussi porta ad una contrazione del valore del capitale economico, a causa di una netta diminuzione della capacità reddituale dell'impresa che caratterizza questo stadio di vita dell'impresa, a differenza del metodo patrimoniale che invece dovrebbe restituire dei valori del capitale economico superiori rispetto al metodo finanziario tranne nel caso in cui la società abbia un'elevata incidenza delle perdite.

1.4 I METODI PATRIMONIALI

I metodi di natura patrimoniale basano il valore del capitale economico di una società sul loro patrimonio, in particolar modo sui singoli elementi che compongono l'attivo e il passivo dello stato patrimoniale, proprio per tale motivazione il punto di partenza per poter applicare tale metodo è la situazione patrimoniale della società, espressa a valori di funzionamento.

La valutazione effettuata con il metodo patrimoniale si caratterizza per essere una stima:

- analitica, perché il valutatore deve analizzare e valutare singolarmente qualsiasi elemento che compone l'attivo e il passivo dello stato patrimoniale
- a valori correnti, perché il valutatore partendo dalla risultanza del bilancio, le quali sono basate su principio del costo storico, deve esprimere il valore di ogni singola voce al fair value⁷ del momento in cui viene svolta la valutazione
- di sostituzione, perché l'ipotesi assunta è quella del riacquisto o della riproduzione per gli elementi attivi e della rinegoziazione per quelli passivi

Come affermato in precedenza, per poter applicare i metodi patrimoniali bisogna partire dal patrimonio netto contabile, così come espresso dal bilancio di esercizio, al quale devono essere effettuati due diverse tipologie di interventi: di revisione e trasformazione a valori correnti.

Per revisione si intende l'esigenza di verificare che tutti i dati e valori che sono stati inseriti all'interno del bilancio siano veritieri, corretti ed effettivamente esistenti, altrimenti qualora i dati di partenza non siano certificati come affidabili la stima finale del capitale economico risulterebbe eccessivamente incerta.

Nel momento in cui il valutatore accerta la validità dei dati contabili, si passa alla fase della trasformazione, ovvero le attività vengono valutate per l'importo in denaro che dovrebbe essere pagato se la stessa attività o una sua equivalente venisse acquistata in quel preciso istante o al presunto valore di realizzo, mentre le passività per l'importo in denaro non attualizzato che si prevede necessario per estinguere l'obbligazione al momento attuale o al presunto valore di estinzione⁸.

⁷ Secondo il paragrafo 32 degli IAS, recepito dagli organismi comunitari e successivamente dall'Organismo Italiano di Contabilità, il fair value è formalmente definito come "il corrispettivo al quale un'attività può essere ceduta o una passività può essere trasferita in una libera transazione fra parti consapevoli e disponibili"

⁸ D. Balducci, La valutazione dell'azienda, p. 103, FAG Milano, 2012

In seguito allo svolgimento di tali operazioni si ottiene il cosiddetto “patrimonio netto rettificato”, al quale possono essere inclusi anche tutti quegli elementi che non trovano rappresentazione diretta all’interno del bilancio d’esercizio, giungendo in tal modo alla stima del “patrimonio netto integrato”. In particolar modo assumono notevole rilevanza per poter rilevare il patrimonio netto integrato le “risorse intangibili”, ovvero tutti quei beni immateriali che formano l’attività di un’azienda che, mancando di alcuni elementi stabiliti dalla normativa nazionale o internazionale non trovano iscrizione all’interno del bilancio di esercizio.

Da tali considerazioni possiamo comprendere come il metodo patrimoniale può essere applicato in due versioni differenti:

1. *Metodo patrimoniale semplice.* Il valore aziendale viene stimato attraverso le opportune rettifiche operate al patrimonio netto contabile che consentono di determinare il patrimonio netto rettificato

$$V = K$$

V = valore dell’azienda

K = valore del patrimonio netto contabile rettificato

2. *Metodo patrimoniale complesso.* Attraverso tale metodo si giunge a quantificare il capitale economico di una società partendo dal patrimonio netto rettificato ottenuto dall’applicazione del “metodo semplice” includendo i vari beni immateriali presenti fra le attività dell’azienda che vengono opportunamente stimate singolarmente. Devono essere ricompresi all’interno della valutazione qualora presenti all’interno dell’azienda il know-how in tutte le sue sfaccettature, contratti, concessioni, brevetti, marchi, diritti d’autore, software, copyright, ecc.

$$V = K + I$$

V = valore dell’azienda

K = valore del patrimonio netto contabile rettificato

I = valore degli intangibles assets

Nonostante l’utilizzo e la validità operativa dei metodi in questione sia stata nel corso del tempo ampiamente ridimensionata, la stima del valore del patrimonio risulta il metodo più tradizionale

per determinare il valore di un'azienda, per questo motivo oggi viene considerato funzionale per definire una base dalla quale partire per poi utilizzare dei metodi più evoluti ed efficaci⁹.

La motivazione principale è che questa metodologia garantisce una valutazione del capitale economico meno soggettiva rispetto alle altre, questo perché richiede al valutatore di formulare una serie minore di ipotesi e di rilevare un minor numero di competenze soggettive, in particolar modo per quanto riguarda il reddito atteso da valutare e i flussi di cassa futuri, i quali non devono essere stimati rendendo così la valutazione meno incerta e volatile.

Il metodo patrimoniale in ogni caso risulta di discreta applicazione in Italia, principalmente per ragioni storiche e si presta particolarmente adatto, dato che si basa sul patrimonio, per quella tipologia di società dotate di elevata patrimonializzazione, ovvero dotate di ingenti attività finanziarie, come possono essere ad esempio le aziende editoriali, immobiliari, le holding pure, le aziende non profit e le aziende pubbliche, mentre è estremamente sconsigliato e risulta inadatto per le tipologie di società con un capitale fisso molto basso, perché tende a generare delle sottovalutazioni dell'azienda.

Ulteriore punto di forza di tali metodi è che, nonostante sia di semplice applicazione e altrettanto facile da verificare, offre adeguate garanzie, se utilizzato con cautela e pertinenza.

Chiaramente tale metodo possiede anche degli evidenti limiti, soprattutto perché stima il valore dell'azienda basandosi sul saldo fra attività e passività, quindi si basa su dati storici-contabili che vengono rielaborati a valori correnti, ponendo in secondo piano, però, la capacità della società di produrre dei redditi o flussi di cassa nel futuro, aspetto che risulta predominante nel caso in cui la valutazione sia effettuata con l'obiettivo di comprendere la convenienza di un'acquisizione o di qualsiasi altra operazione straordinaria. In questo caso è possibile affermare che la valutazione risulta eccessivamente statica.

A tale problematica si aggiungono delle difficoltà valutative di alcune poste contabili che, per carenza di strumenti legislativi o indicazioni dottrinarie univoche, risulta complicato attribuirne il corretto valore e induce l'analista valutatore a dover ricorrere a perizie specialistiche.

Ulteriori dubbi su tale metodo sono dati dal fatto che si attribuisce un valore corrente ad ogni voce di bilancio, sia essa attiva o passiva, prescindendo dalla sua appartenenza al complesso aziendale unitariamente inteso e in funzionamento. Infatti, risulta controverso, almeno dal punto di vista teorico, se valutare nello stesso modo degli elementi di bilancio che formano la

⁹ S. Corbella, G. Liberatore, R. Tiscini, Manuale di valutazione d'azienda, p. 185, McGrawhill, 2020

gestione caratteristica dell'impresa, anche quei beni che invece possono essere classificati come estranei al core business dell'azienda.

Dal punto di vista pratico tale tipologia di beni solitamente viene valutata a parte, nel caso in cui rivestano un'importante rilevanza, utilizzando criteri differenti come quello di realizzo o liquidazione, per superare appunto la problematica appena esposta, ma, nella maggior parte dei casi non sempre è semplice distinguere fra le due tipologie di beni e il più delle volte vengono valutati con i medesimi criteri rendendo irrilevante la distinzione.

1.5 IL METODI REDDITUALE

Come è possibile dedurre dall'analisi effettuata nel paragrafo precedente, l'utilizzo del metodo patrimoniale non è il più idoneo a rappresentare l'azienda come istituto vivente e in funzionamento, dato che non tiene in considerazione e non dà nessun tipo di informazione sulla capacità di crescita ed ampliamento della società, aspetti considerati fondamentali dalla dottrina, dato che non è difficile comprendere come la valutazione di un'impresa in funzionamento risulta strettamente correlata alla capacità di produrre dei redditi in futuro e non all'ammontare di patrimonio che possiede in un determinato istante.

In risposta alla seguente problematica è stato ideato il metodo reddituale, che può essere considerato concettualmente opposto rispetto a quello patrimoniale, visto che la valutazione del capitale economico si basa sulla relazione esistente fra valore e redditività: l'azienda acquisisce valore in via principale grazie alla sua capacità di produrre reddito, in base quindi alla sua redditività, considerata il driver principale che genera valore.

Per poter applicare il metodo reddituale è necessario determinare il reddito medio prospettico della società e successivamente attualizzarlo per un adeguato tasso di valutazione, sulla base del periodo di tempo che si stima utile.

In particolar modo, infatti, è possibile distinguere fra durata illimitata, quando non è possibile identificare la possibile lunghezza del ciclo vitale della società, oppure limitata, nel caso in cui, invece, risulti semplice stimare il momento in cui la società cesserà di esistere, come nel caso in cui vi sia un contratto sottostante, delle specifiche disposizioni di legge che rendono limitato il periodo di vita della stessa, concessioni, autorizzazioni pubbliche oppure nel caso in cui la redditività dell'azienda sia strettamente legata alla vita di una o più persone che operano al suo interno, come può essere nel caso di una società di servizi a forte valenza del titolare, dove i flussi verranno attualizzati in base alla permanenza all'interno della società del soggetto, se identificabile¹⁰.

Qualora si consideri che l'azienda abbia una durata illimitata, la rappresentazione matematica per determinarne il valore corrisponde alla formula della rendita perpetua:

$$V = \frac{R}{i}$$

¹⁰ D. Balducci, La valutazione dell'azienda, p. 191, FAG Milano, 2012

V = valore dell'azienda

R = reddito medio prospettico

i = tasso di valutazione

Nel caso in cui si consideri che la società abbia una durata limitata, vi sarà una variazione della formula matematica:

$$V = \sum_{k=1}^n R (1 + i)^{-k} = R [(1 + i)^{-1} + (1 + i)^{-2} + \dots + (1 + i)^{-n}]$$

oppure

$$V = R * a_{n|i}$$

V = valore dell'azienda

R = reddito medio prospettico

i = tasso di valutazione

$a_{n|i}$ = Valore attuale di una rendita di durata n al tasso i

Dal punto di vista concettuale si può affermare che la formula della rendita perpetua è preferibile in alcune precise situazioni, ovvero nel caso in cui non vi sia nessuna limitazione di durata alla vita della società oppure nel caso in cui risulta eccessivamente complicato stimarne la vita futura e quindi la probabilità di incorrere in errori si alzi notevolmente, ed, infine, qualora l'azienda riesca ad utilizzare l'autofinanziamento per poter mantenere o addirittura accrescere la propria redditività nel tempo, caratteristica di una azienda in ottimo equilibrio finanziario e strutturale e che garantisce in questo senso un periodo di attività duraturo.

Oltre alla seguente distinzione fondata sulle aspettative di durata della società l'analista può procedere nella valutazione con due differenti approcci:

- Approccio semplice: si stima un reddito "medio", "duraturo", che rimane invariato e si basa su dei flussi di redditi futuri costanti. Tale approccio può essere utilizzato ad esempio per società che mantengono una redditività più o meno costante.
- Approccio complesso: costituisce un'evoluzione del precedente e si basa su una previsione dei flussi futuri maggiormente analitica, ovvero il valutatore attualizzerà i flussi di reddito previsti anno per anno (è possibile quindi che ci siano delle variazioni da un esercizio all'altro), fino al raggiungimento dell'orizzonte temporale stabilito.

Successivamente l'azienda non smetterà di produrre redditi e per questo motivo bisognerà tenere conto del Terminal Value, ossia un valore di sintesi dei redditi che saranno prodotti negli anni successivi. Tale grandezza si ottiene dalla capitalizzazione del reddito medio-normale prospettico a regime.

Questo secondo approccio è sicuramente limitato a quelle società che elaborano budget e piani industriali che si evolvono in svariati esercizi, solitamente non più di cinque perché risulterebbe poco credibile e affidabile effettuare delle ipotesi per archi temporali più lunghi. Il seguente approccio è consigliato, rispetto a quello precedente, nel caso in cui la società abbia in programma degli investimenti o stia per attuare una strategia di crescita che impatti in via rilevante sui redditi della stessa; fatto che il valutatore deve sicuramente tenere in considerazione e, anzi, può analizzare in maniera più approfondita stimandone le prospettive anno per anno.

Il metodo reddituale rispetto a quello patrimoniale garantisce una maggiore affidabilità, visto che si fonda principalmente su dati concreti e certi relativi alla gestione caratteristica della società, si rimuove in tal senso la soggettività delle stime e le ipotesi che vengono formulate in seguito all'utilizzo del metodo patrimoniale, in alcuni casi eccessivamente astratte e non in linea con la realtà.

Il modello è inoltre considerato da gran parte della dottrina lineare, nel senso che evita di scindere il complesso aziendale in varie componenti da valutare singolarmente e accorpare successivamente per ottenere il valore del capitale economico, mantenendo, così, uno dei principi cardine dell'economia aziendale, ovvero, l'azienda come complesso coordinato e funzionante. Il metodo reddituale evidenzia i drivers generatori di valore, esprimendo la capacità prospettica di generare dei flussi di reddito positivi; si valuta l'azienda in senso dinamico e non statico come negli approcci patrimoniali.

Considerare la società dal punto di vista dinamico consente anche di poter ricomprendere nel flusso reddituale anche il valore dell'avviamento, senza la necessità di valutarlo in maniera autonoma. Ciò, tuttavia, può comportare dei rischi dato che incorporando l'avviamento all'interno della determinazione del reddito medio prospettico si procederà anche per attualizzarlo al medesimo tasso di interesse, incorrendo in possibili sopravvalutazioni dato che l'avviamento, essendo un elemento incerto e non riproducibile per natura, dovrebbe essere attualizzato ad un tasso superiore per il maggiore rischio associato.

Dal punto di vista pratico il metodo reddituale risulta maggiormente applicato per quelle realtà aziendali in cui vi sia uno stretto legame tra valore del capitale economico e flussi economici (ovvero quando l'incremento di tali flussi ha impatto diretto sul valore della società), a bassa patrimonializzazione e con incidenza di beni intangibili, che, anche in tal caso nella maggior parte dei casi vengono valutati singolarmente.

Tale metodo garantisce un'ottima applicabilità per aziende considerate in fase di maturità, con un basso margine di rischio e con tassi di crescita contenuti, al contrario non risulta idoneo per settori dinamici e ad alti tassi di crescita, soprattutto nel breve periodo.

Dal punto di vista pratico risulta notevolmente utilizzato per aziende commerciali, di servizi, di consulenza e di intermediazione finanziaria, nonché per valutare dei casi di cessione d'azienda o di alcuni suoi rami, dove le parti contraenti sono interessate alla valutazione della capacità reddituale futura.

1.6 I METODI FINANZIARI

I metodi finanziari per la valutazione d'impresa stimano il valore del capitale economico facendo riferimento alla capacità della stessa azienda di generare dei flussi monetari nel futuro. Il capitale assume valore solo nel caso in cui sia in grado di conseguire dei risultati idonei a remunerare i fattori produttivi impiegati, nonché le risorse finanziarie che sono state utilizzate per poter svolgere l'attività economica su cui si basa la società.

I seguenti metodi sono noti per essere i maggiormente utilizzati nella prassi internazionale ma negli ultimi decenni anche in Italia stanno prendendo sempre più piede, soprattutto per valutare aziende di notevoli dimensioni.

La logica dei metodi finanziari ricalca in parte quella del VAN (valore attuale netto) dato che concettualmente il valutatore deve cercare di prevedere in base alle informazioni storiche e prospettive rintracciabili nei documenti contabili e sociali che ha a disposizione sull'impresa, i flussi di cassa, i quali poi dovranno essere attualizzati per un opportuno tasso di interesse che deve rispecchiare il profilo di rischio associato alla società.

Proprio per questo motivo il fulcro dell'intera valutazione è la determinazione dei flussi di cassa previsionali, eliminando in tal modo la concezione che l'azienda sia valutata come “portafoglio di asset” o sulla base della “ricchezza” prodotta in passato¹¹, abbracciando una concezione più orientata al futuro e alla capacità di generare ancora ricchezza.

Dal punto di vista concettuale, per la motivazione appena esposta, è possibile affermare che tali metodi siano i più rigorosi, anche se non sempre la seguente affermazione trova larga condivisione a causa dell'eccessiva soggettività che accompagna la stima delle variabili in gioco, il cui errore nella valutazione potrebbe moltiplicare esponenzialmente la probabilità che la valutazione finale sia scorretta.

I metodi in questione, visto che fanno riferimento alla capacità dell'azienda di produrre componenti monetarie non dovrebbero essere applicate a quelle realtà con una elevata patrimonializzazione dell'attivo e con scarsa movimentazione monetaria. Deve essere esclusa l'applicazione anche per le situazioni aziendali dove i flussi monetari siano inesistenti o irrilevanti e ovviamente per le aziende con flussi di cassa negativi o che sono in fase di dissesto finanziario.

¹¹ D. Balducci, La valutazione dell'azienda, p. 238, FAG Milano, 2012

I metodi finanziari, definita anche come metodi Discounted cash flow (DCF), possono essere distinti, in base alla prospettiva d'analisi, in due differenti tipologie:

- Metodi Equity side: attraverso la seguente prospettiva si giunge direttamente alla determinazione del capitale economico della società e per questo è importante che vi sia coerenza fra numeratore e denominatore, ovvero fra l'ottica dei flussi finanziari e del costo del capitale. Per questo motivo è necessario considerare i flussi monetari che percepiranno i soci/l'imprenditore, che sono pari agli FCFE (Free cash flow to equity), i quali dovranno essere attualizzati per un opportuno tasso di sconto che rispecchi le attese di rendimento degli stessi: il costo del capitale proprio (r_E).
- Metodi Asset side: con la seguente configurazione non si giunge direttamente alla determinazione del capitale economico della società, bensì indirettamente, calcolando in via primaria il valore del capitale operativo al quale andrà sottratta la posizione finanziaria netta (PFN)¹² per poter ottenere il valore del capitale economico. Anche in questo caso, però, risulta fondamentale il legame fra numeratore e denominatore, dato che i flussi finanziari utilizzati dovranno essere quelli che remunerano tutti coloro che hanno conferito capitale, sia proprio che di terzi, ovvero l'FCFO (Free cash flow from operations), mentre il tasso di sconto deve esprimere non più il rendimento atteso di coloro che conferiscono il solo capitale proprio, ma deve tenere in considerazione anche i conferenti di capitale di debito. Nella seguente configurazione dovrà essere utilizzato, di conseguenza, il WACC (Weighted average cost of capital)

Il valutatore dovrà determinare il miglior approccio sulla base delle caratteristiche della società che deve valutare, in particolar modo, ad esempio, il primo metodo esposto è maggiormente adatto per le realtà aziendali di natura finanziaria, dato che risulta complicato distinguere la gestione operativa dalla gestione del debito (si pensi alle banche) e, di conseguenza, anche separare i costi operativi da quelli finanziari. Potendo incorrere in errori nella determinazione

¹² La posizione finanziaria netta, conosciuta anche come indebitamento finanziario netto, fornisce una misura dell'ammontare dei debiti contratti da un'azienda da cui vengono dedotte le disponibilità finanziarie della stessa. Viene calcolata sommando i crediti finanziari a breve e medio termine più le altre attività correnti finanziarie al cui totale vanno sottratti i debiti finanziari a breve e medio lungo termine e le passività correnti finanziarie. Definizione tratta da <https://www.bancobpm.it/magazine/glossario/pfn-posizione-finanziaria-netta/>

dell'FCFO, è consigliato utilizzare direttamente i flussi di cassa a favore degli azionisti/imprenditore.

Dall'altro punto di vista, invece, l'ottica Asset side è migliore per le aziende industriali, commerciali e di servizi, nelle quali la problematica esposta non è presente.

Per entrambi i modelli enunciati, il valutatore può effettuare due scelte differenti sull'andamento dei flussi finanziari prospettici:

- I flussi sono considerati stabili (ipotesi steady-state), oppure crescono costantemente ad un tasso (g) lungo tutto il periodo di previsione. Le seguenti ipotesi valgono per i metodi cosiddetti sintetici.
- I flussi finanziari non seguono una dinamica regolare, come nel caso precedente, per un determinato periodo, che prende il nome di periodo di previsione esplicita, per poi successivamente stabilizzarsi o crescere costantemente ad un tasso (g). La seguente ipotesi vale, invece, per i metodi cosiddetti analitici, i quali possono essere considerati come una combinazione fra una stima analitica dei flussi che porta al valore della previsione esplicita e una successiva stima effettuata con un modello sintetico.¹³ Attraverso il modello sintetico si determina il Terminal Value (TV) aziendale, che deve essere ulteriormente attualizzato per ottenerne il valore corretto al momento della stima.

I metodi sintetici tendono ad essere considerati eccessivamente semplicistici, perché proiettano all'infinito i flussi finanziari in maniera costante o crescente. Infatti, nella realtà, è pressoché impossibile che un business aziendale abbia un andamento così stabile, soprattutto nel caso in cui sono previste importanti opportunità di crescita che non giustificano un tasso costante almeno per un determinato periodo, se è previsto un declino del business, se il vantaggio competitivo sta progressivamente attenuando oppure anche nel caso in cui l'azienda è contraddistinta da fenomeni di discontinuità aziendale. Nelle seguenti situazioni è necessario stimare in maniera analitica i flussi finanziari almeno per un numero di anni tale da eliminare qualsiasi effetto causato da uno degli eventi appena esposti.

In base alle considerazioni effettuate è possibile sintetizzare all'interno della tabella sottostante le formule matematiche relative ai vari metodi finanziari.

¹³ F. Beltrame, G.S. Bertinetti, A. Scip, Analisi e valutazione finanziaria d'impresa, p.186, G. Giappichelli Editore, 2021

	APPROCCIO EQUITY SIDE		APPROCCIO ASSET SIDE	
	STEADY STATE	STEADY GROWTH	STEADY STATE	STEADY GROWTH
IPOSTESI SINTETICA	$V = \frac{FCFE}{r_E}$	$V = \frac{FCFE (1+g)}{r_E - g}$	$V = \frac{FCFO}{WACC}$	$V = \frac{FCFO (1+g)}{WACC - g}$
IPOSTESI ANALITICA	$V = \sum_{i=1}^t \frac{FCFE_i}{(1+r_E)^i} + \left[\frac{FCFE_{1+i}}{r_E} \frac{1}{(1+r_E)^t} \right] TV$	$V = \sum_{i=1}^t \frac{FCFE_i}{(1+r_E)^i} + \left[\frac{FCFE_{1+i}(1+g)}{r_E - g} \frac{1}{(1+r_E)^t} \right] TV$	$V = \sum_{i=1}^t \frac{FCFO_i}{(1+WACC)^i} + \left[\frac{FCFO_{1+i}}{WACC} \frac{1}{(1+WACC)^t} \right] TV$	$V = \sum_{i=1}^t \frac{FCFO_i}{(1+WACC)^i} + \left[\frac{FCFO_{1+i}(1+g)}{WACC - g} \frac{1}{(1+WACC)^t} \right] TV$

1.6.1 LA STIMA DEI TASSI DI SCONTO

La stima dei flussi di cassa attesi è influenzato dalla variabile tempo, che rischia di far perdere significatività ai valori diventando un elemento distorsivo¹⁴.

Per questo motivo nella valutazione secondo l'approccio dei flussi di cassa attualizzati, ruolo fondamentale lo ricopre la determinazione del corretto tasso di sconto, il quale deve riflettere la rischiosità associata ai flussi di cassa¹⁵.

Ogni soggetto che fornisce capitali ad una azienda attende che dal proprio investimento riesca a ricavare un flusso monetario pari al valore che avrebbe potuto ottenere dal medesimo capitale se investito alternativamente ed in maniera sicura più un premio per il rischio. Sulla medesima logica si fonda la determinazione del tasso di sconto.

È necessario, tuttavia, fare una distinzione fra i due differenti approcci che si possono utilizzare all'interno dei metodi finanziari, ovvero quello equity o asset, dato che per generare coerenza con il tipo di flusso che viene inserito al numeratore è necessario utilizzare due configurazioni differenti del tasso di sconto.

In particolar modo seguendo il metodo Equity side è necessario utilizzare il tasso di remunerazione del capitale proprio. Per poterlo determinare correttamente è possibile utilizzare differenti metodi, di seguito riporterò il maggiormente utilizzato, ovvero il modello Capital asset pricing model o meglio noto come CAPM.

¹⁴ D. Balducci, La valutazione dell'azienda, p. 267, FAG Milano, 2012

¹⁵ A. Damodaran, Valutazione delle aziende, p. 29, Apogeo, 2010

$$r_E = r_f + RP$$

r_e = costo del capitale proprio

r_f = tasso di rendimento della attività prive di rischio

RP = Premio per il rischio

Per poter determinare il tasso di rendimento delle attività prive di rischio è possibile far riferimento al tasso di rendimento dei titoli di Stato a medio lungo termine¹⁶. Qualora la società eserciti la propria attività in Stati differenti è possibile effettuare una media ponderata dei vari tassi risk-free vigenti.

Considerazioni più interessanti possono essere effettuate per il premio per il rischio, il quale deve fare riferimento al rischio generico che l'impresa affronta operando all'interno di quel determinato mercato. Per poterlo calcolare bisogna tenere in considerazione una serie di fattori come possono essere la situazione economica e sociale generica, il tipo di settore in cui opera l'azienda e la concorrenza presente, l'incidenza che hanno i costi fissi rispetto a quelli variabili all'interno dell'impresa, visto che causano delle difficoltà di adattamento, ecc.

Per poter stimare il premio per il rischio è possibile utilizzare la seguente formula:

$$RP = \beta (r_m - r_f)$$

RP = Premio per il rischio

β = coefficiente di rischiosità sistematica dell'azienda

r_f = tasso di rendimento della attività prive di rischio

r_m = tasso di rendimento medio del mercato azionario

Nel caso si utilizzi un approccio Asset side, invece, bisognerà utilizzare un tasso di sconto che tenga in considerazione delle aspettative di remunerazione di entrambi gli apportatori di capitale, sia proprio che di debito, ovvero il WACC.

Il costo medio del capitale rappresenta il prezzo che l'azienda deve sostenere per ottenere risorse finanziarie sia dei soci che dei debitori, proprio per questo viene determinato come la

¹⁶ Il tasso risk-free sia considerato pari al rendimento dei titoli di stato di durata decennale. Best Practice nei metodi di valutazione d'impresa e di stima del costo del capitale, seconda edizione, "Quaderno AIAF n. 107", supplemento alla rivista AIAF n. 41, dicembre 2001-gennaio 2002, p. 20.

media ponderata dei due costi, quello del capitale proprio e del capitale di debito, dove i pesi sono determinati sulla base del rapporto di indebitamento della società, cioè dal rapporto fra equity e debito.

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

WACC = costo medio ponderato del capitale

r_e = costo del capitale proprio

r_d = costo del capitale di debito

t = aliquota delle imposte sul reddito

D = debito

E = equity

Importante precisare che per r_d si intende il costo lordo del debito, che si diventa netto attraverso lo scorporo dell'aliquota t , pari in Italia all'aliquota Ires.

Per quanto concerne i valori di debito ed equity è necessario fare riferimento ai valori di mercato e non a quello contabile presente all'interno dei documenti societari.

1.6.2 LA STIMA DEI FLUSSI DI CASSA

Per poter valutare una società utilizzando i metodi finanziari è necessario prevedere i flussi di cassa attesi durante la vita della stessa. Tuttavia, qualora facciamo riferimento ad imprese quotate questo potrebbe rappresentare un problema dato che, almeno dal punto di vista teorico, quest'ultime potrebbero avere una durata illimitata. Questo problema viene risolto attraverso la stima analitica dei flussi per un determinato periodo, definito come di crescita straordinaria o esplicito, e un valore terminale (Terminal value) per il restante. Per poter stimare il Terminal value, la soluzione principale è quella di stabilire che i flussi di cassa al di fuori del periodo di previsione analitico cresceranno a un tasso di crescita stabile sostenibile per sempre dall'impresa¹⁷.

Per prevedere i flussi di cassa il valutatore deve procedere attraverso i seguenti passaggi:

¹⁷ A. Damodaran, Valutazione delle aziende, p. 123, Apogeo, 2010

- Stima della lunghezza del periodo di crescita straordinaria: rispondere a tale quesito per il valutatore è sicuramente molto complicato, ma è necessario ricordare che non è importante stabilire se l'impresa si scontrerà con il muro della crescita stabilizzata, ma quando, dato che qualsiasi realtà prima o poi cesserà di crescere ad un ritmo elevato semplicemente perché non sarà più in grado di ampliarsi ulteriormente dal punto di vista dimensionale oppure perché mantenere all'infinito dei rendimenti (ROE) maggiori del costo del capitale proprio all'interno di un contesto concorrenziale, ottenendo in tal caso degli extra rendimenti, è utopico. Con il passare del tempo, infatti, tali rendimenti in eccesso saranno destinati a ridursi fino ad annullarsi. Per comprendere e determinare la durata del periodo di crescita elevata è necessario considerare, di conseguenza, la dimensione dell'impresa, dato che, le imprese di minori dimensioni hanno più margini di ampliamento e un maggior mercato potenziale rispetto alle aziende che già hanno una dimensione più elevata, i tassi di crescita esistenti ed i rendimenti in eccesso, considerando che incrementare rapidamente il fatturato aumenta la probabilità di aumentare anche i ricavi per gli esercizi successivi e registrare elevati rendimenti in eccesso garantisce maggiori possibilità che tali extra rendimenti si mantengano anche nei prossimi anni, e, infine la dimensione e sostenibilità del vantaggio competitivo. Da questo punto di vista è necessario analizzare se sono presenti barriere all'entrata, le quali permettono di mantenere più facilmente tale vantaggio, oppure la qualità dell'apparato dirigenziale della società, che attraverso determinate iniziative possono aumentare o addirittura creare nuovi vantaggi competitivi.
- Stima dei flussi di cassa nel periodo di crescita straordinaria: in seguito alla definizione della lunghezza del periodo di crescita elevata, il valutatore deve procedere con la stima vera e propria dei flussi che la società sarà in grado di generare. Logicamente il punto di partenza per prevedere i risultati futuri è l'analisi dei dati storici della società; comprendere, quindi, l'impatto che le operazioni attuate dalla società hanno sui ricavi e sugli utili. Successivamente un ulteriore approccio utilizzato per tale scopo è basarsi sulle informazioni fornite da parte del management dell'azienda oppure dagli analisti con cui collabora. La fonte manageriale, tuttavia, è sicuramente meno affidabile perché le stime dei dirigenti il più delle volte riflettono l'andamento desiderato piuttosto che quello realistico ed inoltre si possono creare delle distorsioni qualora la remunerazione dei manager sia legata al raggiungimento di determinati obiettivi di crescita, ciò comporterà una sottostima delle previsioni per aver maggiore possibilità di raggiungerle.

- Stima del terminal value: per poter determinare il valore terminale è possibile utilizzare differenti approcci tra cui stimare quanto il mercato è disposto a pagare per le attività accumulate dall'impresa fino a quel momento (valore di liquidazione), basarsi sull'applicazione di un multiplo agli utili, ai ricavi o al valore contabile del capitale oppure ipotizzare che i flussi dopo quella data crescano a un tasso costante all'infinito¹⁸. Tra i seguenti approcci il più utilizzato è sicuramente l'ultimo esposto.

1.6.3 LIMITI DEI METODI FINANZIARI

Anche i metodi finanziari, nonostante siano i maggiormente accreditati in dottrina e i più applicati nella pratica, risentono di alcune debolezze che devono essere conosciute e tenute in considerazione nel momento della loro applicazione, perché errori nelle stime dei flussi o del tasso di sconto hanno un impatto notevole nella determinazione finale del capitale economico di una società.

Il primo punto di debolezza è sicuramente l'attendibilità dei flussi finanziari prospettici. La validità dei risultati che si possono ottenere dall'applicazione di un metodo DCF dipende dalla capacità di determinar flussi attendibili; determinarli nel periodo immediatamente successivo è sicuramente più agevole dato che ci si può basare su piani industriali, anche se non danno la certezza che le prospettive indicate si realizzino. Per i successivi esercizi si dovrebbe procedere ad una stima prudenziale. In questo ambito è possibile effettuare delle considerazioni a seconda del settore di appartenenza della società.

L'appartenenza ad un settore ciclico, per esempio, comporta evidenti problematiche per l'applicazione dei metodi finanziari dato che oltre all'incertezza della bontà dei piani e dati forniti dalla società si aggiunge l'instabilità del ciclo economico, la quale può essere parzialmente superata stimando i dati finanziari prospettici per l'intera lunghezza del ciclo (definita in base a tendenze storiche) e formulando delle ipotesi sull'evoluzione delle diverse fasi di vita del settore¹⁹. Particolare attenzione deve essere posta, inoltre, per quelle società soggette a ristrutturazione, dato che non è possibile utilizzare i dati storici per effettuare le stime a causa dello scarso valore rappresentativo degli stessi. In questo caso è ancor più necessario mantenere un approccio prudenziale.

¹⁸ A. Damodaran, Valutazione delle aziende, p. 150, Apogeo, 2010

¹⁹ Borsa Italiana S.p.A., (2004), Guida alla Valutazione, Borsa Italiana S.p.A., Milano.

Un altro aspetto che impatta sulla determinazione dei flussi e che può comportare degli errori è il caso in cui l'azienda posseda dei surplus assets. Fra le seguenti attività vanno ricondotte quelle che non producono nessun tipo di flusso operativo oppure ne producono in misura minore rispetto al loro potenziale. In ogni caso i seguenti assets dispongono di un determinato valore che all'interno del processo di attualizzazione basato sui flussi monetari potrebbe risultare trascurato o sottostimato.

Anche durante la stima del tasso di sconto da applicare al modello è possibile riscontrare delle difficoltà, addebitate in questo caso alla stima del parametro β . Tale aspetto è accentuato per le società non quotate in cui non esiste un coefficiente espresso dal mercato e l'utilizzo di un parametro dedotto da società quotate comparabili presenta notevole incertezza a causa della difficoltà di trovare delle aziende che presentano il medesimo profilo di rischio o indebitamento. In questi casi sarà l'esperienza del valutatore, tenendo presente di parametri come dimensione e vantaggio competitivo della società nonché la leva finanziaria, a garantire l'affidabilità del parametro β , rendendo, però, ancor più soggettiva ed incerta la valutazione finale.

Se facciamo riferimento all'applicazione dei seguenti metodi alle società non quotate viene alla luce un'ulteriore problematica da non sottovalutare: l'incidenza dei debiti nella determinazione del tasso di sconto.

Nel caso in cui il livello di indebitamento si modifichi lungo il periodo di stima dei flussi di cassa, si dovrebbe tenerne in considerazione durante la determinazione sia del costo del capitale proprio che nella stima del WACC, dato che ne modificherebbe il valore e, di conseguenza, utilizzare un unico riferimento di tasso di sconto risulterebbe errato. All'interno di ogni esercizio sarebbe, quindi, necessario rideterminarne il valore utilizzando il diverso rapporto di indebitamento a valori di mercato. Se la seguente situazione è facilmente rimediabile qualora si valuti un'azienda quotata, per la quale l'analista dispone in qualsiasi momento dei valori di mercato di D/E , non si può affermare altrettanto nel caso in cui la società non sia quotata. Il valutatore può ovviare a tale situazione fissando un rapporto di indebitamento obiettivo²⁰ al quale tendere per determinare un tasso di sconto costante, ma nella valutazione delle aziende di minori dimensioni solitamente l'analista ha a che fare con valori di natura contabile e non di mercato e solo quest'ultimi influenzano la stima di r_e e del WACC, con la conseguenza di poter generare degli errori non indifferenti.

²⁰ F. Beltrame, G.S. Bertinetti, A. Scip, Analisi e valutazione finanziaria d'impresa, p.171, G. Giappichelli Editore, 2021

1.7 METODI MISTI PATRIMONIALI REDDITUALI

I metodi misti patrimoniali reddituali rappresentano un connubio fra i procedimenti basati sul patrimonio e sul reddito, cercando di limitare le problematiche che accompagnano i due metodi visti singolarmente, che in via principale solo l'ignorare la valutazione della redditività futura per il primo e trascurare la valutazione dell'entità del patrimonio aziendale per il secondo. Il seguente metodo per vari decenni è stato uno dei maggiormente utilizzati nel panorama europeo, ma con il passare del tempo e la presa di posizione netta a favore dei metodi di attualizzazione dei flussi ha perso credibilità anche se il suo uso non è da sottovalutare, soprattutto per aziende con ingenti capitali investiti cui non corrisponde una capacità "normale di reddito"²¹. Non è consigliato invece per società che esprimono una redditività costantemente inferiore a quella espressa da investimenti simili e per valutare operazioni interne alla società come possono essere acquisti di azioni proprie o da offrire ai propri soci, trasformazioni, ecc.

I metodi misti possono essere raggruppati in tre differenti tipologie: il metodo del valore medio, il metodo della stima autonoma dell'avviamento e il metodo EVA[®] (Economic Value Added).

1.7.1 METODO DEL VALORE MEDIO

Il metodo del valore medio è espresso come una vera e propria media aritmetica, anche se è possibile attribuire pesi differenti, fra il valore della società ottenuto con il metodo patrimoniale e quello ottenuto con il metodo reddituale nella sua applicazione con la rendita perpetua. In formula è possibile definirlo nel seguente modo:

$$V = \frac{1}{2} \left(K + \frac{R}{i} \right)$$

V = valore azienda

K = valore patrimoniale rettificato

R = reddito medio prospettico

i = tasso di valutazione

La seguente impostazione tiene si conto contemporaneamente dell'aspetto patrimoniale ed economico di una società; tuttavia, dal punto di vista teorico è privo di razionalità, visto che

²¹ D. Balducci, La valutazione dell'azienda, p. 286, FAG Milano, 2012

l'azienda deve essere considerata come una entità unitaria e non risulta corretto scinderne il valore a metà fra il patrimonio rettificato e il reddito medio normale.

1.7.2 METODO DELLA STIMA AUTONOMA DELL'AVVIAMENTO

Attraverso il metodo della stima autonoma dell'avviamento si cerca di dare importanza sia alla consistenza del patrimonio che alla redditività futura cercando di stimare autonomamente il valore del patrimonio netto rettificato e dell'avviamento. La somma delle due componenti determinerà il valore complessivo aziendale. L'avviamento viene identificato come il sovra reddito ottenuto dalla differenza fra il valore del complesso aziendale e dei singoli elementi che lo compongono, il più delle volte è di segno positivo (goodwill), ma in alcune situazioni, qualora la redditività dell'impresa sia negativa, può assumere anche un valore negativo (badwill).

Dal punto di vista matematico il valore del capitale economico è determinato nel seguente modo:

$$V = K + A$$

dove

$$A = (R - Ki) a_{n|i'}$$

V = valore azienda

K = valore patrimonio netto rettificato

A = valore avviamento

R = reddito medio prospettico

i = tasso di valutazione di settore

i' = tasso di valutazione

$a_{n|i}$ = Valore attuale di una rendita di durata n al tasso i'

1.7.3 METODO EVA®

Il metodo EVA® non nasce come un vero e proprio metodo di valutazione, ma come un indicatore di performance, che permette di misurare se una società è in grado di produrre ricchezza dato che confronta il rendimento del capitale investito nell'azienda con il costo delle fonti utilizzate. Qualora la differenza risulti positiva ecco che la società sta generando nuova ricchezza.

$$EVA^{\circledR} = NOPAT - WACC \times C$$

La configurazione di reddito è quella di un reddito operativo normale al netto delle imposte (NOPAT). Il prodotto tra WACC e C (capitale investito) è considerato il limite minimo di reddito da raggiungere per poter incrementare il valore della società.

Nell'ottica di una valutazione aziendale l'EVA[®] può essere utilizzato all'interno di un metodo misto-patrimoniale per quantificare il valore dell'avviamento, dove, di conseguenza, non verrà più attualizzato il sovra reddito rispetto al rendimento normale del patrimonio, bensì l'EVA[®], ovvero il valore aggiunto rispetto al costo capitale investito²². Il seguente metodo presenta alcuni vantaggi rispetto all'utilizzo di metodi DCF dato che permette di evitare di ottenere un valore fuori misura e non coerente rispetto agli investimenti effettuati visto che il valore aziendale viene determinato mantenendo come punto di riferimento il costo del capitale investito. Inoltre, utilizzando il seguente metodo si riducono notevolmente le stime da effettuare qualora si decida di optare per un metodo DCF, che possono comportare degli errori che vengono moltiplicati all'interno del processo di attualizzazione di un metodo finanziario.

Dal punto di vista matematico il metodo EVA[®] può essere così sintetizzato:

$$V = K + \sum_{t=1}^n \frac{EVA_t}{(1 + WACC)^t} + \frac{EVA_n}{WACC - g} \times \frac{1}{(1 + WACC)^{n-1}} - PFN$$

Per poter determinare il valore aziendale è necessario calcolare in primis il valore del capitale investito netto rettificato (K), successivamente vengono attualizzati al costo del capitale gli EVA attesi per l'orizzonte temporale considerato, ovvero fino a quando si prevedono dei ritorni sul capitale investito. Come ultima fase, prima di sottrarre la Posizione Finanziaria Netta per determinare il capitale economico, bisogna stimare il Terminal Value, attraverso una rendita perpetua dell'EVA dell'ultimo periodo considerato, come veniva effettuato all'interno di un classico metodo DCF con l'ultimo flusso di cassa del periodo esplicito.

²² D. Balducci, La valutazione dell'azienda, p. 311, FAG Milano, 2012

1.8 METODO DEI MULTIPLI

I metodi analizzati in precedenza, in primis i metodi finanziari, consentono di giungere ad una determinazione assoluta del valore di una società, perché si basano sui flussi di cassa, sulla crescita attesa e sul profilo di rischio dell'azienda per poter determinarne il valore economico. Attraverso il metodo dei multipli, invece, l'obiettivo principale è individuare il valore di una società mediante le relazioni che vi sono tra alcune grandezze significative associate all'azienda valutata e altri parametri di natura sia patrimoniale che finanziaria ottenuti dall'analisi di altre società che sono definite comparabili.

In tal modo si giunge ad una valutazione di tipo relativo, quindi, l'attività viene valutata in base ai prezzi di mercato correnti associati ad attività simili, la quale conduce semplicemente ad una "indicazione di valore"²³ dato che è notevolmente influenzata da valori di mercato. Per questo motivo la dottrina non reputa i multipli come un vero e proprio metodo di valutazione, ma, come una soluzione per verificare l'adeguatezza della valutazione effettuata con altri metodi rispetto ai valori rilevati sul mercato per aziende comparabili. L'utilizzo sta prendendo sempre più piede proprio perché garantisce di formulare un parere sul valore di una società, basato su dati e ipotesi che risultano facilmente e velocemente reperibili.

Il multiplo può essere definito come un rapporto fra una grandezza che esprime il valore dell'impresa in un'ottica equity oppure in un'ottica asset e una grandezza di bilancio, la quale può provenire dal conto economico oppure dallo stato patrimoniale²⁴. Facendo riferimento all'approccio equity side il prezzo di borsa è considerato come la misura del valore dell'impresa e dovrà essere inserito al numeratore, per quanto riguarda l'approccio asset, invece, è necessario quantificare l'Enterprise Value, determinato come la somma della capitalizzazione di borsa e la posizione finanziaria netta. Nella logica dei multipli è fondamentale che vi sia una determinata coerenza fra numeratore e denominatore, di conseguenza, è importantissimo selezionare una grandezza di bilancio da inserire nel denominatore che effettivamente abbia un legame con i prezzi di mercato (una loro modifica abbia un impatto sulla stessa e viceversa) e che influenzi anche direttamente la creazione di valore delle imprese e del settore di appartenenza.

²³ D. Balducci, La valutazione dell'azienda, p. 403, FAG Milano, 2012

²⁴ F. Beltrame, G.S. Bertinetti, A. Scip, Analisi e valutazione finanziaria d'impresa, p.224, G. Giappichelli Editore, 2021

L'utilizzo di un'ottica equity o di un'ottica asset dipende dalla valutazione sulla possibilità di scomporre la gestione finanziaria della società dalla sua gestione operativa e quanto quest'ultima impatti sulla creazione dei risultati economici dell'azienda. Qualora sia la gestione operativa ad impattare in via principale sulla creazione di margini e sia facilmente individuabile e scorporabile dalla finanziaria (imprese industriali e commerciali ad esempio) ecco che è consigliato l'utilizzo di un'ottica asset, altrimenti si potrebbero generare delle problematiche di sottovalutazione del risultato finale. D'altro canto, nel caso in cui la gestione finanziaria sia predominante nella generazione di valore per l'azienda ecco che l'ottica equity è la più consona per l'utilizzo del metodo dei multipli; può essere il caso della società di natura finanziaria.

Per quanto riguarda il denominatore è necessario stabilire se utilizzare una grandezza economica ricavabile dallo stato patrimoniale oppure dal conto economico. La scelta deve essere operata analizzando come i capitali raccolti dalla società per finanziare la propria attività impattano sulla generazione di valore dell'impresa. In alcuni settori, infatti, la presenza di capitali di terzi e di mezzi propri è relativamente modesta, basti pensare ad una azienda di servizi, ad esempio, in tal caso l'utilizzo di una grandezza patrimoniale non genererebbe i risultati sperati, dato che l'impresa non genera valore in base agli investimenti effettuati. Qualora, invece, il valore dipende in via principale dal capitale investito, come nel caso di una azienda immobiliare dove più l'attivo patrimoniale è sviluppato più la società è apprezzata, l'utilizzo di una grandezza patrimoniale nella quantificazione del rapporto risulta maggiormente appropriato.

Nella tabella sottostante sono riportati i principali multipli utilizzati nella prassi valutativa.

MULTIPLO ASSET SIDE	MULTIPLO EQUITY SIDE	DESCRIZIONE
<i>EV/EBIT</i>		Valore dell'impresa funzione dei margini prodotti. Molto utilizzato nel settore industriale e qualora la politica di investimento e ammortamento delle aziende campione sia simile alla società valutata
<i>EV/EBITDA</i>		Multiplo maggiormente utilizzato per valutare aziende di natura industriale. Si differenzia dal precedente perché si "anestetizza" la politica degli ammortamenti e degli investimenti, che possono

		essere modificate per ottenere margini maggiori ²⁵
<i>EV/SALES</i>		Valore dell'impresa funzione dei ricavi ottenuti. Multiplo usato principalmente per aziende commerciali, oppure in due casi specifici: le stime contabili delle società comparabili siano soggette ad errori o quelle relative all'impresa valutata siano distorte oppure qualora l'azienda abbia dei margini negativi ma comunque possibilità di crescita, come nel caso specifico delle start up
<i>EV/CIN</i>		Multiplo adeguato nel caso di imprese immobiliari o delle holding, dato che è adatto per quelle imprese il cui valore risulta funzione degli assets presenti nel capitale investito netto
	<i>P/E</i>	Multiplo adatto per imprese in fase di maturità e per imprese di natura finanziaria. Nel primo caso perché un'impresa in fase di crescita tenderebbe ad essere incostante dal punto di vista degli utili prodotti rendendo la stima poco robusta, nel secondo caso perché è preferibile un'ottica equity a causa della difficoltà a dividere gestione operativa da finanziaria
	<i>P/E adjusted</i>	È necessario optare per il seguente multiplo qualora le società presenti nel campione siano influenzate da componenti straordinarie non ripetibili. In tal caso devono essere sterilizzate rideterminando l'utile sottraendo i proventi straordinari e sommando gli oneri
	<i>P/CF</i>	Qualora il <i>P/E</i> delle comparabili sia influenzato dalle politiche di ammortamento è consigliato utilizzare il cash flow reddituale per azione al

²⁵ Fondazione Nazionale dei Commercialisti, Il valore di un'azienda in base ai multipli, p. 8, 2015

		denominatore, per eliminarne l'effetto
	P/BV	È pari al rapporto fra prezzo e patrimonio netto per azione. Multiplo impiegato principalmente per le banche a causa dell'importanza del capitale proprio a livello legislativo. In tal caso più la banca risulta capitalizzata, più sarà stabile e più acquisirà valore

1.8.1 PREGI E CRITICITÀ RELATIVE AL METODO DEI MUTIPLI

L'utilizzo di una valutazione relativa, adottando quindi il metodo dei multipli, sta prendendo sempre più piede dal punto di vista pratico. Le ragioni del crescente utilizzo possono essere ricondotte a varie motivazioni che cercherò di sintetizzare all'interno del seguente paragrafo, cercando tuttavia di non trascurare nemmeno i punti di debolezza associati al seguente metodo valutativo.

Una delle principali caratteristiche dei multipli è la maggiore velocità applicativa e la maggiore semplicità rispetto alle altre metodologie trattate. Basti pensare per esempio ai metodi dei flussi di cassa, i quali richiedono un'analisi approfondita non solo della società ma anche del settore di appartenenza per poter determinare delle ipotesi consone al caso oggetto di valutazione; un minore sforzo e un minor impiego di tempo chiaramente è un punto a favore.

La semplicità del metodo consente anche agli analisti e ai venditori, che si avvalgono delle valutazioni per poter vendere attività ad investitori e gestori di portafoglio, di poter spiegare ai clienti in maniera più snella e rapida la bontà dell'investimento. Il seguente metodo, di conseguenza, è più facilmente "vendibile"²⁶.

La valutazione relativa, infine, dato che non ha come obiettivo la stima di un valore intrinseco è maggiormente adatta per riflettere gli andamenti del mercato. Qualora i prezzi delle azioni in un determinato mercato siano alle stelle, una valutazione di tipo relativo sicuramente terrà maggiormente in considerazione questo fatto rispetto ad un metodo di attualizzazione dei flussi di cassa.

²⁶ A. Damodaran, Valutazione delle aziende, p. 243, Apogeo, 2010

In ogni caso i punti di forza appena elencati possono facilmente trasformarsi in debolezze. Basti pensare alla facilità di utilizzo del metodo che può comportare l'ottenimento di un valore incoerente, soprattutto perché risulta complicato individuare delle aziende comparabili con un medesimo profilo di rischio o una medesima prospettiva di crescita dell'azienda oggetto di valutazione. Inoltre, in secondo luogo, è possibile che l'eccessiva influenza dei valori di mercato possa comportare una sovrastima dell'attività soprattutto se il prezzo delle azioni delle comparabili risulta in quel determinato istante sopravvalutato, magari a causa di particolari operazioni compiute da quest'ultime come, ad esempio, acquisizioni o fusioni. D'altro canto, può esserci anche il caso opposto di un underpricing delle azioni qualora venga effettuato un aumento di capitale, il quale comporta una diluizione del valore a causa dell'immissione di nuove azioni che genereranno dei corsi di borsa inferiori. In tal caso il valore del multiplo verrà intaccato e può comportare un valore finale inferiore rispetto a quello realmente attribuibile.

Oltre alle seguenti criticità i multipli calcolati attraverso le aziende comparabili possono presentare delle problematiche specifiche relative al loro valore. In particolar modo la determinazione del multiplo può essere notevolmente influenzata qualora all'interno del campione vi sia una società il cui multiplo risulti fuori misura rispetto alle altre imprese in quanto estremamente al di sopra o al di sotto della media. In tale situazione sarebbe consono non considerare tale impresa comparabile, tuttavia, in alcune situazioni eliminare una società dal campione potrebbe comportare una minore adeguatezza della valutazione soprattutto se il numero delle aziende confrontabili risulta già esiguo.

I multipli asset ed equity possono essere influenzati anche da altri fattori come, ad esempio, la presenza di proventi ed oneri straordinari oppure di crediti tributari. In queste situazioni è possibile superare la seguente problematica attraverso lo scorporo di tale effetto attraverso delle rettifiche specifiche. Importante sottolineare come l'eliminazione dei seguenti valori sia consigliata solo nel caso in cui effettivamente potrebbero influenzare in maniera ingente il valore del multiplo perché sottraendo dal denominatore proventi ed oneri straordinari e crediti tributari dal numeratore si procede ad un confronto fra valori di mercato e valori contabili, i quali sono determinati da principi e fattori opposti.

Anche la presenza di investimenti di extra gestione potrebbe influenzare il valore di mercato delle imprese presenti all'interno del campione. Anche in questo caso, come affermato in precedenza, è necessario sottrarli dal prezzo di borsa o dall'Enterprise Value solo qualora si

abbia la certezza che gli investimenti in questione abbiano una rilevanza extra operativa, altrimenti si generere la medesima discrasia tra valori contabili e di mercato.

CAPITOLO 2 - ANALISI E RIFLESSIONI SUL SETTORE FARMACEUTICO

2.1 CONSIDERAZIONI GENERALI

Qualsiasi tipologia di società ha come obiettivo principale quello di garantire ai membri che la compongono il diritto alla salute, sia dal punto di vista individuale che collettivo. Per tale motivazione i cittadini versano determinate somme allo Stato in relazione al proprio reddito, sotto forma di imposizioni fiscali, affinché quest'ultimo assicuri beni e servizi adeguati a soddisfare i bisogni di base, fra cui spicca la salute, intesa dall'Organizzazione Mondiale della Sanità (OMS) non solo come assenza di malattie o di malesseri ma come un vero e proprio stato di completo benessere sia dal punto di vista fisico, mentale che sociale.

Lo sviluppo di un adeguato sistema sanitario per uno Stato rappresenta uno dei principali obiettivi non solo per soddisfare le esigenze dei vari cittadini, ma anche perché salute e sviluppo economico risultano essere estremamente correlati: garantire benessere e progresso economico può provocare la scomparsa o arrestare l'insorgenza di patologie mentre dall'altro punto di vista l'ottenimento di uno stato di salute adeguato per una società risulta essere, fin dall'antichità, la base per poter effettivamente progredire anche dal punto di vista economico.

Lo Stato, quindi, attraverso la propria attività risulta essere uno dei principali attori per il mantenimento della salute all'interno della popolazione, ma non è l'unico soggetto; infatti, un ruolo chiave viene sicuramente ricoperto dalle aziende farmaceutiche, attraverso la ricerca, lo studio, la produzione e la commercializzazione di nuovi farmaci.

L'Organizzazione Mondiale della Sanità definisce come farmaci “tutti i composti che, introdotti all'interno di un organismo vivente ne possono modificare una o più delle sue funzioni”. Un farmaco risulta essere, quindi, una sostanza, o un insieme di sostanze, capace di interagire con i processi dell'organismo, impiegato per prevenire oppure curare una determinata malattia.²⁷

Qualsiasi farmaco risulta composto da un elemento principale, che prende il nome di principio attivo, da cui dipende la capacità curativa vera e propria e da altre sostanze, chiamate eccipienti, che hanno la funzione di “proteggere” il principio attivo da altri materiali chimici o di facilitarne l'assorbimento da parte dell'organismo che lo assume.²⁸

²⁷ M. Autieri, Il mercato del farmaco, p. 13, Libreria universitaria.it edizioni

²⁸ M. Autieri, Il mercato del farmaco, p. 13, Libreria universitaria.it edizioni

Come possiamo intuire l'aspetto fondamentale che possa garantire successo all'interno del settore risulta essere la scoperta di nuovi principi attivi curativi ed implementarli all'interno di un farmaco che successivamente sarà commercializzato. Il cuore pulsante del settore, di conseguenza, è formato dall'attività di ricerca e sviluppo attuata dalle società. La centralità che ha l'innovazione all'interno di questo settore garantisce anche un notevole interesse da parte dello Stato e di enti ed associazioni sovranazionali alle vicende dello stesso, dato che istruzione e attività di ricerca sono due dei motori principali della crescita economica. Si può in tal modo spiegare l'enorme incidenza che ha il settore pubblico all'interno del farmaceutico, non solo dal punto di vista di incentivare ed in alcuni casi concedere finanziamenti o crediti fiscali per supportare e stimolare l'attività di innovazione già accennata, ma anche attraverso un'intensa regolamentazione che incide su ogni singolo processo messo in atto dalle aziende farmaceutiche.

La regolamentazione tocca numerosi aspetti della vita di un farmaco: assicura un sicuro ed efficiente processo di sviluppo, è determinante sia nella sua produzione che nella successiva commercializzazione assicurando dei periodi di protezione dalla concorrenza e dalle imitazioni e come ultimo punto incide notevolmente anche nella fissazione del prezzo finale del prodotto, nonché per i rimborsi che vengono concessi da parte dello Stato in alcune circostanze. È facile intuire come la proprietà brevettuale ed altre forme di tutela della proprietà intellettuale siano, quindi, uno degli aspetti chiave del settore permettendo alle aziende di poter recuperare le spese sostenute nell'attività di ricerca e sviluppo limitando la concorrenza. L'innovazione risulta essere, quindi, una delle principali leve competitive del settore.

L'ingerenza del pubblico all'interno del settore può spingersi a tal punto da poter definire il farmaceutico come un settore para pubblico, tale tesi è supportata anche dal fatto che lo scopo di qualsiasi farmaco è curare le patologie delle persone, garantendone così la salute che è uno degli obiettivi principali di uno Stato. Al farmaco, infatti, viene attribuita la natura di bene misto²⁹ in quanto possiede una funzione individuale, dato che il consumatore lo utilizza per poter soddisfare dei bisogni individuali, sociale, perché il suo utilizzo porta ad un miglioramento generico del livello medio di salute di una collettività ed inoltre risulta di consumo collettivo.

²⁹ A.R. Carnà, *L'economia delle aziende farmaceutiche. Caratteri strutturali, operativi e modelli di corporate governance*, p. 17, Giuffrè editore

Possiamo facilmente intuire come il settore farmaceutico abbia delle peculiarità uniche, che non possono essere rinvenute in nessun altro settore economico. Le diversità appena enunciate tuttavia non solo le uniche, basti pensare alla prospettiva del consumatore finale dei prodotti farmaceutici.

Ovviamente un qualsiasi soggetto per poter assumere un farmaco necessita di una prescrizione o almeno un consiglio da parte di un medico o quanto meno di un farmacista; si è in presenza in questo caso di un'enorme asimmetria informativa tra il paziente e il medico: il consumatore finale non ha a disposizione sufficienti conoscenze ed informazioni per poter prendere autonomamente una decisione sul prodotto da acquistare, di conseguenza la scelta di consumo dipende in via principale non dal soggetto che effettivamente assume poi il farmaco, ma da un terzo individuo. Altro aspetto da tenere in considerazione è il fatto che chi usufruisce della prestazione non la paga, dato che gran parte del costo del prodotto è coperto da parte dello Stato, il quale inoltre non ne decide l'utilizzo e non la vende (come in un normale rapporto di compravendita) dato che l'utilizzo viene consigliato da parte di un medico, il quale a sua volta non sostiene nessun costo per produrre il bene.

Un altro aspetto fondamentale del settore è l'insensibilità della domanda al prezzo, vale a dire che nel caso in cui il prezzo di un farmaco incrementi la quantità finale consumata di quest'ultimo da parte della collettività risulta pressoché invariata. Giustificare tale affermazione risulta molto semplice dato che incrementi del prezzo non si scaricano direttamente sul consumatore, a causa del fatto che gran parte del costo viene coperto dal settore pubblico come più volte accennato, rendendo impercettibile nei suoi confronti tale aumento ed inoltre l'insensibilità della domanda può essere spiegata anche dal fatto che un farmaco per un individuo è necessario per garantire la propria salute e di conseguenza anche qualora il prezzo incrementi non è possibile acquistare prodotti sostitutivi che garantiscano il medesimo scopo.

2.2 PRODOTTO E CICLO DI VITA

Il farmaco risulta essere il prodotto finale delle aziende farmaceutiche destinato poi ad essere immenso nel mercato; tuttavia, all'interno della seguente categoria possono essere identificate varie tipologie tra di loro anche molto differenti e non sostituibili data la specificità del target a cui si rivolgono e alle funzioni alle quali assolvono.

In particolar modo è possibile distinguere fra:

- Farmaci Branded: la seguente tipologia di farmaco viene immensa nel mercato in seguito all'approvazione da parte dell'autorità competente e sono venduti sotto un marchio protetto da una forma di brevetto. Sono il risultato di un progetto ed una fase di R&S da parte di un'azienda farmaceutica, la quale in precedenza investirà notevoli risorse per poi recuperarle grazie all'esclusività di produzione e vendita garantite dal brevetto. Rientrano all'interno della categoria sia i biofarmaci, ovvero prodotti farmaceutici realizzati utilizzando le biotecnologie, sia i farmaci tradizionali. La differenza tra i due sta nel fatto che biofarmaci sono realizzati a partire da materiali e molecole "viventi" mentre i farmaci tradizionali attraverso molecole sintetiche
- Farmaci generici: i seguenti farmaci sono destinati ad essere intercambiati con un prodotto Branded oppure rappresentano quei prodotti per i quali l'azienda che li ha creati decide di non adottare una protezione brevettuale o che quest'ultima sia scaduta ed ora risulta possibile la commercializzazione da parte di numerose aziende. Risultano delle "copie" di farmaci tradizionali, in quanto contengono il medesimo principio attivo, che per essere approvati però necessitano di numerosi test di equivalenza affinché sia garantita l'equivalenza di risultato con il farmaco originale
- Over the Counter (OTC): i seguenti farmaci si differenziano dalle due categorie appena enunciate perché non necessitano di una prescrizione medica per poterli acquistare ed assumere
- Farmaci orfani: secondo l'AIFA (Agenzia Italiana del Farmaco) i farmaci orfani³⁰ sono medicinali utilizzati per la diagnosi, la prevenzione e il trattamento delle malattie rare. In Europa una malattia è considerata rara quando colpisce non più di 5 persone ogni 10.000 abitanti. Le prime norme relative ai farmaci orfani sono state introdotte negli Stati Uniti nel 1983, con l'emanazione dell'Orphan Drug Act, con cui per la prima volta

³⁰ La seguente definizione è tratta dal sito dell'Agenzia Italiana del Farmaco al seguente link: <https://www.aifa.gov.it/farmaci-orfani>

si è presa coscienza della necessità di formulare una legge in materia. Nel 1999 l'Unione Europea adotta il Regolamento CE 141/2000 e successivamente il Regolamento CE 847/2000.

I farmaci orfani nell'Unione Europea devono rispondere ai seguenti criteri:

- 1) devono essere indicati per una patologia che mette in pericolo la vita o debilitante in modo cronico;
 - 2) devono essere indicati per una condizione clinica rara, definita da una prevalenza di non più di 5 soggetti ogni 10 mila individui, calcolata a livello della Unione Europea;
 - 3) non devono essere disponibili trattamenti validi o, se sono già disponibili dei trattamenti, il nuovo farmaco deve rappresentare un beneficio clinico significativo
- Farmaci specialistici: risultano essere farmaci notevolmente costosi usati per trattare malattie croniche e complesse come ad esempio il cancro
 - Farmaci me-too: farmaci che garantiscono dei benefici per i pazienti del tutto simili a quelli ottenibili con altre molecole già disponibili da tempo. Questi farmaci in genere non apportano nessun tipo di avanzamento in termini di innovazione

Dopo aver effettuato una distinzione all'interno della categoria dei farmaci risulta interessante comprendere come un determinato medicinale venga in precedenza ideato e poi successivamente commercializzato. In particolar modo un'azienda farmaceutica prima di poter vendere un nuovo prodotto deve rispettare determinate fasi e tempistiche, ognuna delle quali è obbligatoria e notevolmente regolamentata. Interessante sarà poi comprendere come questo procedimento impatti e generi delle difficoltà qualora si cerchi di valutare il capitale economico di un'azienda operante all'interno del settore.

L'immagine sottostante permette di riassumere in maniera schematica le varie fasi necessarie prima dell'autorizzazione alla vendita di un farmaco.

Panoramica sui punti decisionali e sulle fasi di sviluppo nella ricerca e nello sviluppo di farmaci

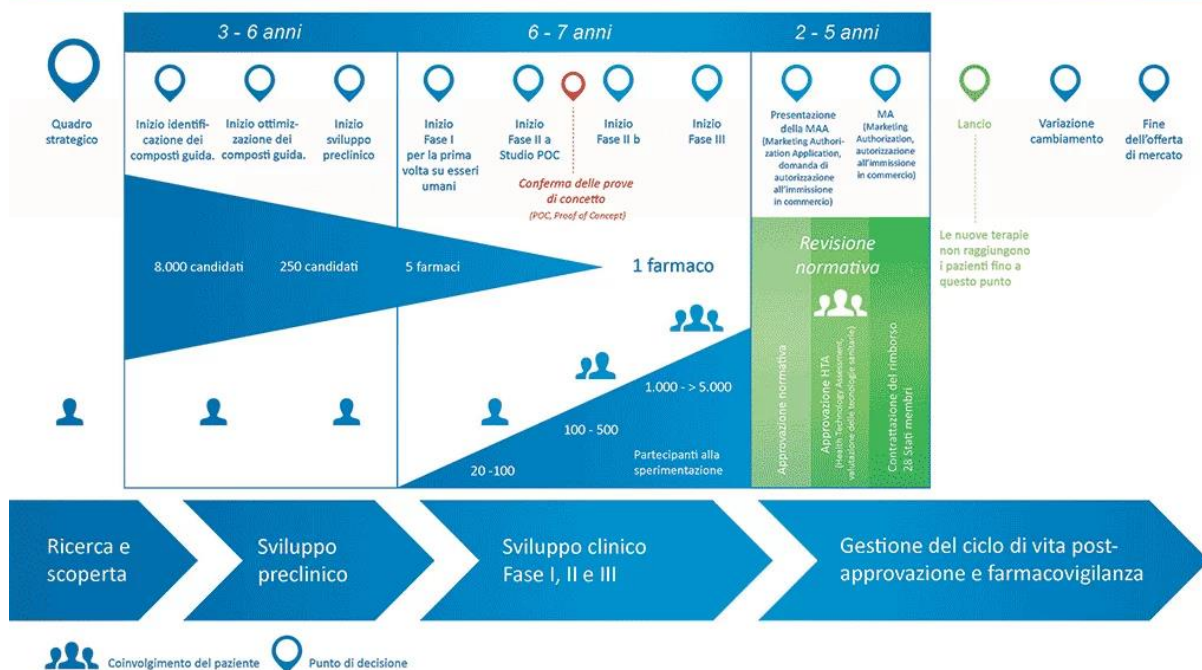


Fig. 2 – Ciclo di vita di un farmaco, tratta da <https://toolbox.eupati.eu/resources/realizzare-un-farmaco-fase-10-gestione-del-ciclo-di-vita/?lang=it>

All'interno del settore farmaceutico la ricerca e sviluppo risulta essere la fase della filiera produttiva che ricopre maggiore importanza, come è possibile notare dalla Fig. 3, dove, rispetto ad altri settori, il farmaceutico investe in innovazioni circa 170.942 milioni di euro, circa il 16,6% del fatturato totale del settore, attestandosi al primo posto di questa classifica.

	R&S		R&S/Fatturato
	Milioni di euro	% sul totale	% sul totale
Totale settori	908.258	100,0%	4,8%
Farmaceutica	170.942	18,8%	16,6%
Software & servizi informatici	154.131	17,0%	12,4%
Hardware e attrezzature tecnologiche	139.924	15,4%	9,1%
Automotive	125.005	13,8%	5,2%
Elettronica e apparecchi elettrici	67.848	7,5%	5,4%
Ingegneria industriale	30.432	3,3%	3,6%
Costruzioni	23.104	2,5%	2,1%
Chimica	22.105	2,4%	2,7%
Apparecchiature e servizi per la salute	17.787	2,0%	3,9%
Aerospazio e difesa	16.253	1,8%	4,0%
Leisure goods	15.855	1,7%	6,0%
Telecomunicazioni	11.663	1,3%	2,2%
Settore bancario	10.255	1,1%	2,7%
Petrolio e gas	9.011	1,0%	0,5%

Fonte: elaborazioni su dati Commissione Europea

Fig. 3 – Investimenti in R&D rispetto ad altri settori – tratta da Farminindustria

La fase di R&D riguarda la scoperta, attraverso opportuni studi preclinici e clinici di nuove molecole che poi verranno sintetizzate all'interno di un farmaco. Tale percorso risulta notevolmente articolato e il più delle volte potrebbe anche non dare i risultati sperati a causa della mancata approvazione da parte degli organi competenti del farmaco oppure nel caso in cui le sperimentazioni non diano i risultati sperati (si stima che il 98% delle sostanze sviluppate non riesce ad arrivare alla fase della sperimentazione), generando in tal caso delle enormi perdite in termini monetari per l'azienda, dato che il ritorno sull'investimento effettuato risulterà pari a zero.

Tenendo in considerazione tutte le varie fasi l'attività di ricerca e sviluppo è assai dispendiosa in termini economico-finanziari per l'azienda e può durare da un minimo di 10 ad anche oltre 20 anni.

Il primo passo da compiere per la creazione di un nuovo farmaco è la cosiddetta Target Identification, ovvero individuare l'area terapeutica dove vi è la volontà di agire, identificando il tal modo la patologia che si vuole combattere con il medicinale. Tale fase non è sempre di facile compimento dato che in alcune situazioni non è sempre chiaro come la patologia aggredisce l'essere umano.

Successivamente all'identificazione del target si cerca di creare le molecole che risultano capaci di intaccare e annientare la patologia che si cerca di sconfiggere, così da ottenere una serie di possibili candidati (Lead Compounds o Composti Guida), dai quali verranno selezionati solamente quelli più adeguati a poter essere testati nelle prossime fondamentali fasi di sviluppo preclinico e sviluppo clinico. Generalmente in seguito a quest'ultimo passaggio le aziende iniziano a riflettere se effettuare una richiesta di brevetto.

Come già enunciato, si prosegue con la fase di sviluppo preclinico, la quale risulta una delle fasi più critiche dell'intero processo visto che il più delle volte elimina numerosi candidati. Durante la seguente fase si iniziano ad effettuare le prime somministrazioni su colture cellulari, animali da laboratorio oppure su sistemi artificiali che riproducono determinate caratteristiche dell'uomo, con l'obiettivo di valutare i rischi connessi e le eventuali tossicità per l'uomo. Nel frattempo, si cerca anche di comprendere le dosi e le modalità di somministrazione che verranno poi adottate all'interno dei primi test sull'uomo, ovvero nella seguente fase di sviluppo clinico.

La sperimentazione preclinica ha in genere una durata variabile tra i 2 e i 3 anni, in seguito per quei principi attivi che superano i vari test primari si passa alla vera e propria fase di sviluppo clinico, ovvero i primi test sull'uomo.

Lo sviluppo clinico viene suddiviso in tre differenti e ben distinte fasi, ognuna delle quali viene supervisionata dalle autorità competenti, ovvero EMA in Europa e FDA negli USA:

- Fase I: all'interno della seguente fase il farmaco viene testato su volontari sani, circa dalle 20 alle 100 persone, in genere maschi adulti. Solitamente questi studi hanno una portata limitata e con l'obiettivo di valutare la sicurezza e la tolleranza della sostanza sull'uomo.
- Fase II: per la prima volta dall'inizio dell'attività di ricerca vengono coinvolti i malati. Il campione sul quale viene somministrato il farmaco si allarga, generalmente dalle 200 alle 500 persone. Al termine di questi studi l'impresa dovrebbe aver a disposizione un numero sufficiente di informazioni per comprendere se il farmaco possa essere sperimentato su larga scala, dato che per la prima volta si ottiene un esito sull'efficacia del trattamento.
- Fase III: i test effettuati all'interno della seguente fase sono ancora più vasti dato che coinvolgono dai 1500 ai 5000 pazienti. In questo tipo di studi vengono effettuati anche dei confronti di efficacia con altri farmaci concorrenti cercando di migliorare i dosaggi e le modalità di somministrazione.

In seguito al superamento anche di quest'ultima fase, termina lo sviluppo clinico del farmaco, che complessivamente può raggiungere una durata di ben 6 o 7 anni.

Qualora tutte le sperimentazioni vengano superate con successo vi sono comunque ulteriori passaggi che influenzano la vita del farmaco. Un passaggio fondamentale è senza ombra di dubbio la fase della registrazione. Durante la sperimentazione clinica il farmaco non è disponibile in commercio ma può essere utilizzato solamente all'interno degli ospedali e per quei pazienti che acconsentono allo studio, successivamente al termine della fase III l'azienda che ha ideato il medicinale può fare richiesta alle autorità competenti per ottenere il via libera alla vendita. Per quanto riguarda gli Stati Uniti l'approvazione deve essere richiesta alla FDA attraverso la New Drug Application (NDA), mentre in Europa l'autorità competente è l'EMA e la domanda prende il nome di Marketing Authorization Application (MAA). All'interno della domanda dovranno essere allegati tutti i vari risultati delle sperimentazioni e nel momento in cui viene accettata ecco che il farmaco può entrare in commercio.

In particolar modo, come è possibile verifica dalla Fig. 4 nell'ultimo anno (2021) è stato raggiunto il record di nuovi medicinali approvati, ben 84, raggiungendo il dato più alto degli ultimi 10 anni.

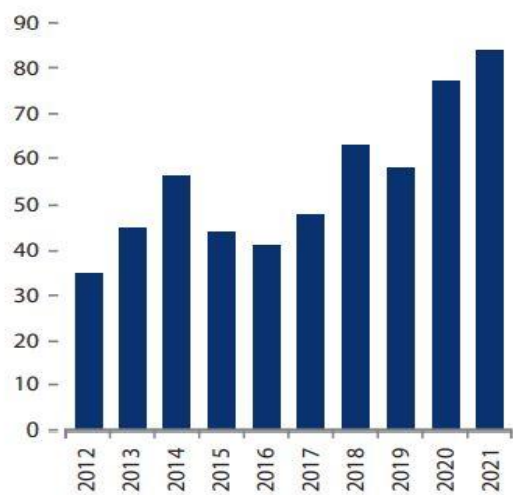


Fig. 4 – Farmaci approvati negli ultimi 10 anni – tratta da Farmindustria

2.3 IL BREVETTO E LA SUA IMPORTANZA

La creazione di un medicinale comporta notevoli investimenti in ricerca e sviluppo, i quali garantiscono un ritorno economico solo dopo diversi anni, dato che l'intero iter può durare fino ad un massimo di 20. È evidente che un'impresa non risulta invogliata ad investire non solo risorse monetarie, ma anche tempo e personale altamente specializzato in questa attività se non si riuscisse ad ottenere dei guadagni. Verrebbe a mancare altrimenti qualsiasi stimolo alla ricerca e all'innovazione; le aziende sarebbero spinte a non ideare nuovi farmaci e a far progredire il settore, ma a "copiare" dalle altre con il risultato di arrestare il processo di sviluppo.

Ecco perché all'interno del settore assume notevole importanza e rappresenta una delle principali leve competitive il brevetto, che attribuisce un diritto esclusivo (monopolio) su un'invenzione, in base al quale si può vietare a terzi di produrre, usare, mettere in commercio, vendere o importare l'oggetto dell'invenzione, a meno che non venga autorizzato da parte dell'azienda stessa che detiene la proprietà del brevetto (ad esempio attraverso una licenza)³¹. La durata del brevetto all'interno del settore farmaceutico è di 20 anni sia in Europa che negli USA, i quali possono essere estesi di altri 5 attraverso la Supplementary Protection Certificate (SPC) che consente di recuperare una parte del periodo di copertura brevettuale erosa dal tempo necessario per le sperimentazioni e per l'approvazione all'immissione in commercio del farmaco stesso³², dato che in genere le società iniziano a predisporre l'iter per la domanda di brevetto al termine della fase di sperimentazione preclinica.

In poche parole, il brevetto garantisce l'esclusività alla società che lo detiene e questo rispetto ad altri settori all'interno del Pharma risulta fondamentale. È facile comprendere come dal punto di vista economico la tutela dell'invenzione risulti fondamentale per poter recuperare l'investimento effettuato garantendo dei cash flow sopra la media per tutto il periodo di copertura brevettuale e dei tassi di crescita elevati, ma, dal punto di vista sociale, secondo una corrente di pensiero vi sono delle conseguenze negative. Le principali problematiche risultano essere di natura prettamente etica: dato che i farmaci spesso risultano decisivi per la vita di una determinata categoria di persone e rivestono quindi un ruolo decisivo per la salute dell'uomo il

³¹ M. Autieri, *Il mercato del farmaco*, p. 49, Libreria universitaria.it edizioni

³² E. Giannessi, *L'economia delle aziende farmaceutiche. Caratteri strutturali, operativi e modelli di corporate governance*, Giuffrè editore

fatto di disincentivarne la conoscenza, la produzione e la vendita può essere un danno per la collettività.

Allo stesso tempo, tuttavia, una corrente di pensiero opposta afferma che la copertura brevettuale risulta essere positiva anche per l'innovazione e la conoscenza dato che incentiva la competizione fra gli innovatori per conquistare il vantaggio del first mover, promuovendo anche l'efficacia del processo di ricerca, facendo del time to market un fattore chiave³³ ed inoltre, in seguito al decorrere di 18 mesi dalla data di pubblicazione della domanda di brevetto, il suo contenuto diviene di dominio pubblico potendo così fungere da base per nuovi studi e scoperte anche per aziende differenti da quella che ha presentato la domanda.

Le case farmaceutiche generalmente ricorrono alle seguenti tipologie di brevetto:

- Brevetto di prodotto: garantisce la protezione di un determinato principio attivo, statisticamente è la principale categoria di brevetto richiesta. Può essere ulteriormente suddiviso in brevetto di sbarramento, il quale copre una famiglia di composti caratterizzati dallo stesso gruppo funzionale di base e da effetti terapeutici simili e brevetto di selezione che invece protegge una “piccola famiglia” di composti o una singola molecola che rientra nella formula generale di una “grande famiglia”. La prima tipologia di brevetto è più utile nel caso in cui venga ideata una nuova famiglia di molecole dato che in tal caso un brevetto di selezione permetterebbe ad altre imprese di produrre molecole analoghe perdendo in tal caso qualsiasi tipo di vantaggio. Il secondo, invece, è più utile per le innovazioni che vanno a modificare una formula chimica già nota, andandola a migliorare dal punto di vista dell'assorbimento o della tollerabilità per l'uomo
- Brevetto di procedimento: la seguente tipologia tutela uno specifico processo di sintesi di una molecola. Nel caso venga adottato verrebbero rese note le caratteristiche del farmaco dando la possibilità ad altre società di poterlo replicare utilizzando dei processi differenti. Ecco spiegato il motivo per il quale le imprese del settore nella maggior parte dei casi utilizzino un brevetto di prodotto.
- Brevetto di sinergismo: nel caso in cui due farmaci somministrati insieme garantiscano un effetto terapeutico superiore rispetto a quanto ci si aspetterebbe se la somministrazione fosse separata è possibile brevettare la seguente associazione. Si può richiedere il

³³ M. Autieri, Il mercato del farmaco, p. 48, Libreria universitaria.it edizioni

seguinte brevetto, tuttavia, solo nel caso in cui le molecole studiate non risultano già coperte da brevetto oppure se si è possessori di tale brevetto.

- Brevetto di indicazione: è una tipologia particolare di brevetto in quanto non fa riferimento ad una vera e propria scoperta, ma ad una nuova indicazione di un farmaco già in uso. Nonostante ciò, la maggior parte dei Paesi garantisce la possibilità di brevettare a patto che la nuova indicazione non venga considerata ovvia rispetto alle precedenti. Anche in questo caso la logica sottostante è proteggere gli esosi investimenti necessari all'interno della fase di sperimentazione clinica
- Brevetto di formulazione: il seguente brevetto viene concesso nel caso in cui venga ideata una nuova tipologia di somministrazione di un determinato farmaco; anche in questo caso bisogna prestare attenzione alla caratteristica della novità che deve garantire ogni brevetto. Questo significa che il nuovo tipo di assunzione del farmaco deve risolvere delle problematiche causate dalla precedente tipologia di somministrazione.

Più volte è stato rimarcato come il brevetto sia essenziale all'interno del settore e i vari vantaggi che portano alle società, però, è utile tener presente che può comportare anche delle criticità all'interno del mercato. Il rilascio del brevetto garantisce un elevato potere per l'impresa che lo propone e tale potere si traduce nella possibilità di fissare il prezzo del farmaco ad un livello superiore al suo costo di marginale, impattando in questo modo sull'efficienza del mercato e causando delle conseguenze sull'intero sistema sanitario. In particolar modo, se la valutazione del costo-efficacia di un farmaco venga effettuata in base al suo prezzo di vendita potrebbe invogliare la sostituzione del prodotto con un farmaco di tipo generico magari più economico, ma dall'altro lato meno efficace.

Inoltre, le case farmaceutiche spesso hanno adottato la strategia di modificare in maniera parziale il medicinale originario, andando ad abbinare lo stesso principio attivo ad altri elementi chimici, così da poter richiedere un'estensione del brevetto, continuando a sfruttarne i vantaggi di esclusività all'interno del mercato, senza effettivamente apportare un netto miglioramento al farmaco³⁴.

³⁴ M. Autieri, Il mercato del farmaco, p. 55, Libreria universitaria.it edizioni

2.4 IMPLICAZIONI PARTICOLARITÀ DEL SETTORE SULLA VALUTAZIONE DELLE SOCIETÀ

L'importanza della ricerca e sviluppo e del brevetto all'interno del settore crea notevoli problematiche nel caso in cui si voglia valutare il capitale economico di una società farmaceutica. L'elevato grado di competenza tecnica, i lunghi tempi di sviluppo di un farmaco e la notevole probabilità di fallimento del processo al quale si aggiunge anche la variabilità della normativa e delle condizioni di mercato rendono complicato giungere ad una valutazione obiettiva dei progetti di ricerca e sviluppo, i quali hanno un impatto notevole sul valore finale della società, dato che, come abbiamo compreso nei precedenti paragrafi, risulta la principale leva competitiva del settore.

Secondo la prassi il metodo più solido e completo per valutare una qualsiasi azienda risulta essere il Discounted Cash Flow, grazie alla sua capacità di sopperire a gran parte delle problematiche associate ai metodi di natura patrimoniale e reddituale. Tuttavia, l'applicazione della seguente metodologia al settore farmaceutico è soggetta a notevoli difficoltà a causa dell'incertezza che è insita all'interno del mercato.

Una delle fondamentali ipotesi da porre per poter applicare il seguente metodo valutativo, infatti, è una certa affidabilità e mancanza di oscillazioni del settore di riferimento, dato che una volta che il valutatore effettua delle stime sui cash flow futuri che andrà a percepire la società, esse non vengono più messe in discussione; possiamo comprendere come la seguente ipotesi risulta utopistica se facciamo riferimento al settore Pharma dove ad un progetto di ricerca risulta quasi impossibile determinare i possibili risvolti futuri in termini di flussi positivi se non nelle fasi finali della sperimentazione quando già si è a conoscenza se la società riuscirà ad ottenere una protezione brevettuale. Dall'altra faccia della medaglia, invece, qualora la società abbia già ottenuto un brevetto per un proprio farmaco il compito del valutatore è facilitato, visto che la posizione dominante che garantisce questo diritto all'interno del mercato fa sì che l'analista possa facilmente giustificare un tasso di crescita (g) associato a quei flussi finanziari superiore rispetto alla media del mercato, innalzando di conseguenza il valore del capitale economico della società in maniera certa e sicura. In ogni caso, per rendere il modello DCF più realistico e maggiormente affidabile moltissimi analisti chiamati a valutare una società operante nel settore associano ai vari flussi di cassa che derivano da ogni progetto di ricerca una percentuale di riuscita dello stesso. In tal modo si andrà ad ottenere un valore attuale netto del progetto aggiustato per il rischio (risk adjusted net present value, rNPV).

Dal punto di vista della società, invece, per tutelarsi dalla seguente problematica, che impatterebbe negativamente sul proprio valore, potrebbe intervenire con dei cambiamenti sui progetti se una parte di essi si deteriora oppure se migliora oltre le aspettative. Le opzioni a favore della società sono molteplici: può abbandonare, ridimensionare oppure sospendere il progetto oppure viceversa ampliarlo e immettere all'interno ulteriori risorse; tutte queste possibilità impattano ovviamente sul valore del progetto al quale sono associate le opzioni e in via più generica sul valore complessivo della società. Ad esempio, qualora due imprese risultino pressoché identiche in seguito all'applicazione del modello DCF (hanno flussi di cassa, tasso di crescita e redditività simili) possono differire in termini di valore se una delle due società ai vari progetti di ricerca e sviluppo ha associato una clausola di abbandono, la quale ha un proprio valore dato che permette di limitare le perdite in caso di risvolti negativi della sperimentazione.

Per tener conto dei seguenti scenari spesso i valutatori creano ed utilizzano un albero decisionale, all'interno del quale associano una probabilità ad ogni singola opzione e possibilità associata al singolo progetto di ricerca e sviluppo. In questo modo è possibile valutare i vari percorsi decisionali alternativi che può assumere un progetto sulla base dei costi e dei risultati che si possono ottenere. Chiaramente, associare una percentuale ad ogni fase del processo è un compito notevolmente delicato e richiede una valutazione soggettiva del valutatore, il quale tuttavia il più delle volte sarà aiutato nelle decisioni da un esperto del settore dato che è difficile che l'analista possieda delle competenze adeguate a poter determinare e giustificare adeguatamente una probabilità per ogni fase.

Di conseguenza, applicando le seguenti considerazioni all'interno del settore Pharma, è possibile associare ad ogni fase del progetto (ricerca e scoperta, fase preclinica e fase clinica) una percentuale di riuscita che impatta sul valore finale dell'albero decisionale e del progetto dato che sarà determinato come la media ponderata dei differenti risultati attualizzati con gli appropriati tassi di sconto per i rispettivi flussi di cassa e investimenti.

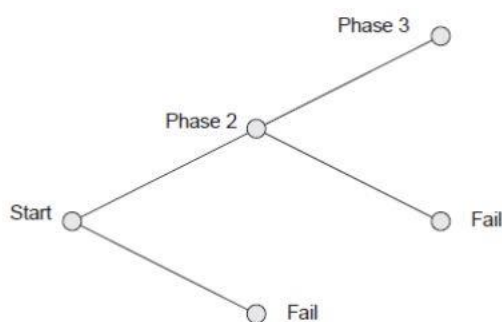


Fig. 5 – Esempio di albero decisionale – tratta da Keegan 2008

Questa tipologia di approccio alla valutazione di una società è stata sviluppata solo recentemente, e risulta essere un’evoluzione della teoria delle opzioni finanziarie sviluppata da Black e Scholes negli anni ’70, adottata per la valutazione delle opzioni sui titoli azionari³⁵. Inizialmente la seguente teoria è stata estesa alla valutazione dei progetti di investimento di notevoli dimensioni e sempre più recentemente anche alla valutazione delle aziende. In particolar modo il metodo delle “Opzioni reali” risulta perfetto per valutare aziende con elevati elementi di dinamicità, costituendo una nuova interpretazione della teoria del valore dato che individua in fattori come opportunità strategiche e opzioni di sviluppo delle determinanti fondamentali per esprimere il valore di una società, scenari spesso non presi in considerazione da parte dei tradizionali metodi di valutazione.

Il metodo delle opzioni è, di conseguenza, particolarmente affidabile per valutare aziende che operano in settori altamente tecnologici, ad alta intensità di ricerca e sviluppo e con notevoli investimenti in immobilizzazioni immateriali, tutti aspetti che all’interno del settore farmaceutico sono presenti ed anzi garantiscono il successo di una società all’interno del mercato. Nel contesto di riferimento utilizzare un semplice metodo reddituale, finanziario oppure applicare il metodo dei multipli risulterebbe eccessivamente limitante, visto che non si terrebbe in considerazione il “portafoglio delle opzioni” a disposizione del management.

Attraverso l’applicazione del metodo delle opzioni reali, il valore di una società risulta essere espresso dalla somma di due differenti addendi, ovvero il valore attuale dell’investimento base e il valore attuale delle opzioni di sviluppo:

$$V = I + O$$

V = valore della società

³⁵ D. Balducci, La valutazione dell’azienda, p. 330, FAG Milano, 2012

I = valore attuale dell'investimento base

O = valore attuale delle opzioni di sviluppo

Di conseguenza, il valore può essere concepito come la somma tra il valore economico dell'attuale formula imprenditoriale (risultato dell'attualizzazione dei flussi prospettici) e il valore economico delle opportunità di sviluppo, definito anche come premio per le opzioni³⁶.

La società viene, quindi, paragonata ad una vera e propria attività finanziaria alla quale vengono determinati dei flussi di cassa positivi e negativi a cui è riconosciuta anche un valore associata alle sue opportunità di sviluppo.

La seguente tesi risulta supportata da numerosi autori, fra cui Ashok Benerjee, il quale all'interno del paper "Real Option Valuation of a Pharmaceutical Company"³⁷ affronta proprio la tematica del confronto fra metodo DCF e metodo delle opzioni reali all'interno del settore pharma.

Prima di tutto l'autore afferma che il valore di una società farmaceutica dipende da due fattori principali ovvero il valore delle sue operazioni correnti e il valore delle opzioni future di crescita (notiamo come i due addendi sono i medesimi della formula sovraesposta), ed anzi stabilisce che la parte preponderante e maggiormente importante risulta essere la seconda. In tal caso l'utilizzo di un metodo Discounted Cash Flow è in grado di catturare perfettamente il valore delle operazioni correnti, tuttavia il valore delle opzioni future, il quale dipende dalla pipeline dei prodotti e dalla flessibilità, difficilmente riuscirà ad essere catturato e a causa dei notevoli investimenti che necessitano e dell'elevata rischiosità l'adozione del metodo DCF potrebbe comportare il raggiungimento di un valore negativo di tali piani di crescita futuri.

Di conseguenza, secondo l'autore, risulta più corretto, grazie alla sua flessibilità, adottare il metodo delle opzioni per valutare in maniera più corretta gli investimenti R&D nel settore farmaceutico.

Benerjee, inoltre, supporta le sue affermazioni attraverso un'applicazione pratica del metodo su una azienda farmaceutica indiana con due farmaci in fase di sviluppo, giungendo a valori molto più accurati utilizzando proprio il metodo delle opzioni reali.

³⁶ D. Balducci, La valutazione dell'azienda, p. 331, FAG Milano, 2012

³⁷ Banerjee, A. (2003). Real Option Valuation of a Pharmaceutical Company. The Journal for Decision Makers, pp. 61-73

Da un altro punto di vista, invece, l'autore italiano Daniele Balducci all'interno del libro "La valutazione dell'azienda, FAG, Milano", afferma che data la costante redditività positiva delle società farmaceutiche italiane risulti meglio applicabile il metodo reddituale oppure il metodo del patrimonio netto rettificato con particolare stima dei beni immateriali come l'organizzazione umana, il marchio e la tecnologia.

In particolar modo per poter valutare il capitale umano Balducci indica differenti metodi, vale a dire quello basato sul costo storico, sul costo opportunità, sul costo di sostituzione oppure metodi economico-reddituali; tuttavia, esprime un parere negativo sull'utilizzo dei metodi appena elencati privilegiando l'utilizzo di un moltiplicatore numerico empirico (tra lo 0,33 e il 2,5) al costo del lavoro annuo. Il valore del moltiplicatore risulterà influenzato dalla qualità della ricerca e della tecnologia associata all'azienda oppure alla capacità di far fronte alle problematiche di natura finanziaria, di approvvigionamento di amministrazione.

Il lato tecnologico invece può essere valutato utilizzando metodi di natura analitica o empirica.

A loro volta i metodi analitici si suddividono in metodi economico-finanziari e basati sui costi. I primi equano il valore della tecnologia ai benefici futuri che essa sarà in grado di apportare al sistema aziendale. Per quanto riguarda i metodi sui costi i principali sono basati sui costi di riproduzione, sul costo della perdita e sul criterio del costo storico. Quest'ultimo è il principale applicato al settore e permette di capitalizzare, ovvero iscrivere all'interno dell'attivo immobilizzato dello stato patrimoniale, tutti quei costi ed oneri sostenuti per realizzare una determinata tecnologia.

Le metodologie empiriche sono, invece, il metodo di determinazione del valore del prodotto, il metodo di attualizzazione delle royalties e l'attualizzazione dei proventi indotti.

Il marchio infine viene valutato attraverso le tradizionali metodologie di stima.

2.5 IL SISTEMA DEI PREZZI (LATO OFFERTA E LATO DOMANDA)

Il settore farmaceutico si differenzia sotto vari aspetti rispetto ad altre tipologie di mercato a causa della natura dei beni scambiati e alla notevole interdipendenza presente fra interessi economici e sociali.

Una delle principali peculiarità è anche l'esistenza di politiche sanitarie differenti fra ogni singolo Stato, dal punto di vista della scelta dei canali distributivi, delle modalità di accesso e funzionamento dei meccanismi di rimborso e della regolamentazione dei prezzi.

Proprio questi ultimi aspetti sono notevolmente influenzati dal particolare ruolo che l'Autorità Pubblica detiene all'interno del mercato, infatti quest'ultima ricopre una duplice veste: da un lato risulta essere il principale acquirente di farmaci; infatti, parte della spesa sanitaria nazionale è indirizzata all'acquisto del seguente prodotto, mentre dall'altro lato va ad influenzare la domanda e il prezzo del farmaco e assoggetta l'offerta a diversi vincoli nelle varie fasi del ciclo di vita del farmaco³⁸. In particolare, l'offerta viene influenzata attraverso la normativa sui brevetti, sui canali distributivi, sulla pubblicità del farmaco e sulle varie fasi che una società deve rispettare per poter poi commercializzare il prodotto nel mercato. L'opera dello Stato, quindi, risulta in parte contraddittoria: influenza i prezzi finali di vendita ma così facendo ottiene anche dei benefici personali nel momento in cui va ad acquistare gli stessi farmaci.

L'analisi dell'offerta e della domanda, di conseguenza, deve essere condotta valutando oltre alle normali forze che regolano il mercato anche le conseguenze connesse all'ingerenza che lo Stato esercita nel settore.

Una volta che il farmaco ottiene l'autorizzazione al commercio, l'azienda produttrice, qualora lo desideri, può richiedere al Sistema Sanitario Nazionale (SSN) la rimborsabilità, la quale dipende in via principale dal grado di essenzialità del farmaco, dalla patologia che va a curare, dall'importanza terapeutica e dal suo prezzo. Nel momento in cui il farmaco ottiene la registrazione, la Commissione Unica del Farmaco procede, in seguito alla contrattazione del prezzo con il produttore, all'iscrizione dello stesso nel prontuario terapeutico nazionale, inserendolo in una determinata fascia. In base alla fascia in cui il farmaco viene iscritto vi è un differente grado di rimborsabilità e quindi di partecipazione dello Stato al suo acquisto, il cittadino, invece, partecipa in minima parte oppure pagando un "ticket". Vi sono poi speciali

³⁸ M. Autieri, Il mercato del farmaco, p. 16, Libreria universitaria.it edizioni

categorie di farmaci (quelli iscritti nella fascia H) che risultano interamente a carico della spesa sanitaria nazionale dato che vengono interamente utilizzati all'interno degli ospedali.

L'opera di ingerenza da parte dello Stato, tuttavia, non si ferma qui, infatti, può influenzare anche il lato della domanda, con l'obiettivo di risparmiare risorse monetarie, cercando di limitare e influenzare il comportamento prescrittivo del medico. In particolar modo questa tipologia di controllo può essere esercitata in tre modi:

- Limitando il portafoglio massimo di spesa per ogni singolo medico
- Effettuando controlli periodici sulle prescrizioni effettuate da ogni singolo medico
- Indicando delle linee guida da seguire al medico, invogliandolo a prescrivere farmaci più vecchi e meno costosi rispetto ai più recenti ma ovviamente più onerosi
- Incentivando la prescrizione di farmaci generici che ovviamente sono meno costosi (almeno del 20%)

Inoltre, lo Stato, per influenzare il mercato, utilizza anche differenti tipologie di regolamentazione dei prezzi, in particolare vi sono tre principali metodi:

- Controllo diretto del prezzo: l'autorità pubblica controlla direttamente la fissazione del prezzo attraverso un'analisi sui principali farmaci simili già in commercio, la media dei prezzi esistenti in altri Paesi oppure con altri metodi come sconti oppure imposizione di ribassi al prezzo
- Controllo indiretto del prezzo: in questo caso l'azienda farmaceutica proprietaria del farmaco è in grado di fissare autonomamente il prezzo, ma l'offerta viene controllata in vari modi da parte dell'Autorità Pubblica, ad esempio indicando un massimale al rimborso garantito al paziente (sistemi di reference price)
- Prezzo non controllato: in questa situazione è il normale meccanismo di domanda ed offerta a determinare il prezzo di mercato, senza nessun tipo di ingerenza da parte dello Stato

Nonostante ciò, molti studi empirici sono giunti alla conclusione che i profitti delle aziende farmaceutiche sono tra i più alti rispetto ad altre tipologie di settori.

Una delle principali motivazioni è sicuramente rinvenibile nel potere monopolistico che è garantito alla società nel momento in cui riesce a proteggere il nuovo farmaco prodotto attraverso un brevetto. Dal lato dell'offerta, di conseguenza, il monopolio garantisce la possibilità di fissare il prezzo al di sopra del costo marginale (mark-up), ottenendo in tal modo

dei notevoli profitti. Inoltre, è possibile dimostrare anche come il mark-up, ossia la differenza tra prezzo applicato e costo marginale, varia inversamente all'elasticità della domanda; quindi, tanto meno è elastica la domanda tanto più il prezzo risulterà elevato. Queste affermazioni risultano essere facilmente giustificabili visto che un nuovo farmaco, in genere molto più adeguato e maggiormente efficace, avrà una domanda molto più ampia alla quale interessa più il beneficio garantito che il prezzo sostenuto ed inoltre la possibilità di fissare un prezzo più elevato è anche garantita dal fatto che un nuovo medicinale avrà meno possibilità di essere sostituito dal paziente finale.

Un ulteriore metodo utilizzato da parte delle società farmaceutiche per incrementare i profitti poi è l'utilizzo della discriminazione di prezzo di terzo grado, ovvero suddividere il mercato in vari segmenti e stabilire un prezzo differente per ognuno di questi. Abbiamo detto in precedenza che ogni singolo Stato ha una normativa differente in termini di gestione della sanità, di conseguenza può risultare semplice per un'impresa che vende il proprio farmaco in Paesi differenti applicare delle tariffe diverse per ogni singolo Stato adattandole alla normativa che verrà applicata e alle eventuali particolarità della domanda presenti in quel contesto.

Passando dal lato della domanda, invece, è facilmente intuibile come il consumatore possa essere considerato atipico rispetto ad altri settori; infatti, non risulta solamente guidato dal prezzo e dal proprio reddito nella scelta di consumo, ma deve tenere in considerazione anche la capacità curativa che possiede il farmaco, tra l'altro affidandosi ad un medico a causa dell'elevata asimmetria informativa presente. Inoltre, altri fattori come la partecipazione pubblica alla spesa o la rimborsabilità incentivano ancor di più la rigidità della curva di domanda, la quale risulta poco sensibile al prezzo. La partecipazione dello Stato al costo del farmaco prende il nome di cost sharing e può essere adottato attraverso una o una combinazione delle seguenti possibilità:

- Compartecipazione in somma fissa per confezione o prescrizione
- Compartecipazione percentuale rispetto al prezzo
- Franchigie, ovvero dei tetti che determinano la soglia entro la quale i farmaci sono interamente a carico del paziente³⁹

³⁹ M. Autieri, Il mercato del farmaco, p. 25, Libreria universitaria.it edizioni

2.6 IMPORTANZA NEL SETTORE DI INTEGRAZIONI ED ALLEANZE STRATEGICHE

L'importanza più volte rimarcata all'interno dello scritto del processo di ricerca e sviluppo ha notevolmente condizionato le strategie di corporate e business delle imprese farmaceutiche; infatti, se si osserva il comportamento posto in essere dalla maggioranza delle società a partire dal primo ciclo di sviluppo del settore (a partire circa dagli anni '70 del secolo scorso) possiamo notare come la principale leva di crescita è basata sulla diversificazione. Accadeva molto spesso che molte imprese nascessero in settore affiliati a quello farmaceutico, come ad esempio quello chimico, per poi optare per l'ingresso nel business del farmaco, collocato più a valle nella filiera produttiva, attraverso operazioni sia di integrazione verticale che orizzontale. Durante quegli anni nasceva e si affermava il modello della grande impresa integrata.

Questo tipo di modello garantiva maggiore possibilità di successo nei progetti di ricerca e sviluppo visto che in quel periodo storico erano basati sulla tecnica del random screening⁴⁰, ovvero esperimenti di ampie dimensioni che hanno per oggetto migliaia di composti chimici dove, di conseguenza, la probabilità di riuscita del progetto era affidata alla dimensione dello stesso e non ad una idea sviluppata in maniera ben precisa.

Possiamo comprendere come in questo contesto la grande dimensione di una società diviene un fattore critico di successo dato che si può raggiungere una massa critica necessaria per poter sostenere ampi investimenti ad alto rischio e, inoltre, offre anche notevoli vantaggi dal lato dei costi, potendo sfruttare economie di scala, di scopo e di apprendimento. Va notato come i vantaggi legati alle economie di scala impattino non solamente nella fase di ricerca e sviluppo, garantendo progetti di maggiori dimensioni, ma anche e soprattutto nella fase di distribuzione e vendita visto che, anche in fase di lancio del prodotto, le imprese farmaceutiche sopportano costi e ammortizzare tali uscite di denaro su un numero più elevato di prodotti è un vantaggio notevole nei confronti delle altre concorrenti.

Il vantaggio dimensionale agisce anche dal lato del potere contrattuale nei confronti degli attori che operano a valle della filiera e nei confronti dei concorrenti, accrescendo allo stesso tempo la propria quota di mercato potendone influenzare anche l'andamento dello stesso.

Non solo, le operazioni di integrazione consentono anche la possibilità di accedere a risorse umane e tecnologiche altamente specializzate, attivando al tempo stesso un processo di

⁴⁰ S. Bruzzi, *Economia e strategia delle imprese farmaceutiche*, p. 65, Giuffrè Editore

accumulazione delle conoscenze molto più rapido ed efficiente rispetto ad una crescita per vie interne.

La strategia di diversificazione adottata dalle imprese del settore, tuttavia, porta con sé notevoli tratti di originalità dato che il modello della grande impresa integrata si è sviluppato con una forte relazione fra il fatturato e una stretta cerchia di farmaci prodotti, in genere quelli protetti da brevetto (prodotti blockbuster), che attraverso l'ampia marginalità e flussi di cassa pressoché stabilmente positivi potevano colmare le eventuali perdite derivanti da un processo di ricerca non andato a buon fine.

Questo tipo di sistema di crescita è il maggiormente adottato da parte delle società fino alla seconda metà degli anni '70, dove la crisi di natura monetaria e petrolifera ha creato numerose problematiche anche all'interno del settore. Tuttavia, la principale svolta nelle strategie delle imprese farmaceutiche deriva dalla nascita e dal notevole sviluppo che ha avuto in quegli anni le scienze biotecnologiche, dove le nuove scoperte hanno modificato l'approccio del processo di ricerca e sviluppo passando dalla tecnica di random screening precedentemente analizzata ad una ricerca di maggiore efficienza e razionalità, garantendo così la possibilità di sviluppare modelli organizzativi differenti.

La dimensione non costituisce più, di conseguenza, la condizione principale per creare innovazione e conoscenza, anzi assumono sempre più importanza e diventano fattori critici di successo il capitale umano e l'abilità nella ricerca⁴¹, causando quindi un freno alle operazioni di diversificazione attraverso le opere di integrazione.

Le imprese biotecnologiche, infatti, non seguono l'esempio delle grandi aziende farmaceutiche, preferendo adottare una strategia notevolmente differente, ma altrettanto importante per la crescita del settore, ovvero la stipula di contratti di cooperazione o di alleanze strategiche con le grandi imprese, suddividendo il lungo iter della ricerca e sviluppo in due parti differenti: le imprese biotecnologiche si concentravano sulla ricerca di base e con notevole contenuto scientifico ed innovativo mentre le imprese Pharma, in base all'accordo di collaborazione, si occupavano principalmente delle fasi di sperimentazione clinica dove la grande dimensione garantiva ancora i vantaggi elencati precedentemente.

Per circa quarant'anni le strategie adottate e il modello blockbuster, ovvero basare la maggior parte del fatturato su uno o pochi prodotti, hanno garantito dei tassi di crescita costanti per

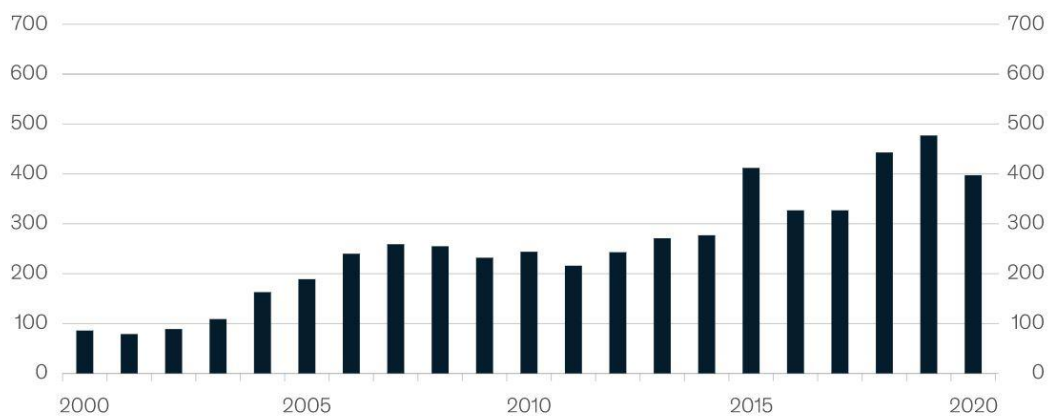
⁴¹ S. Bruzzi, *Economia e strategia delle imprese farmaceutiche*, p. 68, Giuffrè Editore

l'intero settore, ma a partire dagli anni 2000 iniziano ad emergere le prime problematiche causate da una produttività decrescente della ricerca e da una diminuzione dei ricavi determinata sia da un effetto prezzo che quantità visto che iniziavano a scadere i primi brevetti imponendo così alle imprese di dover abbassare i prezzi a causa della maggiore concorrenza dovuta all'entrata nel mercato dei farmaci generici, la quale ha ovviamente anche indirizzato una parte della domanda a virare su questa categoria di medicinali facendo diminuire quindi anche la quantità venduta.

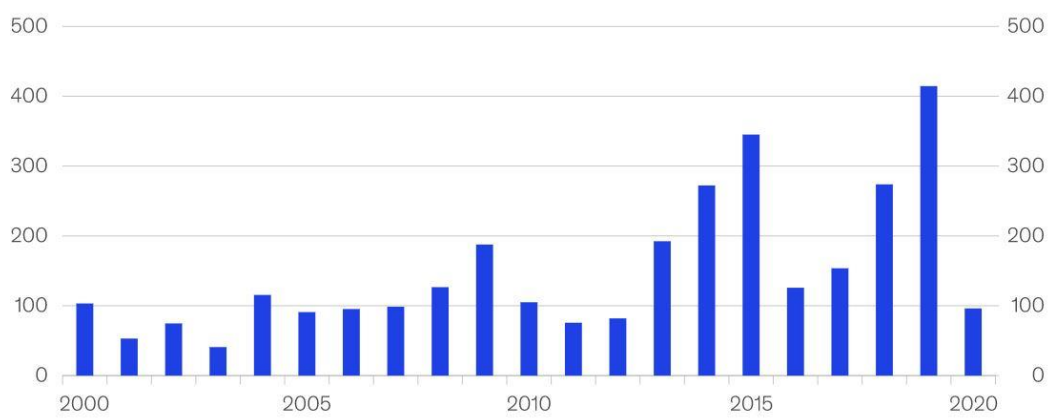
Per fronteggiare queste nuove tipologie di rischi e mantenere inalterata la propria quota di mercato le imprese del settore hanno reagito mediante una notevole accelerazione del processo di concentrazione del mercato attraverso operazioni straordinarie come fusioni ed acquisizioni, lasciando così il passo agli accordi di collaborazione e alle alleanze strategiche, che anzi sono più utilizzate come primo step per conoscere e comprendere il funzionamento e il modello di lavoro dell'azienda target per poi procedere in un secondo istante con l'acquisizione o la fusione, eliminando così il pagamento periodico delle royalties stabilite da questa tipologia di accordi.

Come si può notare dalla Figura sottostante la tendenza incominciata a partire degli anni 2000 è ancora molto frequente, visto che a parte un piccolo periodo di rallentamento che si è verificato in concomitanza della crisi del 2008 e dello scoppio della pandemia da Covid-19 il numero delle operazioni di M&A effettuate e il loro relativo valore è in costante aumento.

Pharmaceutical deal count,¹ number



Pharmaceutical deal value,¹ \$ billion



¹Includes announced biopharma deals (not withdrawn) with more than \$25 million in deal value. As of Aug 24, 2020
Source: Dealogic

Fig. 6 – Attività di M&A nel settore Pharma – tratta da <https://www.mckinsey.com/capabilities/m-and-a/our-insights/a-new-prescription-for-m-and-a-in-pharma>

2.7 APPROFONDIMENTO SUL SETTORE FARMACEUTICO ITALIANO

Dopo aver analizzato in maniera discorsiva le principali caratteristiche del settore farmaceutico, per poter aver una panoramica adeguata del mercato risulta fondamentale anche analizzare dal punto di vista aggregato alcuni dati riguardanti il settore. In particolar modo all'interno di quest'ultimo paragrafo cercherò di raccogliere alcune informazioni per poter analizzare sia dal punto di vista interno che esterno il settore.

Per quanto riguarda l'analisi interna lo strumento più efficace per poterla effettuare è senza dubbio l'applicazione del modello di Porter, creato nel 1979 da parte appunto di M. E. Porter e si propone di individuare e valutare l'importanza delle principale forze che operano all'interno di un mercato per poter stabilirne così l'intensità della concorrenza presente al suo interno e individuare in tal modo l'attrattività del settore per qualsiasi soggetto che abbia intenzione di inserirsi all'interno del mercato.

L'analisi dal punto di vista esterno del settore sarà, invece, supportata da una serie di grafici, tabelle e dati che permetteranno di mettere a confronto il settore farmaceutico italiano con il contesto europeo.

IL MODELLO DI PORTER

Porter individua cinque differenzi forze che impattano all'interno di un contesto economico, ovvero: potere contrattuale degli acquirenti, potere contrattuale dei fornitori, minacci di nuovi entranti, minaccia di prodotti sostitutivi e grado di rivalità nel settore.

All'interno della figura sottostante sono sintetizzate le intensità associate ad ogni singola forza di Porter, le quali poi saranno approfondite una ad una.

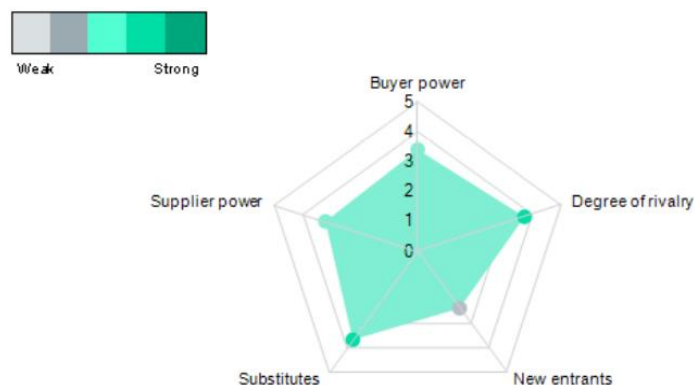


Fig. 7 – Intensità delle forze di Porter nel mercato farmaceutico italiano – tratta da Marketline

POTERE CONTRATTUALE DEGLI ACQUIRENTI

I produttori farmaceutici possono vendere farmaci a operatori sanitari, farmacie e rivenditori, che poi forniscono agli utenti finali del mercato. Alcuni dei maggiori acquirenti nel mercato italiano includono il servizio sanitario pubblico italiano e il Gruppo Garofalo⁴², che hanno una forte forza finanziaria e acquistano grandi quantità di farmaci. Esistono alcune farmacie indipendenti, ma spesso operano su piccola scala e riforniscono comunità isolate. Fatta eccezione per i farmaci da banco e simili, le prescrizioni sono generalmente richieste per ottenere i prodotti farmaceutici. La commercializzazione dei farmaci da prescrizione da parte dei loro produttori è quindi in gran parte diretta ai medici, sui quali esercitano un'influenza significativa. Infatti, con la notevole eccezione degli Stati Uniti, la pubblicità di tali prodotti direttamente ai consumatori è generalmente illegale. A seconda della condizione medica, potrebbero essere disponibili diversi trattamenti farmacologici e la differenziazione del prodotto in questi casi indebolisce il potere dell'acquirente. Tale differenziazione può includere efficacia, facilità d'uso, effetti collaterali e rapporto costo-efficacia. È probabile che anche il passaggio alla ricerca genetica e genomica, che dà origine alla possibilità di una medicina personalizzata, riduca il potere dell'acquirente. Al contrario, laddove esistono equivalenti generici a un farmaco di marca, la differenziazione è diminuita e il potere dell'acquirente è aumentato.

La fonte primaria di fondi per l'acquisto di farmaci è, nella maggior parte dei casi, un'assicurazione sanitaria del settore pubblico o privato o un ente simile. Questi possono finanziare direttamente gli acquisti o rimborsare in tutto o in parte l'acquisto iniziale di un utente finale. Ciò aumenta il potere dell'acquirente. Non solo tali grandi acquirenti possono esercitare un potere di mercato monopsonistico, ma è anche molto comune che utilizzino una o più strategie specifiche di controllo dei prezzi. Durante la 72^a Assemblea Mondiale della Sanità tenutasi dall'Organizzazione Mondiale della Sanità nel 2020, l'Italia ha annunciato l'intenzione di aumentare la trasparenza nel prezzo dei prodotti farmaceutici, con l'intento di controllare l'accessibilità e l'accessibilità dei nuovi farmaci, nonché incoraggiare una maggiore negoziazione dei prezzi. Man mano che il Paese intraprende questi piani è probabile che il potere degli acquirenti aumenti.

⁴² Gruppo leader in Italia nel settore della sanità privata accreditata e comprende 28 strutture di eccellenza, situate in 8 regioni italiane differenti

Sono comuni i regimi dei prezzi di riferimento, in cui i livelli di rimborso sono fissati confrontando il prezzo di un farmaco in paesi di pari livello e/o categorie terapeutiche. Se una categoria terapeutica contenesse farmaci generici, l'effetto potrebbe essere quello di abbassare il prezzo di riferimento per i farmaci brevettati nella stessa categoria. Un effetto simile può verificarsi quando i paesi del gruppo di pari hanno redditi pro capite inferiori rispetto al paese che effettua il confronto. I prezzi dei farmaci rimborsabili sono fissati mediante negoziazione in Italia attraverso un regime di prezzi di riferimento.

Nel complesso, il potere dell'acquirente è valutato come forte.

POTERE CONTRATTUALE DEI FORNITORI

I principali fornitori del mercato farmaceutico sono i produttori di ingredienti farmaceutici attivi (API), che costituiscono un sottosectore dell'industria chimica e producono input chiave come disintegranti, glidanti e diluenti. Un certo numero di importanti aziende farmaceutiche ha effettuato importanti investimenti nella produzione di prodotti chimici fini, fornendo loro un certo grado di autosufficienza e questo riduce in una certa misura il potere dei fornitori. A loro volta, le aziende farmaceutiche impiegano responsabili dell'approvvigionamento per ridurre al minimo i costi e mitigare il potere dei fornitori. Lo sviluppo di nuovi agenti terapeutici richiede l'approvvigionamento di nuove API, per le quali i produttori chimici possono addebitare alle aziende farmaceutiche prezzi più elevati. Se il nuovo farmaco raggiunge con successo il mercato, il fornitore dell'API può guadagnare una grande quantità di denaro.

Gli attori del mercato tendono ad acquistare le loro materie prime da numerosi fornitori, riducendo la loro dipendenza da una particolare azienda. In generale, le apparecchiature di laboratorio e i prodotti chimici mostrano poca differenziazione tra i fornitori, con i clienti che utilizzano un alto grado di scelta per ottenere il miglior rapporto qualità-prezzo, riducendo il potere del fornitore.

Negli ultimi anni, le aziende farmaceutiche più grandi si sono rivolte alla produzione dei propri prodotti chimici nel tentativo di aumentare i profitti; tuttavia, le aziende più piccole non dispongono delle risorse necessarie per farlo e continuano a fare affidamento sui produttori di API.

Ad esempio, Pfizer CentreOne è un'organizzazione globale di sviluppo e produzione incorporata all'interno dell'azienda Pfizer, che fornisce API speciali ai propri clienti. Allo stesso modo, l'azienda farmaceutica italiana Recordati ha una Divisione Chimica Recordati separata

che produce intermedi di sintesi chimica e API per l'uso all'interno dell'azienda e per altre grandi organizzazioni farmaceutiche. Le aziende farmaceutiche saranno probabilmente più desiderose di integrarsi a ritroso nelle API perché questi ingredienti sono essenziali per produrre il farmaco generico finale e saranno quindi i più richiesti.

Nel complesso, il potere dei fornitori è moderato.

MINACCIA NUOVI ENTRANTI

La regolamentazione e i quadri giuridici possono influire sulla facilità di accesso al mercato in diversi modi. In primo luogo, un'azienda che desidera commercializzare i suoi prodotti deve dimostrare che i suoi farmaci sono sicuri ed efficaci, con soddisfazione del regolatore nazionale. In Italia, questo ruolo è svolto dall'Agenzia Italiana del Farmaco, che svolge una serie di attività legate all'iter normativo associato al farmaco, dalla registrazione e autorizzazione all'immissione in commercio, al controllo dei laboratori di produzione e della qualità delle lavorazioni. L'agenzia gestisce anche la verifica della sicurezza e congruità d'uso, fino alla contrattazione del prezzo.

Una start-up che intende sviluppare un farmaco biotecnologico completamente nuovo avrà bisogno di significativi investimenti iniziali, spesso da parte di società di capitale di rischio, e questo deve essere disponibile per il tempo necessario per sviluppare e testare il prodotto. Oltre a investire una quantità significativa in ricerca e sviluppo, i produttori spendono anche costi sostanziali per il marketing, il che aumenta ulteriormente il capitale richiesto dai nuovi entranti.

La natura e la forza della protezione della proprietà intellettuale influiscono anche sulla probabilità di nuovi ingressi nel mercato. I nuovi entranti dovranno, infatti, reclutare specialisti nel settore, al fine di sviluppare e produrre farmaci innovativi. I ricercatori hanno spesso una laurea in chimica o in un campo correlato e assumere del personale con qualifiche di questa natura spesso richiede stipendi notevolmente elevati, il che potrebbe rivelarsi un ostacolo per quelle società che intendono entrare nel mercato.

Nel complesso, le barriere all'ingresso nel mercato sono elevate e la minaccia di nuovi entranti è altrettanto debole.

MINACCIA DI PRODOTTI SOSTITUTIVI

Ci sono diversi sostituti per i prodotti farmaceutici; i pazienti, ad esempio, possono scegliere i rimedi tradizionali, oppure i medici possono optare per trattamenti non farmacologici se li ritengono più appropriati.

I principali sostituti dei farmaci di marca sono i generici e i biosimilari (noti anche come biologici di proseguimento). I produttori di farmaci generici possono offrire lo stesso farmaco a un prezzo molto più basso, in quanto fanno affidamento sui dati di sicurezza ed efficacia forniti dal prodotto innovativo e pertanto non devono condurre costosi studi clinici. La piccola differenza di prezzo tra farmaci di marca e generici in Italia è stata a lungo un ostacolo all'adozione dei farmaci generici ed è principalmente dovuta alle aziende di marca che abbassano i prezzi per mantenere la quota di mercato dopo la scadenza del brevetto. Inoltre, l'insolita attuazione della legge sui brevetti italiana nei primi anni '90 ha fatto sì che molti farmaci non brevettati nel resto d'Europa siano ancora protetti in Italia. Ciò riduce in qualche modo la minaccia di questo particolare sostituto.

Secondo Omeoimprese, l'associazione italiana dei produttori di medicinali omeopatici, il 16% degli italiani utilizza l'omeopatia una volta all'anno. Dall'indagine è emerso che il 60,4% degli utilizzatori di medicinali omeopatici sono donne, per lo più di età compresa tra i 35 e 54 anni. Gli usi più comuni di tale medicina alternativa sono per raffreddore, influenza, dolori articolari e allergie. Si dice anche che la consapevolezza sia in aumento, ponendo una crescente minaccia di sostituzione alla medicina convenzionale e aiutata dalla popolarità generale tra i consumatori.

La minaccia di sostituti è valutata forte.

GRADO DI RIVALITA' NEL SETTORE

Il mercato italiano dei prodotti farmaceutici basati sulla ricerca è dominato da diverse multinazionali, accanto a società più piccole come i player biotecnologici focalizzati su un numero limitato di nuovi prodotti, sono presenti, poi, anche aziende che commercializzano generici.

La presenza di grandi incumbent, così come il numero di società che operano all'interno del mercato, aumenta il livello di rivalità. I protagonisti del mercato italiano sono Recordati, Menarini, Pfizer e Chiesi Farmaceutici SpA.

La rivalità è forte nel mercato italiano a causa della crescita inferiore rispetto ad altri paesi europei, come la Germania e il Regno Unito. Nonostante ciò, l'attività di fusione e acquisizione suggerisce che la rivalità non è così grande come accade convenzionalmente nei mercati a crescita lenta. Gran parte dell'attività sul mercato si è concentrata sugli accordi di licenza, ad esempio l'accordo di licenza esclusiva siglato tra Recordati e la società statunitense ARS Pharmaceuticals nel settembre 2020 per la commercializzazione di uno spray nasale. Tuttavia,

il mercato italiano ha assistito ad alcune attività di M&A nel 2020, con l'acquisizione da parte di Menarini di Stemline Therapeutics, una società biofarmaceutica con sede negli Stati Uniti focalizzata sullo sviluppo e la commercializzazione di terapie oncologiche. Ciò ha in qualche modo intensificato la rivalità rafforzando le capacità e il portafoglio prodotti di Menarini.

Le grandi aziende spesso perdono entrate a causa della scadenza dei brevetti e sono sempre più motivate ad acquisire aziende più piccole che hanno un forte potenziale di guadagno grazie a prodotti innovativi. Pertanto, le acquisizioni sono comuni in questo particolare mercato e sono un modo fondamentale per le aziende di stabilire un vantaggio competitivo. Questa potrebbe diventare una caratteristica del mercato italiano in futuro, se il mercato non cresce e la concorrenza diventa più agguerrita.

È moderatamente facile uscire dal mercato. Molte delle risorse sono "senza peso" - brevetti, marchi, metodi sintetici e così via - e possono essere vendute con relativa facilità. Molte delle strutture e delle attrezzature di R&S e di produzione hanno usi al di fuori della ricerca o della produzione farmaceutica.

Nel complesso, il grado di rivalità è forte.

ALCUNI DATI SUL SETTORE⁴³

Nonostante anche il settore farmaceutico italiano sia stato colpito dalle conseguenze causate dalla pandemia, nel corso del 2021 l'Italia, insieme a Francia e Germania, ha rappresentato il fiore all'occhiello dell'industria farmaceutica in Europa (Fig. 8) con una produzione che ha toccato nel corso dell'anno i 34,4 milioni di euro e un'occupazione pari a 67 mila addetti, costantemente in crescita negli ultimi 5 anni, dove si è collocato al primo rispetto a tutti gli altri settori, sia dal punto di vista numerico (in media +9%), che dal punto di vista del coinvolgimento di donne e giovani laureati (+13%), favorendo in tal modo un necessario ricambio generazionale.

Anche dal punto di vista dell'export (Fig. 9) il settore sta attraversando un fiorente periodo di sviluppo, dato che negli ultimi 10 anni risulta raddoppiato fino a rappresentare circa l'85% della produzione. In particolar modo, negli ultimi cinque anni (periodo dal 2016 al 2021), il valore medio dei farmaci esportati è cresciuto del 52%, più del totale dell'Unione Europea (+35%).

⁴³ Tutti i dati e i grafici utilizzati all'interno del seguente paragrafo sono stati presi dal sito di [farindustria](https://www.farindustria.it/) <https://www.farindustria.it/>

Anche dal punto di vista degli investimenti in Ricerca e Sviluppo l'industria italiana si colloca fra i primi posti in Europa grazie agli 1,7 miliardi investiti nel corso del 2021, pari a circa il 6% del totale degli investimenti in Italia e raggiungendo il +3,7% rispetto all'anno precedente (Fig. 10). Tali categorie di investimenti hanno permesso al settore italiano di specializzarsi in particolari sottosectori come, ad esempio, la creazione di farmaci biotech, orfani, vaccini ed i plasmaderivati.

L'industria italiana sta cercando di impegnarsi anche nella transizione ecologica, adottando un approccio all'intero ciclo di vita del farmaco orientato alla ricerca dell'efficienza e alla circolarità. Negli ultimi dieci anni è stato ridotto il consumo energetico del 44% ed anche dal punto di vista di scarti e rifiuti sono stati effettuati importanti passi avanti dato che il 55% delle imprese si sta impegnando nella riduzione o eliminazione dell'uso della plastica in ogni fase del ciclo produttivo.

La riduzione dei costi energetici nel corso del 2022 ha dato i suoi frutti dato che nei primi quattro mesi, nonostante le tensioni causate dall'approvvigionamento e l'incremento dei costi dell'energia che non si possono trasferire sul prezzo finale a causa della sua regolamentazione, si è registrato un incremento della produzione dell'8%.



Fig. 8 – Paesi UE per produzione ed addetti

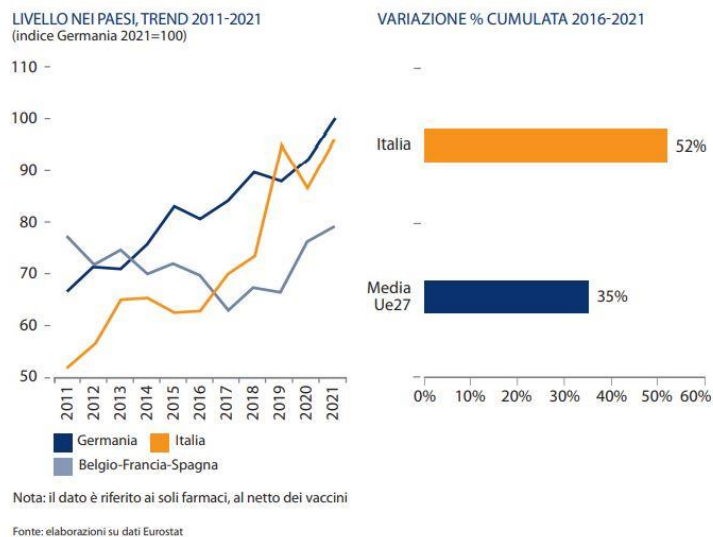


Fig.9 – Export settore farmaceutico dei principali Stati UE



Fig. 10 – Caratteristiche R&D settore farmaceutico italiano

CAPITOLO 3 - ANALISI FINANZIARIA E VALUTAZIONE RELATIVA DI DUE SOCIETA' FARMACEUTICHE

3.1 INTRODUZIONE

L'analisi approfondita del settore farmaceutico effettuata all'interno del secondo capitolo risulta funzionale all'approfondimento che verrà effettuato all'interno dell'ultima parte del lavoro. Infatti, ora la mia attenzione sarà rivolta non più al settore in generale, bensì all'analisi dal punto di vista finanziario di due delle più grandi eccellenze italiane del settore, le quali sono riuscite ad espandere la propria attività in tutto il mondo, ovvero i gruppi farmaceutici Angelini Industries, meglio conosciuto come Gruppo Angelini dato che solo a partire dalla fine del 2021 vi è stata una modifica della ragione sociale e del logo della società, e il gruppo Recordati S.p.A., anch'esso operante all'interno del settore Pharma e che a differenza del gruppo Angelini Industries è quotato anche nel mercato borsistico italiano.

La prima parte del terzo capitolo, come già accennato, riguarderà l'analisi dei bilanci delle due società, in particolar modo ho recuperato all'interno dei siti delle aziende gli ultimi due bilanci, relativi rispettivamente al 2021 e al 2020. I seguenti documenti saranno oggetto di studio per cercare di comprendere il metodo con il quale le due società operano e i risultati che sono riusciti ad ottenere, i quali saranno valutati attraverso un'analisi della "salute" dell'azienda attraverso il calcolo di alcuni dei più significativi indici di bilancio e dei vari margini strutturali per comprendere se vengono rispettati i principali equilibri d'impresa.

Successivamente in continuità con lo studio dei principali metodi di valutazione delle imprese farmaceutiche affronterò il tema della valutazione relativa delle due aziende caso di studio attraverso il metodo dei multipli. L'idea iniziale sarebbe stata quella di determinare l'Enterprise Value delle due società applicando il metodo delle opzioni reali, il più indicato dalla letteratura per la valutazione del capitale economico in questi casi, ma l'impossibilità di reperire informazioni più accurate, quali budget o piani industriali, mi hanno costretto a scartare tali ipotesi e di soffermarmi invece maggiormente in una valutazione di carattere relativo.

3.2 ANGELINI INDUSTRIES – PANORAMICA DEL GRUPPO SOCIETARIO

La storia di questa prestigiosa società inizia nel primo dopoguerra grazie all'intuizione di un farmacista marchigiano di nome Francesco Angelini, che insieme ad altri due soci decide nel 1919 di fondare una società ad Ancona con l'obiettivo di produrre e vendere medicinali su larga scala. Il primo nome che viene dato all'azienda è ANFERA e sviluppa una vera e propria rete di vendita diretta capace di rifornire inizialmente le farmacie dell'Italia centro meridionale fino poi a raggiungere l'intera penisola italiana nel corso degli anni '30, diventando il primo distributore della penisola nel settore.

Alcune vicissitudini fra i tre soci, tuttavia, portarono allo scioglimento della società, ma, l'imprenditore Francesco Angelini non si scoraggiò e fondò in solitaria una nuova società nel corso del 1940 con un business molto simile alla prima, l'unica variazione apportata è nella volontà non solo di commercializzare un prodotto ma anche di creare dei veri e propri medicinali attraverso un'attività di ricerca e sviluppo in laboratorio. Il nuovo nome assegnato è ACRAF – Aziende Chimiche Riunite.

Gli anni avvenire sono i più complicati per la società, a causa dello scoppio della Seconda Guerra Mondiale che impatta in primo piano sullo sviluppo dell'azienda stessa dato che alcuni bombardamenti radono al suolo i primi stabilimenti produttivi. L'imprenditore, nonostante ciò, crede ancora fermamente nella bontà del progetto e con lui anche alcune banche della zona che malgrado la difficoltà economica attraversata nella seconda metà degli anni '40 decidono di concedere dei finanziamenti per la ricostruzione degli stabilimenti e la rimessa in moto della società.

La scelta risulta azzeccata dato che nel corso degli anni '50 vi è un'inversione di tendenza con un ottimo piano industriale messo in atto dall'imprenditore che inizia con il lancio del primo medicinale brevettato dalla società, ovvero il Dobetin. L'idea iniziale dell'imprenditore, poi successivamente messa in atto, era quella di curare l'anemia perniciosa, una malattia estremamente diffusa in Italia a causa delle conseguenze della guerra che hanno fatto soffrire di fame la popolazione italiana.

Lo sviluppo della società comporta anche lo spostamento della sede direzionale da Ancona a Roma, dove ancora oggi è presente l'headquarter.

Il decennio attraversato dalla società si conclude con l'immissione in commercio di un ulteriore farmaco che ancor oggi risulta essere uno dei composti maggiormente venduti in Italia, ovvero

Tachipirina, e la nascita di una nuova società, FATER, specializzata nella produzione di pannolini per bambini, anche se la società risulterà poi essere conosciuta soprattutto per la produzione di assorbenti igienici femminili e per il lancio del marchio Lines che rivoluzionerà le abitudini delle donne italiane.

Il piano di sviluppo industriale continua anche nel corso dei decenni successivi, in primo luogo, con l'investimento di numerose risorse economiche nel campo della ricerca. Lo sforzo risulta notevolmente ripagato dato che le molecole ideate risultano essere la base di alcuni farmaci che hanno fatto la storia della società insieme a Dopetin e Tachipirina come Tantum Verde e Trittico, i primi farmaci ad essere commercializzati anche al di fuori dei confini italiani grazie a numerose partnership commerciali con aziende estere e alla notevole efficacia di tali prodotti.

Inizia così un grande periodo di espansione della società, che prende il via con una serie di investimenti nella vicina penisola iberica attraverso l'acquisizione del gruppo Lepori, sito in Barcellona che era costituito da ben tre differenti società.

Date le notevoli dimensioni che stava assumendo la società, la principale strategia di crescita adottata dalla stessa è per via esterne, ovvero attraverso l'acquisizione di nuove società emergenti nel settore, con idee innovative e che permettono al gruppo Angelini anche di poter penetrare con maggiore facilità all'interno di mercati fin ora non ancora esplorati.

La crescita per via esterna, tuttavia, è anche accompagnata dal lancio di nuovi farmaci ideati dai propri laboratori di ricerca; nel corso degli anni '80, infatti, il mercato viene stravolto dal lancio di un nuovo prodotto: Moment. La novità connessa a tale farmaco non sta solo nel fatto che era in grado di curare una delle problematiche più comuni nella vita di tutti i giorni, vale a dire il mal di testa, ma nel primo esempio di campagna pubblicitaria e, quindi, di un'iniziativa studiata di marketing associato ad un prodotto farmaceutico.

L'attività di crescita della società non accenna ad arrestarsi e attraverso varie acquisizioni più o meno importanti (una delle principali risulta Amuchina nel 2000), il gruppo inizia ad assumere le sembianze di cui conosciamo oggi. Nella figura sottostante viene riportata la struttura societaria odierna del gruppo Angelini Industries.

Struttura societaria

Lo schema di seguito riportato mostra la struttura del Gruppo aggiornata al 10 giugno 2022. La struttura articolata di Angelini Industries evidenzia due aspetti rilevanti: il trend di espansione internazionale in tutti gli ambiti, in particolar modo nel Pharma e nel Consumer, e la diversificazione del business.



Figura 11 – Struttura gruppo Angelini Industries – tratto da Annual Report 2021 Angelini Industries disponibile su www.angeliniindustries.it

Come è possibile notare dalla figura sovrastante la maggioranza delle società facenti parte del gruppo operano all'interno del settore storico di riferimento ovvero quello farmaceutico, tuttavia, nel corso degli anni l'attività si è espansa in altri settori, anche parecchio differenti cercando in tal modo di diversificare le proprie entrate per non incorrere in problematiche nel caso in cui ci siano dei periodi di difficoltà nel business principale. Oltre al Pharma la società, infatti, da parecchi anni è attiva anche nel settore del largo consumo, della tecnologia industriale, della profumeria, della dermocosmesi e nel vitivinicolo.

Altro aspetto molto importante e che migliora ulteriormente la strategia di diversificazione adottata dalla società è la dislocazione delle varie società, le quali non sono ubicate solamente in Italia o negli Stati limitrofi, bensì vi sono stabilimenti in gran parte degli Stati europei (maggiormente concentrati nel centro e nell'ovest del continente), in America (USA) e anche in Asia (Cina). Chiaramente viene garantita, in questo modo, una maggiore facilità nel penetrare in questi mercati ed inoltre anche la possibilità di concentrare l'attività produttiva in luoghi strategici dove la manodopera è più conveniente oppure dove vi è più facilità nel reperire la materia prima da utilizzare all'interno del ciclo produttivo.

Angelini Industries opera all'interno del settore farmaceutico attraverso Angelini Pharma, il quale è un gruppo specializzato principalmente nella ricerca, nello sviluppo e nella commercializzazione di farmaci, operando in ben 20 Stati differenti e occupando circa 3000 persone. Grazie, tuttavia, ad alleanze di natura strategica con altri gruppi farmaceutici leader globali il numero di Stati raggiunti dai prodotti farmaceutici di Angelini incrementa fino a raggiungere un numero superiore al 70.

Attraverso l'analisi del settore abbiamo compreso come l'attività di ricerca e sviluppo sia fondamentale per poter ottenere una posizione leader all'interno del mercato e proprio per questo Angelini punta notevolmente su questa area. La ricerca ha portato alla scoperta di principi attivi di notevole importanza, come trazodone e benzidamina, che ancor oggi sono oggetto di studio e sono attivi numerosi programmi per poter meglio adattare le terapie alle esigenze specifiche dei vari pazienti.

Uno dei principali punti di forza dell'attività di ricerca attuata dall'azienda e che potrebbe essere il valore aggiunto che garantisce la buona riuscita di vari progetti è l'apertura dei propri laboratori a vari esperti anche esterni alla società. Angelini, infatti, annovera collaborazioni pubblico-private con Università e centri di ricerca di eccellenza sia a livello nazionale che

internazionale, i quali garantiscono la possibilità di scambiare conoscenze con i ricercatori della società migliorando la buona riuscita dei vari studi.

Gli impianti produttivi che si dedicano interamente alla produzione e al confezionamento dei farmaci sono ben 5, tre dei quali localizzati in Italia (Ancona, Aprilia e Casella), mentre gli altri due rispettivamente in Spagna e negli Stati Uniti.

All'interno del settore del largo consumo che garantisce una parte consistente dei ricavi del gruppo, invece, Angelini opera attraverso tre differenti società:

- Fater: è stata fondata nel 1958 e risulta ancor oggi essere la leader all'interno del mercato italiano di prodotti assorbenti per la persona. Nel proprio attivo conta numerosi marchi rinomati come Lines e Pampers ed è anche presente nel mercato europeo per la cura della casa con brand come ACE, Neoblanc oppure Comet. In media, secondo una statistica resa disponibile all'interno del Report Annuale 2021, 3 italiani su 4 possiede all'interno della propria abitazione un prodotto riconducibile a Fater. L'azienda, negli ultimi anni, si sta sviluppando anche sotto il profilo ambientale cercando di ridurre il consumo e la presenza di plastica all'interno dei propri prodotti, con l'obiettivo di dimezzarne l'utilizzo entro il 2025. Anche Fater, come Angelini Pharma, è molto attenta all'attività di ricerca e sviluppo e, proprio per questo, investe annualmente circa il 4% del proprio fatturato in tale ramo aziendale.
- Angelini Consumer: la seguente società può essere considerata come un vero e proprio laboratorio che ha come obiettivo principale quello di fornire prodotti e servizi di ottima qualità alle comunità e alle famiglie, prendendosi cura di loro dalla tenera età fino alle necessità legate alla vecchiaia.
- Madre Natura: ha sede in Svizzera (Lenzburg) ed è stata fondata nel 2013 attraverso una joint venture con Hero Group. Si presenta al pubblico con prodotti 100% biologici, a base di frutta e verdura, e cerca di riunire tutte le conoscenze acquisite dalle altre due società per fornire ai genitori un percorso alimentare sano ed equilibrato con il quale crescere i propri figli. I principali prodotti immessi nel mercato sono omogeneizzati, frutta frullata, cereali, pastine e snack.

Nel settore della tecnologia industriale il gruppo opera attraverso la unit Angelini Technologies, la cui principale società è Fameccanica, la quale ha come obiettivo principale la progettazione e lo sviluppo di tecnologie, robotica e servizi per la produzione industriale di fast-moving consumer goods, packaging sostenibili, movimentazione e riconoscimento automatizzato per la

logistica. Tale ramo d'azienda è particolarmente attivo in questi ultimi anni con più di 1200 macchinari consegnati in tutto il mondo nel 2021 e ben 750 brevetti industriali all'attivo. L'ottimo periodo di sviluppo che sta attraversando la seguente società è confermato anche dal riconoscimento ottenuto all'interno del report EPO (European Patent Office), nel quale viene definita come l'azienda più innovativa d'Italia grazie alle ben 85 differenti richieste di brevetto depositate nel corso del '21.

Ulteriore settore nel quale opera il gruppo è quello della profumeria e della dermocosmesi. La sede principale di Angelini Beauty è Milano e, nonostante questa unit sia meno sviluppata rispetto alle altre collabora in ogni caso con marchi prestigiosi come Trussardi, Chiara Ferragni, Blumarine, per i quali si occupa della creazione, sviluppo e commercializzazione delle linee di profumo. Nonostante la presenza in questo mercato non sia eccessivamente sviluppata, risultano impiegati circa 200 dipendenti che consentono di sviluppare rapporti commerciali con vari mercati strategici, soprattutto all'estero (ad esempio Germania, Spagna, Austria e Svizzera).

Attraverso Angelini Wines & Estates, infine, la società è presente nel settore vitivinicolo. Rispetto agli altri ambiti approfonditi che hanno dei legami con il business principale della società, il vitivinicolo risulta essere estremamente differente, infatti, è il reparto meno sviluppato e che contribuisce in maniera minore ai ricavi del gruppo. Nonostante ciò, sotto il controllo di questa divisione vi sono ben 6 cantine, dislocate fra Veneto, Toscana e Friuli-Venezia Giulia, per un totale di ben 1700 ettari e una produzione complessiva di 4 milioni di bottiglie l'anno.

Lo studio dei vari settori di attività in cui è presente il gruppo Angelini Industries e del suo modo di operare permette di comprendere come l'obiettivo strategico della società, ovvero “sostenere la crescita, l'internazionalizzazione e la creazione di valore del proprio portafoglio di business, attraverso un'offerta di prodotti innovativi, funzionali e focalizzati sulla cura delle persone e delle famiglie nella vita di tutti i giorni”⁴⁴ non sia solo un concetto, ma una vera e propria linea guida nella varie scelte industriali poste in essere. È possibile notare come tutte le strategie di business attuate siano concordi con la visione ideata dalla società. In particolar modo la società punta ad ottenere una riconoscibilità del brand non solo su scala nazionale, ma anche e soprattutto su base internazionale, attraverso il rafforzamento dell'identità e della

⁴⁴ Estratto da Annual Report 2021 Angelini Industries disponibile su www.angeliniindustries.it

notorietà del marchio. Sotto questo punto di vista è stato lanciato nel corso del 2021, in seguito al compimento dei 100 anni di storia avvenuto nel 2019, un progetto di rebranding (vedasi Figure 12 e 13) che ha interessato tutte le società del gruppo, quindi non solo la holding ma anche tutte le unità operative.

Il nuovo marchio adottato ha l'obiettivo di rappresentare l'inclusività e l'apertura al futuro del gruppo, e questa nuova visione si sposa perfettamente con il nuovo modello di governance adottato, basato su un Consiglio di Amministrazione con competenze a 360 gradi e specifiche su ogni business in portafoglio, con il fine di favorire lo sviluppo di nuove strategie attraverso il fitto scambio di informazioni fra la holding e le società operative.



3.3 ANALISI FINANZIARIA ANGELINI INDUSTRIES

Dopo aver analizzato da un punto di vista strettamente qualitativo i business nei quali è operativa la società è necessario anche soffermarsi su un'analisi di carattere finanziario per comprendere l'andamento che ha seguito la gestione negli ultimi esercizi; in particolar modo l'analisi sarà effettuata attraverso il bilancio di esercizio consolidato degli ultimi tre esercizi, ovvero 2021, 2020 e 2019.

All'interno del seguente paragrafo allegherò gli schemi di stato patrimoniale e conto economico da me riclassificati (importi in migliaia di euro) per mantenere l'impostazione del lavoro maggiormente ordinata; tuttavia, per lo svolgimento dello studio utilizzerò come riferimento gli schemi di bilancio stabiliti dal Codice civile redatti in base ai principi contabili OIC, che saranno allegati all'interno dell'Appendice A.

STATO PATRIMONIALE

ATTIVO			
	2021	2020	2019
ATTIVO CIRCOLANTE	2.074.747	2.352.896	1.882.750
Liquidità immediate	505.291	1.079.869	706.284
Liquidità differite	1.280.554	984.547	923.970
Rimanenze	288.902	288.480	252.496
ATTIVO IMMOBILIZZATO	2.197.842	1.808.197	886.277
Immobilizzazioni immateriali	1.502.113	1.117.817	199.393
Immobilizzazioni materiali	403.782	427.209	402.870
Immobilizzazioni finanziarie	291.947	263.171	284.014
CAPITALE INVESTITO	4.272.589	4.161.093	2.769.027
PASSIVO			
	2021	2020	2019
Passività correnti	704.005	682.302	687.937
Passività consolidate	560.675	589.652	102.808
Fondi rischi e oneri e fondo TFR	85.710	79.029	75.319
Patrimonio Netto	2.922.199	2.810.110	1.902.963
FONTI DI INVESTIMENTO	4.272.589	4.161.093	2.769.027

La seguente tipologia di riclassificazione dello stato patrimoniale secondo il criterio di natura finanziaria ha l'obiettivo di verificare se esiste una corrispondenza temporale fra le scadenze degli investimenti e dei finanziamenti; infatti, a tale scopo le varie voci vengono raggruppate in base al vincolo di durata, ovvero 12 mesi se si tratta di attività/passività a breve scadenza e viceversa.

Con l'aiuto del seguente schema è possibile, quindi, valutare se la società è in grado di fronteggiare impegni finanziari a breve scadenza con la liquidità che è riuscita a generare entro i dodici mesi. Si possono calcolare in questo caso due differenti indici, il primo risulta molto comune e di facile interpretazione ovvero l'indice di liquidità, che si ottiene dividendo le attività a breve con le relative passività a breve, il secondo invece viene denominato margine di tesoreria e si ottiene dividendo sempre le attività a breve termine, in questo caso però al netto del magazzino, con le passività a breve.

	2021	2020	2019
INDICE DI LIQUIDITA'	2,95	3,45	2,74
MARGINE DI TESORERIA	2,54	3,03	2,37

L'analisi dei seguenti indici ci permettere di comprendere come la società sia finanziata correttamente ed in equilibrio dal punto di vista patrimoniale durante tutti e tre gli esercizi posti sotto esame; infatti, in tutti e tre i casi sia l'indice di liquidità che il margine di struttura risultano essere di gran lunga positivi e con lievi variazioni fra un anno e l'altro, garantendo ancor più solidità alla società. Ciò significa che la società riesce a far fronte ai propri impegni prossimi alla scadenza con della liquidità già prodotta o facilmente producibile e questo anche qualora si vada a scorporare dal calcolo il magazzino, che tra le poste dell'attivo circolante, rispetto ai crediti e alle disponibilità liquide, potrebbero risultare più difficili da trasformare in liquidità immediata.

Dato che le passività a breve termine risultano correttamente coperte, mi aspetto che anche le attività a medio lungo termine risultino correttamente finanziati attraverso delle fonti di natura durevole. La seguente tesi risulta confermata dal calcolo di ulteriori due indicatori, vale a dire il coefficiente di copertura del capitale fisso, determinato come il rapporto fra il patrimonio netto al quale vengono aggiunte le passività consolidate e l'attivo immobilizzato e il margine di struttura primario calcolato, invece, come il rapporto fra il solo Patrimonio Netto e l'attivo immobilizzato. Nella tabella sottostante sono riepilogati i valori dei seguenti indici che permettono di comprendere come al dal punto di vista del lungo periodo la società sia correttamente finanziata, dato che in tutti e tre gli esercizi gli indici si attestano anche in questo caso ben al di sopra dell'unità, tuttavia si sta assistendo ad un peggioramento dei rapporti durante tutti e tre gli esercizi dato che nel 2019 si attestavano rispettivamente a 2,26 e 2,15 mentre nel 2021 a 1,58 e 1,33, in netto peggioramento.

Uno dei motivi principali di questo peggioramento, tuttavia, può essere ricondotto al fatto che nel corso dell'ultimo esercizio il gruppo Angelini ha registrato un'importante acquisizione, il gruppo Arvelle operante all'interno del settore farmaceutico, che ha comportato una netta diminuzione delle liquidità immediate, come è possibile notare dallo schema di bilancio riclassificato. L'acquisizione ha comportato un peggioramento degli indicatori appena esposti, ma al tempo stesso ha permesso alla società di incrementare notevolmente il valore del proprio attivo immobilizzato (vedasi voce Immobilizzazioni immateriali), cercando di raggiungere due obiettivi fondamentali per la società, vale a dire rafforzare la propria leadership all'interno del mercato europeo nella cura verso malattie che colpiscono il sistema nervoso, il gruppo Arvelle è proprietaria di brevetti in tal senso, e l'entrata diretta in nuovi mercati finora ancora poco esplorati, in particolar modo il nord Europa (Svezia, Norvegia, Danimarca e Finlandia).

I seguenti rapporti, inoltre, non ci aiutano solo a comprendere come vi siano poche probabilità di incorrere in problemi di solvibilità nel breve termine, ma anche quanto margine di investimento possiede l'impresa e quindi le possibilità di sviluppo future.

	2021	2020	2019
COEFFICIENTE COPERTURA CAPITALE FISSO	1,58	1,88	2,26
MARGINE DI STRUTTURA PRIMARIO	1,33	1,55	2,15

Possiamo dedurre dall'analisi appena svolta che l'equilibrio di natura patrimoniale risulta ampiamente rispettato.

Attraverso la determinazione degli indici di rotazione, invece, è possibile valutare l'efficienza gestionale della società, ovvero se in seguito all'impegno del capitale all'interno dell'attività segue un rientro monetario dello stesso.

In particolar modo ho calcolato tre differenti indicatori, ovvero l'indice di rotazione del magazzino come il rapporto fra ricavi di vendita e magazzino, l'indice di rotazione del capitale circolante, determinato dal rapporto fra ricavi di vendita e attivo circolante e, infine, l'indice di rotazione del capitale investito (o meglio noto come turnover) attraverso il rapporto fra ricavi e capitale investito.

	2021	2020	2019
ROTAZIONE MAGAZZINO	5,97	5,89	6,48
ROTAZIONE DEL CAPITALE CIRCOLANTE	0,83	0,72	0,87
ROTAZIONE DEL CAPITALE INVESTITO	0,40	0,41	0,59

L'analisi combinata dei seguenti indicatori permette di giudicare positivamente l'operato della società anche per quanto riguarda l'efficienza gestionale. Infatti, anche se la tendenza di tali indici risulta in diminuzione, in ogni caso si assestano su valori confortanti ed indicano che le risorse aziendali non sono mal impiegate ma anzi producono un tornaconto alla società sotto forma di ricavi; le risorse investite all'interno dell'impresa riescono, quindi, a tramutarsi nuovamente in liquidità.

Un ulteriore aspetto fondamentale da approfondire durante l'analisi di uno stato patrimoniale di una società è sicuramente il rapporto all'interno del passivo fra l'indebitamento e il capitale proprio. Un indicatore molto importante in tal senso è il leverage, determinato come i debiti finanziari totali / patrimonio netto.

	2021	2020	2019
LEVERAGE	0,43	0,45	0,42

Anche in questo caso il giudizio risulta essere positivo. Angelini Industries, infatti, riesce a coprire l'intero indebitamento verso i terzi con il proprio patrimonio, risultando in tal modo essere una società notevolmente capitalizzata. L'eccessivo indebitamento rende l'impresa maggiormente esposta a situazioni di crisi economica, ma dato che il valore dell'indice è estremamente contenuto, gli analisti tendono a esprimersi positivamente fintantoché il rapporto non si attesta superiore a 4, la manifestazione di tale rischio risulta estremamente complicata.

Concludendo è possibile stabilire come dal punto di vista patrimoniale la società sia ottimamente strutturata, come è certificato da tutti gli indicatori calcolati che permettono di stabilire che tutti gli equilibri significativi siano rispettati.

CONTO ECONOMICO

Per poter avere una panoramica completa della situazione finanziaria della società è necessario analizzare anche il punto di vista economico attraverso lo studio del conto economico consolidato del gruppo. Come in precedenza, viene riportato il conto economico riclassificato, in questo caso a valore aggiunto, il quale permette di scindere i ricavi e i costi relativi alla gestione caratteristica da quelli invece generati dalle attività non afferenti ai business principali. Attraverso la seguente riclassifica, inoltre, è possibile isolare alcuni risultati parziali fondamentali come il MOL, margine operativo lordo (o meglio noto come EBITDA), e il MON, margine operativo netto (EBIT).

	2021	2020	2019	VARIAZIONE 2021-2020	VARIAZIONE 2020-2019
Ricavi delle vendite e prestazioni	1.725.224	1.699.471	1.637.210	25.753	62.261
Produzione interna	-3.887	10.939	794	-14.826	10.145
Altri ricavi	64.969	49.024	43.041	15.945	5.983
VALORE DELLA PRODUZIONE	1.786.306	1.759.434	1.681.045	26.872	78.389
Costi esterni operativi	1.184.624	1.114.285	1.070.907	70.339	43.378
Oneri diversi di gestione	37.393	42.943	47.990	-5.550	-5.047
VALORE AGGIUNTO	564.289	602.206	562.148	-37.917	40.058
Costo del personale	370.992	342.924	343.228	28.068	-304
MARGINE OPERATIVO LORDO (EBITDA)	193.297	259.282	218.920	-65.985	40.362
Ammortamenti, accantonamenti e svalutazioni Attivo Circolante	191.843	147.934	92.995	43.909	54.939
RISULTATO OPERATIVO (EBIT)	1.454	111.348	125.925	-109.894	-14.577
Rettifiche nette di attività finanziarie	-35.277	-11.372	-7.532	-23.905	-3.840
Risultato della gestione finanziaria	159.455	59.930	21.178	99.525	38.752
RISULTATO PRIMA DELLE IMPOSTE	125.632	159.906	139.571	-34.274	20.335
Imposte sul reddito	28.966	29.045	-9.643	-79	38.688
REDDITO NETTO	96.666	130.861	149.214	-34.195	-18.353

Nonostante lo scenario economico nel corso dei tre esercizi posti sotto esame sia stato prepotentemente impattato dalla pandemia la società è riuscita ugualmente ad ottenere degli ottimi risultati, chiudendo tutti e tre gli anni in utile, anche se il risultato d'esercizio è in calo di circa 52 milioni tra il 2019 e il 2021.

La riduzione non è tuttavia da attribuirsi ad una diminuzione dei ricavi, anzi quest'ultimi risultano in incremento nel corso di tutti i tre gli anni, come è possibile visualizzare dalla Figura 13.

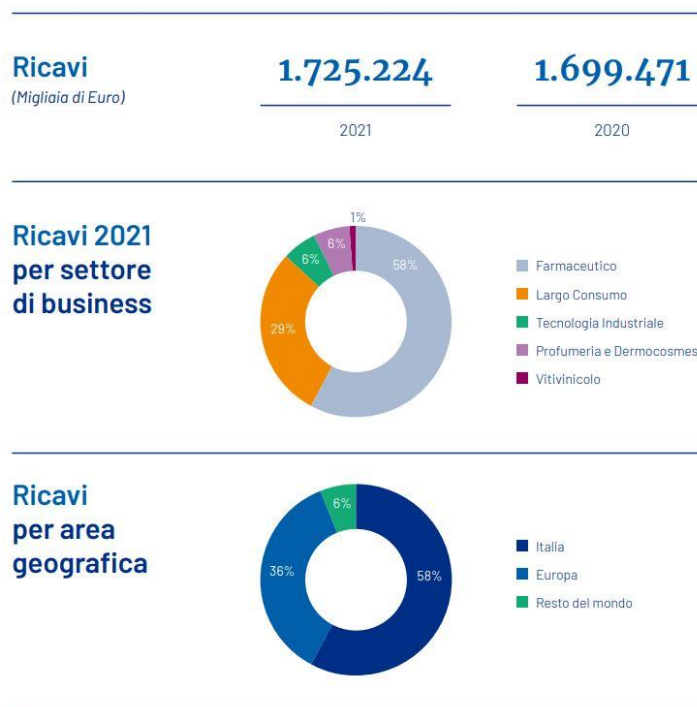


Figura 13 – Andamento e distribuzione dei ricavi nel 2021 – tratto da Annual Report 2021 Angelini Industries disponibile su www.angeliniindustries.it

In particolar modo, fra il 2020 e 2021 vi è stato un incremento del fatturato di ben 25 milioni, grazie soprattutto agli ottimi risultati ottenuti da parte del business farmaceutico e di largo consumo che apportano rispettivamente il 58% e il 29% dei ricavi.

Il calo dell'utile finale dell'esercizio è stato determinato nel corso del 2021 da una drastica diminuzione della marginalità connessa alla gestione caratteristica dell'impresa; infatti, rapportando gli ultimi due esercizi è possibile notare la notevole diminuzione dell'EBIT che è passato da 111,5 milioni a 1,5 milioni, registrando quindi una variazione di circa 110 milioni. La motivazione principale della seguente diminuzione è data dai notevoli costi operativi sostenuti dalla società per l'integrazione e lo sviluppo delle nuove aziende che sono state acquisite nel corso dell'esercizio (si fa riferimento all'acquisizione del gruppo Arvelle) e di quelle, invece, che sono state costituite. Durante il corso del 2021, infatti, sono state costituite due differenti società: Angelini Pharma Ventures S.r.l. e la Angelini Hive S.p.A. Rispettivamente la prima delle due risulta impiegata nel settore Pharma ed i primi investimenti nell'incubatore di start-up Argobio in Francia, mentre la seconda è stata costituita con l'obiettivo di offrire al Gruppo Angelini Industries nuove leve di sviluppo tramite l'assunzione,

la detenzione e l'alienazione di partecipazioni o interessenze in altre Società o enti, sia in Italia sia all'estero, effettuando investimenti in ambito digital health⁴⁵.

Oltre all'incremento dei costi operativi, hanno contribuito ad abbattere l'EBIT anche l'aumento dei costi del personale per 28 milioni di euro, ma soprattutto la significativa espansione della voce degli ammortamenti. In questo caso l'accrescimento è dovuto ai maggiori ammortamenti derivati dalle rivalutazioni di alcuni marchi posseduti dalla società (Moment, Tachipirina e Thermacare) effettuate nel corso del 2021 e i maggiori ammortamenti derivanti dall'acquisizione del gruppo Arvelle.

Per poter completare l'analisi del conto economico della società è fondamentale determinare anche i cosiddetti indici legati alla redditività della società, i quali sono fondamentali per un investitore nel momento in cui vuole valutare se impiegare nell'attività il proprio denaro. Sto facendo riferimento ad indici come il ROE (return on equity), calcolato come il rapporto fra l'utile d'esercizio e patrimonio netto, il ROI (return on investment), determinato attraverso il rapporto fra EBIT e capitale investito ed infine il ROS (return on sales), che equivale al rapporto fra EBIT e ricavi di vendita.

Nella tabella sottostante sono raggruppati i risultati ottenuti.

	2021	2020	2019
ROE	3,31%	4,66%	7,84%
ROI	0,03%	2,68%	4,55%
ROS	0,08%	6,55%	7,69%

Come è possibile notare tutti e tre gli indici di redditività sono in diminuzione, in particolar modo il delta maggiore si registra nel ROS, dato che nel 2019 esprimeva un valore del 7,69%, mentre nel 2021 solamente lo 0,08%. Il netto peggioramento dipende in via principale dalla minore marginalità che l'impresa è stata in grado di ottenere negli ultimi due esercizi per le motivazioni già esposte in precedenza, la quale va ad incidere sul numeratore dell'indice e in via più marginale dal denominatore, visto che i ricavi di vendita sono incrementati. La diminuzione del seguente indicatore combinato con il peggioramento anche del ROI ci permette di capire come la gestione caratteristica della società non sia più in grado di garantire gli stessi ritorni in termini di marginalità.

⁴⁵ Estratto da Annual Report 2021 Angelini Industries disponibile su www.angeliniindustries.it

Tutte le considerazioni appena effettuate sono confermate dall'indice ROE, che esprime il rendimento del capitale proprio della società. Nonostante anche questo indicatore sia in netto peggioramento rispetto ai precedenti esercizi, meno 4,43% rispetto al 2019, è in ogni caso ampiamente superiore allo zero, garantendo quindi che l'investimento che i soci hanno effettuato per partecipare all'attività della società riesca a ottenere i frutti sperati garantendo un guadagno.

3.4 RECORDATI – PANORAMICA DEL GRUPPO SOCIETARIO⁴⁶

In seguito all'analisi effettuata del gruppo societario Angelini Industries la mia attenzione si soffermerà su un altro dei principali interpreti del settore farmaceutico italiano, ovvero il gruppo Recordati.

La storia di questo gruppo societario inizia a partire dal 1926 a Correggio (Reggio Emilia) quando Giovanni Recordati decide non solo di prendere le redini della piccola farmacia di famiglia, ma di trasformarla in una piccola azienda nella quale ideare e produrre nuovi farmaci. Prende così vita il “Laboratorio Farmacologico Reggiano”.

Già dai primi anni di attività il laboratorio risulta essere un centro molto attivo visto che oltre ad aver ideato tre differenti specialità ancora oggi in commercio in Italia, ha deciso di allargarsi in una prospettiva più ampia attraverso differenti pubblicazioni e riviste specializzate ovviamente all'interno del campo farmaceutico.

In seguito ad una grave infermità mentale del fondatore Giovanni Recordati, subentra appena dopo la laurea, a soli 23 anni, il giovane Arrigo. L'intraprendenza del giovane sfocia con il trasferimento della società (sia la sede direzionale che il laboratorio vero e proprio) a Milano, dove viene anche ristrutturata e potenziata con un nuovo studio di ricerca più all'avanguardia. Nei primi anni '50, oltre a questo passaggio generazionale e lo spostamento della sede aziendale inizia anche il primo sviluppo all'estero della società attraverso la nascita delle prime consociate in America Latina.

Parallelamente allo sviluppo del gruppo per vie esterne, anche l'attività di ricerca in laboratorio inizia a dare i primi frutti con la nascita dei primi farmaci con marchio Recordati, come ad esempio Recordil, Remeflin, Antoral (antisettico orale) e successivamente Lomexin, che risulta essere il primo farmaco italiano ad aver ottenuto la registrazione del CPMP (Committee for Proprietary Medicinal Products) dell'Unione Europea.

Un ulteriore passaggio significativo per la crescita della società è sicuramente la quotazione in borsa avvenuta nel 1984, la quale ha permesso di raccogliere sempre più fondi da destinare alla ricerca e sviluppo di nuovi prodotti e di abbandonare il classico e rigido schema organizzativo

⁴⁶ Tutti i dati utilizzati all'interno del seguente paragrafo sono stati presi dal bilancio d'esercizio 2021 disponibile all'interno del sito della società <https://www.recordati.it/>

delle imprese familiari, passando ad uno stile più moderno e manageriale, anche se in ogni caso la quota di maggioranza rimane in mano alla famiglia.

La quotazione e il passaggio di testimone alla guida della società (viene eletto nuovo amministratore delegato Giovanni Recordati, omonimo del fondatore) si traducono in una nuova strategia basata sulla ricerca e sull'internalizzazione che sfocia nel 1987 nella fondazione della Recordati Corporation in nord America, polo commerciale ancora oggi fondamentale per lo sviluppo della società nel mercato oltreoceano e nella costituzione nel 2001 di una nuova branche in Francia, in seguito all'acquisizione della società farmaceutica Doms Adrian (1999) e del gruppo farmaceutico Bouchara (2000).

Il 1987 risulta un anno fondamentale non solo per l'espansione territoriale del gruppo Recordati, ma, anche, per la buona riuscita dei numerosi investimenti nella ricerca e sviluppo, considerato dalla società il motore indispensabile per la crescita, che hanno portato alla nascita del farmaco Zanidip, il quale risulterà essere nei primi anni 2000 un prodotto commercializzato in ben 69 differenti Paesi.

La strategia di crescita continua nei successivi anni principalmente per vie esterne, attraverso una serie di acquisizioni che permettono di acquisire non solo nuove quote di mercato, ma anche nuovi brevetti oppure nuovo know how da utilizzare all'interno della propria attività. In questo senso sono da valutare le acquisizioni effettuate in Germania e Portogallo e la costituzione di una nuova filiale nel Regno Unito, l'ultimo passo che ha permesso di stabilire una presenza diretta all'interno di tutti i principali Stati europei.

Dopo una breve panoramica dal punto di vista storico della società è importante concentrarsi sulle principali aree operative e il modello di business adottato dal gruppo societario.

Le attività di Recordati sono suddivise in due divisioni principali:

- Farmaceutica, il cui focus principale è lo sviluppo, la produzione e la commercializzazione di prodotti farmaceutici per la vendita in diversi mercati in tutto il mondo;
- prodotti farmaceutici per il trattamento delle malattie rare

L'azienda offre una vasta gamma di prodotti a livello globale, sia di proprietà che su licenza, in diverse aree terapeutiche. Questa attività comprende:

- prodotti prescritti da specialisti, medici generici o medici di famiglia, che sono raggruppati nel portafoglio di specialità e cure primarie;
- prodotti farmaceutici OTC, i cosiddetti “farmaci da banco”, ovvero quei medicinali che sono considerati innocui e sicuri e di conseguenza utilizzabili anche senza la prescrizione di un medico.

I due portafogli sono diversificati per prodotto, area geografica e area terapeutica e includono sia prodotti sviluppati internamente che in licenza. Il business farmaceutico comprende un nucleo stabile di prodotti aziendali maturi, che il Gruppo vende nella maggior parte o in tutti i suoi mercati principali, e prodotti locali, che generalmente sono stati aggiunti al portafoglio attraverso acquisizioni bolt-on⁴⁷ e che Recordati continua a commercializzare nelle rispettive aree geografiche. Le principali aree terapeutiche coperte dalla prima tipologia di business includono disturbi cardiovascolari, ipertensione, gastro-intestinale, urologia e, più recentemente, sistema nervoso centrale, con operazioni dirette nei mercati dell'Europa occidentale, Russia, Nord Africa e Turchia.

La restante parte del business Farmaceutico è dedicata alla produzione di API (principi attivi) principalmente per i prodotti farmaceutici della Società, mentre l'eventuale eccedenza di produzione viene venduta a terzi.

Il business per il trattamento delle malattie rare di Recordati è una delle poche piattaforme di “rare diseases” globalmente integrate e di grandi dimensioni al mondo. Il portafoglio Malattie Rare comprende attualmente dieci trattamenti differenti, difficili da trattare e per lo più genetiche di natura cronica e tipicamente diagnosticate nella prima infanzia. La Società commercializza questi prodotti in tutta Europa, Stati Uniti, Canada, Medio Oriente, Russia e alcuni paesi dell'America Latina, oltre che attraverso partner selezionati e filiali in altre parti del mondo.

I principali punti di forza di Recordati sono il suo ampio portafoglio prodotti e la sua impareggiabile piattaforma di distribuzione nelle aree geografiche in cui opera. Inoltre, il modello di business della Società è meno rischioso di quello di altre società farmaceutiche, grazie al suo approccio allo sviluppo del prodotto a basso rischio, all'elevata diversificazione e all'esposizione limitata al rischio di scadenza dei brevetti. Inoltre, Recordati opera in un settore

⁴⁷ Con il seguente termine si fa riferimento ad una acquisizione di una società di più piccole dimensioni operante all'interno dello stesso business, ma con un valore strategico non indifferente

sostenuto da elevate barriere all'ingresso, come è stato analizzato all'interno del secondo capitolo.

Nel tempo, Recordati è stata in grado di diversificare il proprio portafoglio prodotti in diverse aree S&PC oltre che nei farmaci OTC e farmaci orfani. Ad oggi, la Società dispone di un portafoglio prodotti consolidato con un'elevata diversificazione per prodotto, area terapeutica, aree geografiche e ciclo di vita dei prodotti. In ogni anno dal 2011, il 50% dei ricavi del Gruppo è stato costituito dai suoi primi 30 prodotti; i suoi primi quattro prodotti (Zanidip, Zanipress, Urorec e Livazo), per l'esercizio chiuso al 31 dicembre 2021 hanno rappresentato il 20% del fatturato consolidato.

Recordati dispone di un'ampia infrastruttura commerciale, con una presenza front-end diretta in 19 Paesi e una forza vendita sul campo di oltre 2000 impiegati a tempo pieno. La sua presenza diretta di farmaci da prescrizione è principalmente in Europa, mentre il business delle malattie rare è un business mondiale con l'Europa e gli Stati Uniti che rappresentano i suoi mercati chiave. Questa piattaforma internazionale e di dimensioni considerevoli offre alla Società tre fattori di differenziazione rispetto ai concorrenti:

- volumi elevati di vendite
- capacità di vendita con conoscenza del mercato locale
- efficienza operativa, fornendo uno "sportello unico" per le opportunità di partnership, principalmente tramite accordi di licenza, con altre società farmaceutiche.

I volumi elevati di vendite derivano dalla portata geografica della Società unita alla competenza del mercato locale, che consente a Recordati di adattare la propria offerta alle caratteristiche specifiche di ciascun mercato. Le ampie capacità commerciali del Gruppo, dimostrate dal fatto che una parte importante dei ricavi ottenuti dai farmaci oggetto di prescrizione è generata direttamente attraverso la propria forza vendita che si rivolge a medici specialisti, ospedali, medici generici e farmacie, fanno di Recordati un partner privilegiato per le aziende farmaceutiche. Infine, sfruttando la sua piattaforma globale e integrata verticalmente, la Società è in grado di generare efficienza operativa e guidare la crescita attraverso il continuo lancio di prodotti aziendali in nuovi territori a costi incrementali inferiori.

La Società, inoltre, ha un approccio selettivo alla ricerca e sviluppo, con circa il 10% delle vendite investite in ricerca e sviluppo nell'ultimo bilancio di esercizio a nostra disposizione (2021), infatti la maggior parte della crescita del Gruppo proviene da prodotti forniti all'esterno tramite licenze e sviluppo commerciale. Recordati è cresciuta negli anni attraverso una strategia

incentrata su in-licensing strategico e acquisizioni autofinanziate. La strategia di in-licensing comporta un rischio di sviluppo limitato, in quanto la Società è in grado di generare una crescita dei ricavi sfruttando la sua ampia piattaforma di distribuzione e la sua portata geografica, sostenendo al contempo costi di licenza limitati, che includono principalmente il pagamento di somme forfettarie all'originator al raggiungimento dei risultati di sviluppo e spese di royalty sul prodotto venduto. Inoltre, la strategia di acquisizione della Società include sia l'acquisizione di prodotti (dove acquisisce prodotti da altre società e poi utilizza la sua piattaforma di distribuzione per vendere i prodotti) sia acquisizioni di piattaforme (come Italchimici e Pro Farma nel 2016) dove la Società integra il target e guida sinergie con costi aggiuntivi limitati.

Nell'esercizio chiuso al 31 dicembre 2021, nessun singolo paese ha rappresentato più del 17% dei ricavi, garantendo un'esposizione limitata a un singolo sistema di rimborso nazionale e cicli politici (incluse le fluttuazioni dei cambi delle valute diverse dall'euro); nessuna singola area terapeutica ha rappresentato più del 27,5% dei ricavi, con le malattie cardiovascolari e all'apparato digerente e metabolismo che rappresentano rispettivamente il 27,5% e il 16,9% dei ricavi e nessun singolo prodotto ha rappresentato più del 9% delle entrate.

Poiché la maggior parte dei prodotti della Società è oltre la scadenza del brevetto, il Gruppo deve affrontare un'esposizione limitata alle riduzioni dei ricavi associate all'aumento della concorrenza dei farmaci generici. Le società generiche raramente continuano ad entrare nel mercato dopo la scadenza del brevetto originale, poiché vi è un rendimento decrescente per i nuovi entranti nel mercato a causa della saturazione del mercato. L'esclusiva per la maggior parte del portafoglio della Società (74% misurato dai ricavi) è scaduta, la maggior parte da più di cinque anni. Solo due prodotti, che rappresentano il 10% dei ricavi, dovranno affrontare la scadenza dell'esclusiva nei prossimi cinque anni, che la Società ritiene sarà compensata da lanci di nuovi prodotti, acquisizioni e attività di licenza.

3.5 ANALISI FINANZIARIA GRUPPO RECORDATI

Come effettuato per il gruppo Angelini Industries anche per quanto riguarda Recordati è necessario approfondire l'aspetto finanziario attraverso l'analisi prima dello stato patrimoniale e poi del conto economico della società.

Anche in questo caso verranno utilizzati gli schemi estratti dai bilanci riferiti agli esercizi 2021, 2020 e 2019, i quali sono stati redatti utilizzando, a differenza del gruppo Angelini Industries, i principi contabili internazionali IAS/IFRS. La scelta di redigere il bilancio attraverso i seguenti principi per Recordati risulta essere obbligatoria dato che, come abbiamo visto all'interno del precedente paragrafo, la società è quotata nel mercato borsistico e l'ordinamento giuridico italiano impone la seguente regola in tal caso.

STATO PATRIMONIALE⁴⁸

Partendo dall'analisi dell'attivo dello stato patrimoniale della società possiamo notare come le attività non correnti abbiano subito un incremento durante l'esercizio 2021 di circa 27 milioni di euro.

Tale incremento è dovuto in prima battuta principalmente dalle attività immateriali che dal 2020 al 2021 sono passate rispettivamente da 1.115.811 a 1.138.786. Recordati, infatti, ha deciso di siglare due differenti accordi per la commercializzazione di due farmaci: il primo contratto con Tolmar International Ltd riguarda la possibilità di vendere il medicinale Eligard, specializzato nella cura del cancro alla prostata, in Europa, Russia e Turchia, mentre il secondo affare siglato con la società Almirall S.A. garantisce il diritto di commerciare all'interno del mercato spagnolo Flatoril, un farmaco contro i problemi di disfunzione gastrointestinale.

Un'altra voce dell'attivo non corrente che ha subito un brusco incremento sono le "altre attività non correnti"; anche in questo caso l'aumento è dovuto alla contabilizzazione nel bilancio della controllata Recordati AG di attività nell'ambito degli accordi contrattuali con Novartis AG relativi all'acquisizione dei diritti sui prodotti Signifor e Signifor LAR.⁴⁹

Analizzando le attività correnti, invece, possiamo notare come vi sia un netto incremento dei crediti di natura commerciale. Tale aumento può essere giustificato dal fatto che anche il fatturato della società è cresciuto nel corso dell'ultimo esercizio e di conseguenza sui è un

⁴⁸ Gli schemi di stato patrimoniale utilizzati nel seguente paragrafo sono allegati all'interno dell'appendice B

⁴⁹ Spunto tratto dal Bilancio 2021 di Recordati Spa, disponibile nel sito della società

impatto diretto anche sui crediti; infatti, è da scartare la possibilità che l'incremento dei crediti sia dovuto alla difficoltà di incasso di quest'ultimi dato che rispetto al 2020 sono addirittura diminuiti i giorni di esposizione, che ora sono pari a 60 invece che 63. L'altro maggiore aumento da registrare nelle attività di natura corrente è da attribuirsi alle disponibilità liquide e mezzi equivalenti che sono passati da 188.230 milioni a 244.578 milioni.

Soffermandoci ora sul passivo dello stato patrimoniale possiamo notare come le passività non correnti, ovvero che hanno una scadenza superiore a dodici mesi, sono in calo rispetto al 2020. Questo è dovuto al fatto che il denaro ottenuto attraverso finanziamenti accesi con le banche oppure che le passività derivanti dalla stipula di contratti di leasing sono inferiori rispetto ai finanziamenti rimborsati (300 milioni nel corso dell'esercizio). Gran parte della seguente diminuzione deriva dalla naturale scadenza del piano di ammortamento di alcuni mutui in precedenza accesi, in particolar modo si fa riferimento alle posizioni passive verso BNL (Banca Nazionale del Lavoro), Unicredit ed Intesa, in altri casi invece, per migliorare la propria esposizione finanziaria, la società ha deciso di estinguere anticipatamente alcuni finanziamenti anche se ciò ha comportato il pagamento di alcune penali presenti all'interno dei vari contratti.

In seguito all'analisi delle principali movimentazioni avvenute nel corso degli ultimi esercizi posti sotto esame, continuerò l'approfondimento sullo stato patrimoniale della società Recordati S.p.A. mediante l'utilizzo di alcuni indicatori finanziari per comprendere se sono rispettati gli equilibri di natura patrimoniale gestionale della società.

In particolar modo per valutare il rispetto dell'equilibrio patrimoniale utilizzerò, come effettuato in precedenza per Angelini Industries, l'indice di liquidità, determinato come il rapporto tra attività correnti e passività correnti e il margine di tesoreria calcolato nel medesimo modo senonché scorporando il magazzino dal numeratore. Attraverso questi due indici potrò verificare se risulta rispettato l'equilibrio patrimoniale a breve termine mentre per controllare se anche le attività a medio - lungo termine riescano a coprire le relative fonti di finanziamento calcolerò il coefficiente di copertura del capitale fisso ($\text{attivo immobilizzato} + \text{passività a medio - lungo termine} / \text{Patrimonio Netto}$) e il margine di struttura primario ($\text{attivo immobilizzato} / \text{Patrimonio Netto}$).

	2021	2020	2019
INDICE DI LIQUIDITA'	1,36	1,34	1,38
MARGINE DI TESORERIA	0,99	0,90	0,99

	2021	2020	2019
COEFFICIENTE COPERTURA CAPITALE FISSO	1,69	1,64	1,65
MARGINE DI STRUTTURA PRIMARIO	1,09	1,02	0,93

Come è possibile notare dalle tabelle sovrastanti sia l'equilibrio patrimoniale a breve che a medio – lungo termine risultano rispettati per tutti e tre gli esercizi, dato che tutti e quattro gli indici risultano essere positivi e maggiori di 1. L'unico indice che non supera l'unità è il margine di tesoreria, ma in ogni caso, non risulta essere problematico dato che comunque se si tiene conto anche del magazzino, come è possibile notare, dall'indice di liquidità le passività a breve termine risultano ampiamente coperte.

Gli indici risultano in calo rispetto agli altri due esercizi nel corso del 2020, ma è più che giustificato dato che quell'anno è stato il maggiormente impattato dalla pandemia da Covid 19 e ovviamente tutte le società hanno risentito del periodo a causa del lockdown.

	2021	2020	2019
LEVERAGE	1,04	1,12	1,34

Continuando l'analisi delle fonti di finanziamento utilizzate dalla società è molto utile valutare il leverage, ovvero l'indice di indebitamento, ottenuto come il rapporto fra i debiti verso terzi e il patrimonio netto della società. Rispetto ad Angelini Industries dove la società risultava essere notevolmente capitalizzata qui siamo in presenza del caso opposto, ovvero che Recordati fa ampio utilizzo di finanziamenti verso terzi per lo svolgimento della propria attività; infatti, in tutti e tre i casi l'indice è superiore all'unità anche se è in miglioramento rispetto al 2019 passando da 1,34 ad 1,04 nel 2022. Tale effetto in diminuzione è dato dal fatto che, come abbiamo analizzato in precedenza, la società negli ultimi esercizi ha adottato una politica per contenere il debito verso terzi evitando di accendere nuovi finanziamenti ed anzi cercando di saldare e chiudere alcuni mutui ancora aperti.

In ogni caso il debito verso terzi non è sempre un malus per una società dato che consente, attraverso la deduzione degli interessi passivi nel conto economico, di poter abbattere l'imponibile ed ottenere così una diminuzione del prelievo fiscale. Chiaramente, però, il debito deve essere sostenibile, ovvero la società deve essere in grado di far fronte alle scadenze ma abbiamo già stabilito come l'equilibrio patrimoniale sia rispettato in entrambi i casi; successivamente vedremo attraverso l'analisi del conto economico se la società è anche in grado di produrre sufficienti margini per coprire le uscite e gli oneri finanziari che maturano sul debito.

	2021	2020	2019
ROTAZIONE MAGAZZINO	6,91	5,77	6,53
ROTAZIONE DEL CAPITALE CIRCOLANTE	1,86	1,87	1,83
ROTAZIONE DEL CAPITALE INVESTITO	0,56	0,53	0,53

Mediante i seguenti indici è possibile invece valutare l'efficienza gestionale della società. È utile in questo caso effettuare un confronto con Angelini Industries, dato che entrambe le aziende operano all'interno del medesimo settore.

Possiamo notare come Recordati ottenga una performance migliore per quanto riguarda tutti e tre gli indicatori, ciò sta ad indicare che il capitale investito all'interno di questa società impiega meno tempo rispetto a quello investito in Angelini per tramutarsi in liquidità ed essere di conseguenza incassato. Oltre alla migliore efficienza del capitale investito anche il magazzino risulta essere gestito in maniera migliore; infatti, la rotazione è superiore rispetto ad Angelini e di conseguenza i prodotti giacenti ruotano e si rinnovano più velocemente e per un numero maggiore di volte nel corso dell'esercizio.

Possiamo notare, dall'analisi dello stato patrimoniale come la società goda di ottima salute sotto tutti i punti di vista. Ora mi focalizzerò, invece, sul conto economico per valutare se anche da questo punto di vista Recordati riesca ad ottenere ottimi risultati.

CONTO ECONOMICO

Per poter completare l'analisi del gruppo Recordati è imprescindibile approfondire anche le principali voci di conto economico della società. Chiaramente uno dei parametri principali che è necessario esaminare senza dubbio l'andamento dei ricavi di esercizio ottenuti nel corso degli ultimi anni.

In particolar modo possiamo notare della Figura 14 come i ricavi siano in netto miglioramento rispetto al 2020 registrando un differenziale positivo di circa 131 milioni di euro. La principale motivazione è da ricercarsi principalmente in un minor impatto della pandemia sul business della società, infatti, nel 2020 il trend dei ricavi rispetto al 2019 era in calo da qualsiasi punto di vista (principalmente le vendite nette), e dalla commercializzazione del nuovo prodotto Eligard, acquisito in licenza da Tolmar International Ltd, che ha portato un contributo positivo di ben 85 milioni, nonostante l'effetto cambio negativo registrato nel corso dell'ultimo esercizio posto sotto esame.

La categoria che più ha contribuito all'innalzamento dei ricavi sono infatti le vendite nette, grazie alla commercializzazione di questo nuovo farmaco e all'abolizione di qualsiasi restrizione causata dal Covid 19, seguita a ruota degli Up-front payments, mentre le royalties sono rimaste pressoché costanti. All'interno degli Up-front payments vengono classificati tutti i ricavi derivanti dall'attività di licenza e distribuzione dei prodotti in portafoglio e vengono riconosciuti per competenza lungo l'orizzonte temporale di collaborazione con i clienti.

Per riguarda la distribuzione dei ricavi per prodotto ed area geografica, invece, i maggiori introiti derivano della vendita del farmaco Zanidip ed Eligard che portano rispettivamente 136 e 98 milioni di euro, mentre il mercato di riferimento risulta essere quello europeo con in testa l'Italia che da sola apporta circa 262 milioni di euro.

€ (migliaia)	2021	2020	Variazioni 2021/2020
Vendite nette	1.536.231	1.416.543	119.688
Royalties	5.436	5.415	21
Up-front payments	6.055	4.782	1.273
Ricavi vari	32.352	22.127	10.225
Totale ricavi netti	1.580.074	1.448.867	131.207

€ (migliaia)	2020	2019	Variazioni 2020/2019
Vendite nette	1.416.543	1.451.797	(35.254)
Royalties	5.415	7.059	(1.644)
Up-front payments	4.782	6.970	(2.188)
Ricavi vari	22.127	16.022	6.105
Totale ricavi netti	1.448.867	1.481.848	(32.981)

Figura 14 – Suddivisione e variazione dei ricavi tra il 2019, 2020 e 2021 – tratta dal bilancio Recordati S.p.A. 2021 e 2020

Dopo aver analizzato la struttura dei ricavi del gruppo, la mia attenzione ora si sposta sull'aggregato dei costi, i quali sono sintetizzati all'interno delle tabelle sottostanti (Figura 15).

Abbiamo in precedenza affermato come nel corso dell'ultimo esercizio posto sotto esame i ricavi siano incrementati in maniera consistente. Tale effetto positivo, tuttavia, comporta anche alcune conseguenze dirette in altre voci del conto patrimoniale ed in particolar modo sui costi. Maggiori ricavi infatti comportano conseguentemente anche un incremento dei costi di natura operativa, il consumo di materie prime ha subito una maggiorazione di 22,5 milioni di euro così come risultano incrementati anche i costi relativi al personale, in questo caso di 28 milioni. L'impatto sui costi del personale non è dovuto solamente ad un aumento del numero di testa ma anche alla ripresa totale delle attività in seguito alla pandemia e all'abolizione dei sussidi percepiti dallo Stato in favore dei dipendenti garantito nelle fasi più acute del lockdown.

Nonostante i seguenti incrementi il peso dei rispettivi costi sui ricavi risulta in diminuzione ed in particolar modo nel 2021 risulta essere del 20,7% per quanto riguarda le materie prime e del 19,5% mentre nel 2020 i seguenti pesi erano del 21% e del 19,7%.

€ (migliaia)	2021	2020	Variazioni 2021/2020	€ (migliaia)	2020	2019	Variazioni 2020/2019
Consumo di materie prime	326.980	304.381	22.599	Consumo di materie prime	304.381	341.990	(37.609)
Remunerazione del personale	276.886	250.879	26.007	Remunerazione del personale	250.879	252.632	(1.753)
Altri costi del personale	30.836	28.198	2.638	Altri costi del personale	28.198	36.442	(8.244)
Spese variabili di vendita	113.551	85.422	28.129	Spese variabili di vendita	85.422	80.686	4.736
Ammortamenti	97.585	93.672	3.913	Ammortamenti	93.672	78.248	15.424
Utenze e beni di consumo	35.663	35.587	76	Utenze e beni di consumo	35.587	33.498	2.089
Altre spese	208.383	181.712	26.671	Altre spese	181.712	193.086	(11.374)
Totale costi operativi	1.089.884	979.851	110.033	Totale costi operativi	979.851	1.016.582	(36.731)

Figura 15 – Ripartizione e variazione dei costi di Recordati – tratta dai bilanci d'esercizio 2021 e 2020

L'incremento dei costi non ha tuttavia impattato sulla marginalità che Recordati è riuscita ad ottenere negli ultimi anni. Da questo punto di vista, infatti, nel corso del 2021 il reddito operativo (EBIT) ottenuto dalla società è pari a 490 milioni, in notevole aumento rispetto al 2020 che si è attestato intorno a 469 milioni.

Anche se dal punto di vista nominale l'EBIT è aumentato, non si può affermare lo stesso sulla marginalità ottenuta dalla società, infatti nel 2020 il 32% dei ricavi si è trasformato in reddito operativo mentre nel corso del 2021 tale impatto è sceso di un punto percentuale. Il peggioramento della seguente statistica può essere spiegato dall'aumento più che proporzionale delle spese di vendita di natura variabile che, come possiamo notare dalla Figura 15, hanno subito un incremento di 28 milioni.

Come effettuato per Angelini Industries l'ultimo passaggio per completare lo studio del Conto Economico consolidato della società è l'analisi degli indici legati alla redditività, come possono essere considerati il ROE, ROI e ROS, il cui metodo di calcolo è il medesimo indicato per Angelini Industries.

	2021	2020	2019
ROE	27,94%	35,70%	30,77%
ROI	17,41%	17,30%	16,56%
ROS	31,02%	32,37%	31,40%

I dati indicati nella tabella sovrastante evidenziano uno stato di salute ottimale della società Recordati, la quale ottiene ottimi risultati e notevolmente superiori rispetto ad Angelini Industries su tutti e tre gli indicatori posti sotto esame.

In particolar modo a prima vista colpisce il ROE che si attesta mediamente per tutti e tre gli esercizi attorno al 30%, indicando un elevato tasso di remunerazione del capitale di rischio apportato dai soci. Il ROE, infatti, può essere considerato come una sintesi dell'economicità complessiva dell'azienda, permettendo di valutare come il management sia riuscito a gestire il denaro investito per ottenere degli utili.

Un ROE così elevato genera conseguentemente anche ottimi risultati dal punto di vista dell'indicatore ROS, dato che quest'ultimo va a rappresentare la marginalità che la società è in grado di ottenere attraverso la propria attività.

Anche dal punto di vista del Return on Investments (ROI), i risultati generati sono più che confortanti dato che il ritorno sugli investimenti della società è pari al 17% circa per i tre esercizi posti sotto esame, indicando quindi non solo un'ottima capacità a remunerare il capitale di rischio, valutato con il ROE, ma anche quello ottenuto sotto forma di debito verso terzi.

3.6 VALUTAZIONE RELATIVA DI ANGELINI INDUSTRIES E RECORDATI

Tutte le analisi effettuate nelle precedenti pagine del settore farmaceutico sono propedeutiche all'ultima parte del seguente elaborato, ovvero la valutazione relativa, quindi applicando il metodo dei multipli, delle due società Angelini Industries e Recordati.

L'applicazione del metodo dei multipli è suddivisa in varie fasi, ognuna delle quali risulta fondamentale per la buona riuscita della valutazione. In particolar modo la prima fase e una delle più importanti è la scelta delle società quotate comparabili dalle quali determinare i multipli che saranno poi applicate alle grandezze di bilancio maggiormente significative e che determineranno così il valore finale associato alle due società.

SELEZIONE IMPRESE COMPARABILI

Il principale criterio utilizzato per la determinazione delle imprese comparabili è determinato dall'appartenenza allo stesso settore economico delle due società oggetto di valutazione. Successivamente, bisognerebbe preferire società operanti all'interno del medesimo contesto nazionale per cercare di evitare problematiche derivante dai differenti principi contabili o fiscali, ma data la pressoché assenza di realtà quotate all'interno del panorama italiano mi impone di scegliere società operanti nel settore farmaceutico internazionale. C'è in ogni caso da sottolineare come questa scelta, seppur in parte obbligata, non sia del tutto priva di fondamento dato che, come ho analizzato nei precedenti paragrafi, sia Angelini che Recordati risultano operare in un contesto mondiale, con buona parte dei ricavi che provengono non solo dal mercato europeo ma anche statunitense oppure asiatico. Possiamo, quindi, considerare le due società come delle vere e proprie multinazionali data la presenza di varie business unit dislocate in tutto il mondo.

In base alle seguenti considerazioni sono state prese in causa e selezionate le principali aziende Pharma di carattere mondiale che non solo producono farmaci, ma sono attive anche e soprattutto nella ricerca e sviluppo di nuovi principi attivi da racchiudere all'interno di un medicinale.

In particolar modo, il campione risulterà composto da tre delle principali società farmaceutiche mondiali, ovvero Pfizer, Moderna ed Astrazeneca, divenute note nell'ultimo periodo principalmente per la creazione del vaccino contro il Covid-19, con sede negli Stati Uniti, ma operanti attivamente nel mercato europeo ed italiano, e poi successivamente due società con un volume degli affari inferiore rispetto alle tre appena citate, con sede in Europa e che dal punto

di vista del fatturato risultano maggiormente vicine sia ad Angelini che a Recordati, ovvero Biontech e Grifols.

Il campione, infine, verrà ampliato anche con la società tedesca Bayer, che come le altre già citate opera all'interno del settore Pharma e della ricerca e sviluppo di medicinali da numerosi anni. La scelta della seguente società è motivata oltre dalla presenza nel medesimo mercato anche dalla maturità e stabilità del business, fattori senza dubbio comuni sia ad Angelini Industries che a Recordati che alle altre società del campione.

Per quanto riguarda la società Angelini vi è tuttavia una particolarità a causa della sua presenza in vari settori e non solo in quello farmaceutico, anche se in ogni caso quest'ultimo garantisce la maggioranza dei ricavi per il gruppo. Per questo motivo ho deciso di ampliare il campione andando a selezionare due ulteriori società, ovvero Henkel e Reckitt Benckiser, operanti anch'esse in un contesto mondiale e che sono attive nel settore della produzione di beni di largo consumo ed in particolare nella produzione di beni per l'igiene personale, settore che per Angelini risulta fondamentale in quanto riesce a contribuire fino al 30% del proprio fatturato e che quindi non poteva essere completamente escluso all'interno della mia analisi.

SELEZIONE DEI MULTIPLI

Ulteriore fase molto importante della valutazione utilizzando il metodo dei multipli di borsa è la selezione dei multipli stessi. In particolar modo nella mia analisi andrò ad utilizzare due dei multipli maggiormente utilizzati per la determinazione del valore economico di una società, vale a dire il Price Earnings Ratio determinato come il rapporto fra il prezzo di una azione in un determinato momento storico e l'EPS (Earnings per Share), ovvero l'utile per azione, calcolato come il quoziente fra gli utili della società e il numero delle azioni in circolazione. Il seguente multiplo segue un'ottica equity side, di conseguenza, sarà poi necessario moltiplicare il risultato per il numero delle azioni della società analizzata.

La seguente ottica non potrà essere ugualmente utilizzare per il gruppo Angelini dato che la seguente società non risulta quotata nel mercato borsistico. Proprio per questa ragione andrò ad utilizzare per questa azienda un'ottica di natura asset side, ed in particolar modo il multiplo EV/EBITDA, anch'esso uno dei maggiormente utilizzati per valutazione di imprese industriali, in quanto permette di associare un valore alla società in proporzione alla sua capacità di produrre margini di primo livello. Un altro multiplo molto utilizzato per la valorizzazione di società industriali è l'EV/EBIT, tuttavia, ho escluso il seguente rapporto preferendo utilizzare la grandezza EBITDA perché quest'ultima risulta impattata in maniera minore da parte della

politica di ammortamenti adottata da una società, la quale può differire consistentemente anche tra società appartenenti al medesimo settore e non avendo a disposizione tutte le informazioni necessarie per anestetzare questo effetto ho escluso la sua applicazione.

QUANTIFICAZIONE DEL MULTIPLO

In seguito alla determinazione dei rapporti più adeguati da utilizzare durante la valutazione, si passa alla determinazione vera e propria del multiplo delle varie imprese comparabili. Per effettuare la seguente analisi mi sono basato sui dati ottenuti dal sito web <https://it.marketscreener.com/>, il quale mi permette di avere già a disposizione gli importi dei multipli selezionati alla data dell'ultimo bilancio a nostra disposizione utilizzato per effettuare l'analisi finanziaria, ovvero al 31-12-2021, rendendo il più possibile oggettiva la mia analisi. Si utilizzano di conseguenza dei multipli di tipo current, ovvero multipli determinati a partire dalle grandezze dell'ultimo bilancio disponibile.

Nelle figure sottostanti sono riepilogati tutti i dati estrapolati dal suddetto sito e necessari per la determinazione del multiplo complessivo delle imprese comparabili.

PFIZER

Valorizzazione			
Periodo Fiscale: Dicembre	2019	2020	2021
Capitalizzazione ¹	216 827	204 605	331 440
Valore dell'impresa (EV) ¹	259 147	232 220	338 807
P/E ratio	13,7x	21,5x	15,3x
Rendimento	3,68%	4,13%	2,64%
Capitalizzazione/Fatturato	4,19x	4,88x	4,08x
Valore dell'impresa/Fatturato	5,01x	5,54x	4,17x
Valore dell'impresa/EBITDA	12,3x	13,0x	13,3x
Valore dell'impresa (EV) / FCF	24,9x	19,1x	11,3x
FCF Yield	4,02%	5,23%	8,82%
Price to Book	3,43x	3,24x	4,30x
N. Titoli (in migliaia)	5 534 122	5 558 397	5 612 867
Prezzo di riferimento (USD)	39,2	36,8	59,1
Data di pubblicazione	28-01-2020	02-02-2021	08-02-2022

¹ USD in Milioni ◀ Periodo precedente

MODERNA

Periodo Fiscale: Dicembre	2019	2020	2021
Capitalizzazione ¹	6 518	41 340	102 976
Valore dell'impresa (EV) ¹	5 548	36 842	92 848
P/E ratio	-12,6x	-53,3x	8,98x
Rendimento	-	-	-
Capitalizzazione/Fatturato	108x	51,5x	5,58x
Valore dell'impresa/Fatturato	92,1x	45,9x	5,03x
Valore dell'impresa/EBITDA	-10,8x	-50,3x	6,86x
Valore dell'impresa (EV) / FCF	-11,3x	18,8x	6,96x
FCF Yield	-8,84%	5,32%	14,4%
Price to Book	6,14x	16,3x	7,24x
N. Titoli (in migliaia)	333 250	395 710	405 450
Prezzo di riferimento (USD)	19,6	104	254
Data di pubblicazione	26-02-2020	25-02-2021	24-02-2022

¹ USD in Milioni ◀ Periodo precedente

Figure 16 e 17 – Dati finanziari società Pfizer e Moderna

ASTRAZENECA

Periodo Fiscale: Dicembre	2019	2020	2021
Capitalizzazione ¹	132 331	131 461	181 878
Valore dell'impresa (EV) ¹	144 340	143 328	206 261
P/E ratio	97,9x	41,0x	1 468x
Rendimento	2,78%	2,80%	2,44%
Capitalizzazione/Fatturato	5,43x	4,94x	4,86x
Valore dell'impresa/Fatturato	5,92x	5,38x	5,51x
Valore dell'impresa/EBITDA	21,6x	17,2x	27,2x
Valore dell'impresa (EV) / FCF	72,5x	37,3x	42,3x
FCF Yield	1,38%	2,68%	2,36%
Price to Book	10,00x	8,41x	4,24x
N. Titoli (in migliaia)	1 311 913	1 312 660	1 549 159
Prezzo di riferimento (USD)	101	100	117
Data di pubblicazione	14-02-2020	11-02-2021	10-02-2022

¹ USD in Milioni

◀ [Periodo precedente](#)

BAYER

Periodo Fiscale: Dicembre	2019	2020	2021
Capitalizzazione ¹	71 530	47 309	46 174
Valore dell'impresa (EV) ¹	105 598	84 884	79 140
P/E ratio	17,5x	-4,51x	46,1x
Rendimento	3,85%	4,15%	4,26%
Capitalizzazione/Fatturato	1,64x	1,14x	1,05x
Valore dell'impresa/Fatturato	2,43x	2,05x	1,80x
Valore dell'impresa/EBITDA	9,18x	7,41x	7,08x
Valore dell'impresa (EV) / FCF	19,0x	34,2x	31,9x
FCF Yield	5,26%	2,93%	3,13%
Price to Book	1,51x	1,55x	1,40x
N. Titoli (in migliaia)	982 424	982 424	982 424
Prezzo di riferimento (EUR)	72,8	48,2	47,0
Data di pubblicazione	27-02-2020	25-02-2021	01-03-2022

¹ EUR in Milioni

◀ [Periodo precedente](#)

Figure 18 e 19 – Dati finanziari AstraZeneca e Bayer

GRIFOLS

Periodo Fiscale: Dicembre	2019	2020	2021
Capitalizzazione ¹	18 760	14 161	9 783
Valore dell'impresa (EV) ¹	25 225	20 597	16 478
P/E ratio	34,5x	26,5x	62,5x
Rendimento	1,15%	0,71%	2,13%
Capitalizzazione/Fatturato	3,68x	2,65x	1,98x
Valore dell'impresa/Fatturato	4,95x	3,86x	3,34x
Valore dell'impresa/EBITDA	17,9x	13,9x	17,1x
Valore dell'impresa (EV) / FCF	161x	25,7x	52,1x
FCF Yield	0,62%	3,90%	1,92%
Price to Book	4,46x	1,99x	1,89x
N. Titoli (in migliaia)	684 135	684 540	682 484
Prezzo di riferimento (EUR)	31,4	23,9	16,9
Data di pubblicazione	27-02-2020	26-02-2021	28-02-2022

¹ EUR in Milioni

◀ [Periodo precedente](#)

BIONTECH

Periodo Fiscale: Dicembre	2019	2020	2021
Capitalizzazione ¹	6 837	16 071	54 764
Valore dell'impresa (EV) ¹	6 318	14 964	53 372
P/E ratio	-35,6x	1 112x	5,72x
Rendimento	-	-	-
Capitalizzazione/Fatturato	63,0x	33,3x	2,89x
Valore dell'impresa/Fatturato	58,2x	31,0x	2,81x
Valore dell'impresa/EBITDA	-42,8x	-343x	3,47x
Valore dell'impresa (EV) / FCF	-26,6x	-188x	72,5x
FCF Yield	-3,75%	-0,53%	1,38%
Price to Book	13,9x	11,8x	4,62x
N. Titoli (in migliaia)	226 262	240 786	241 521
Prezzo di riferimento (EUR)	30,2	66,7	227
Data di pubblicazione	31-03-2020	30-03-2021	30-03-2022

¹ EUR in Milioni

Figure 20 e 21 – Dati finanziari Grifols e Biontech

RECKITT BENCKISER

Periodo Fiscale: Dicembre	2019	2020	2021
Capitalizzazione ¹	43 487	46 583	45 305
Valore dell'impresa (EV) ¹	54 236	55 537	53 683
P/E ratio	-11,8x	39,3x	-1 409x
Rendimento	2,85%	2,67%	2,75%
Capitalizzazione/Fatturato	3,39x	3,33x	3,42x
Valore dell'impresa/Fatturato	4,22x	3,97x	4,06x
Valore dell'impresa/EBITDA	14,3x	14,7x	16,3x
Valore dell'impresa (EV) / FCF	25,3x	18,2x	42,7x
FCF Yield	3,95%	5,50%	2,34%
Price to Book	4,64x	5,12x	6,12x
N. Titoli (in migliaia)	709 522	712 054	714 366
Prezzo di riferimento (GBP)	61,3	65,4	63,4
Data di pubblicazione	27-02-2020	24-02-2021	17-02-2022

¹ GBP in Milioni

◀ [Periodo precedente](#)

HENKEL

Periodo Fiscale: Dicembre	2019	2020	2021
Capitalizzazione ¹	37 910	36 577	30 243
Valore dell'impresa (EV) ¹	39 955	38 052	31 279
P/E ratio	19,2x	28,4x	18,8x
Rendimento	2,01%	2,00%	2,57%
Capitalizzazione/Fatturato	1,88x	1,90x	1,51x
Valore dell'impresa/Fatturato	1,99x	1,98x	1,56x
Valore dell'impresa/EBITDA	10,0x	10,4x	9,21x
Valore dell'impresa (EV) / FCF	15,6x	16,1x	21,2x
FCF Yield	6,42%	6,22%	4,73%
Price to Book	2,16x	2,25x	1,57x
N. Titoli (in migliaia)	434 278	434 143	434 032
Prezzo di riferimento (EUR)	92,2	92,3	71,1
Data di pubblicazione	05-03-2020	04-03-2021	23-02-2022

¹ EUR in Milioni

◀ [Periodo precedente](#)

Figure 22 e 23 – Dati finanziari Reckitt Benckiser e Henkel

Per quanto riguarda la valutazione della società Recordati andrò ad utilizzare entrambe le tipologie di multipli selezionati, ovvero il P/E ratio e EV/EBITDA.

Per poter determinare il multiplo delle comparabili basterà semplicemente effettuare una media dei multipli delle singole società definite come comparabili.

$$\frac{P}{E} = \frac{15,3 + 8,98 + 46,1 + 62,5 + 5,72}{5} = 27,72$$

Come è possibile notare ho deciso di non include nel calcolo del multiplo medio la società Astrazeneca, in quanto l'importo del suo specifico multiplo era pari a 1.468, estremamente più elevato rispetto alle altre società, potendo in tal caso comportare una distorsione nella stima.

Procedo nello stesso modo alla determinazione del multiplo EV/EBITDA.

$$\frac{EV}{EBITDA} Pharma = \frac{13,3 + 6,86 + 27,2 + 7,08 + 17,1 + 3,47}{6} = 12,502$$

Per quanto riguarda la società Angelini Industries, oltre alla determinazione del multiplo EV/EBITDA del settore farmaceutico procederò con la determinazione del medesimo rapporto anche per le due comparabile scelte operanti nel settore del largo consumo ed in particolar modo con la principale fonte di business derivante dalla produzione e commercializzazione di prodotti per l'igiene.

$$\frac{EV}{EBITDA} \text{ Largo Consumo} = \frac{16,3 + 9,21}{2} = 12,755$$

VALUTAZIONE DELLE IMPRESE

In seguito alla determinazione del multiplo medio si procede all'applicazione del risultato ottenuto alle grandezze di bilancio della società oggetto di valutazione.

Procederò inizialmente con la determinazione del valore economico della società Recordati.

In particolare, per la seguente società ho adottato sia un approccio asset che equity side. Nel primo caso per poter determinare il valore finale, quindi, dovrò moltiplicare il multiplo medio di settore per il numero delle azioni in circolazione della società e si otterrà il capitale economico della stessa.

Dalla figura sottostante, estrapolata sempre dal medesimo sito internet è possibile ottenere il numero delle azioni in circolazione di Recordati al 31-12-2021.

Periodo Fiscale: Dicembre	2019	2020	2021
Capitalizzazione ¹	7 667	9 330	11 657
Valore dell'Impresa (EV) ¹	8 570	10 195	12 405
P/E ratio	21,3x	26,7x	30,6x
Rendimento	2,66%	2,32%	1,95%
Capitalizzazione/Fatturato	5,17x	6,44x	7,38x
Valore dell'Impresa/Fatturato	5,78x	7,04x	7,85x
Valore dell'Impresa/EBITDA	15,8x	17,9x	20,6x
Valore dell'Impresa (EV) / FCF	28,3x	26,7x	26,4x
FCF Yield	3,53%	3,75%	3,79%
Price to Book	6,45x	7,33x	8,42x
N. Titoli (in migliaia)	204 070	205 817	206 325
Prezzo di riferimento (EUR)	37,6	45,3	56,5
Data di pubblicazione	14-02-2020	22-02-2021	24-02-2022

¹ EUR in Milioni ◀ Periodo precedente

Figura 24 – Dati finanziari Recordati

$$V_{Recordati} = \frac{P}{E} \times n. \text{ azioni in circolazione} = 27,72 \times 206.325 = 5.719.329^{50}$$

Per quanto riguarda l'approccio Asset Side, invece nel momento in cui si va a moltiplicare il multiplo medio di settore per la grandezza di bilancio della società si giungerà alla determinazione dell'Enterprise Value (EV) dell'azienda, dal quale sarà necessario sottrarre la Posizione Finanziaria Netta per poter ottenere il valore dell'Equity finale.

⁵⁰ Importo in migliaia di Euro

$$EV_{Recordati} = \frac{EV}{EBITDA} \times EBITDA_{Recordati} = 12,502 \times 1.152.347^{51} = 14.406.258^{52}$$

$$V_{Recordati} = EV - PFN = 14.406.258 - 736.539^{53} = 13.669.719^{54}$$

Per quanto riguarda la società Angelini Industries, invece, utilizzerò solamente l'approccio Asset Side ed effettuerò una ponderazione dei multipli del settore Pharma e del settore di largo consumo in base alla dipendenza della società ai due differenti business. In particolar modo abbiamo visto come i ricavi di Angelini siano suddivisi per il 60% tra il settore farmaceutico e per il 30% dal settore del largo consumo (principalmente igiene personale). La restante parte dei ricavi della società proviene altri business non però sviluppati come i seguenti e per questo non verranno prese in considerazione altre comparabili. Per poter giungere al 100% del valore economico finale ho deciso di effettuare quindi una ponderazione del 65% del multiplo del settore Pharma e del 35% del settore di largo consumo.

$$EV_{Angelini} = \left(65\% \times \frac{EV}{EBITDA} \text{ Pharma} + 35\% \times \frac{EV}{EBITDA} \text{ LargoCons.} \right) \times EBITDA_{Angelini} =$$

$$(65\% \times 12,502 + 35\% \times 12,755) \times 193.297 = 2.433.716^{55}$$

$$V_{Angelini} = EV_{Angelini} - PFN = 2.433.716 - 610.035 = 1.823.681$$

⁵¹ Importo dell'EBITDA ottenuto dal Bilancio 2021 di Recordati Spa, disponibile nel sito della società

⁵² Importo in migliaia di Euro

⁵³ Importo della PFN ottenuto dal Bilancio 2021 di Recordati Spa, disponibile nel sito della società

⁵⁴ Importo in migliaia di Euro

⁵⁵ Importo in migliaia di Euro

CONCLUSIONE

All'interno del seguente elaborato ho cercato di approfondire, inizialmente in via generica, i principali metodi di valutazione aziendali e i vari punti di forza e debolezza legati a ciascuno di essi e poi più nello specifico ho analizzato la possibile applicazione delle seguenti metodologie all'interno del settore farmaceutico, comprendendo come le particolarità legate al settore potessero impattare sul procedimento valutativo della società.

In particolare, nel corso del lavoro sono stati sviluppati i seguenti fattori di unicità del settore:

- Problematiche relative alla valutazione dell'attività di ricerca e sviluppo tipica delle società farmaceutiche
- Problematiche relative alla regolamentazione stringente alla quale devono sottostare le società del settore, soprattutto dal punto di vista della determinazione del prezzo di vendita
- Notevole importanza della crescita esterna tramite acquisizioni e alleanze strategiche
- Particolarità derivanti al lancio di un nuovo medicinale
- Importanza fondamentale della protezione brevettuale per ottenere un vantaggio competitivo nei confronti della concorrenza.

Comprendere tutte queste dinamiche legate al settore risulta fondamentale per ottenere un approccio corretto nella fase di valutazione di una società Pharma, argomento notevolmente approfondito da numerosi autori nei propri studi.

La letteratura, infatti, privilegia per questa tipologia di società metodologie basate sullo sconto dei flussi di cassa aggiustati per il profilo di rischio legato a ciascuno di essi oppure l'utilizzo del metodo delle opzioni che permette di associare ad ogni fase del processo di sviluppo di un prodotto una determinata possibilità di riuscita garantendo così di aggiustare i flussi di cassa futuri stimati in fase valutativa. Utilizzare per questo tipo di società altre tipologie di metodi potrebbe risultare complicato perché si perderebbero di vista tutte le varie peculiarità del settore approfondite.

È possibile dimostrare il seguente aspetto nelle ultime fasi del seguente lavoro dove ho affrontato la valutazione di due società farmaceutiche utilizzando il metodo dei multipli di borsa.

Come possiamo notare gli importi del capitale economico della società Recordati differisce notevolmente a seconda del multiplo utilizzato, rispecchiando in tal modo tutte le problematiche legate alla seguente metodologia, ovvero la difficoltà di ottenere delle aziende effettivamente comparabili in ogni suo punto per poter ottenere in tal modo un confronto attendibile e l'elevato grado di soggettività sempre associato alla determinazione delle comparabili.

L'analisi del valore della società Angelini, poi evidenzia anche un'altra difficoltà insita nel seguente metodo, vale a dire la scarsa confrontabilità fra aziende quotate utilizzate per la determinazione del multiplo medio di settore e le aziende non quotate, come in quest'ultimo caso.

Ulteriore punto di criticità riscontrato nel metodo dei multipli è la eccessiva variabilità, infatti, possiamo vedere come da un anno all'altro per tutte le società del campione vi siano delle variazioni notevoli dei due rapporti (P/E ed EV/EBITDA) utilizzati e chiaramente ciò impatta in maniera significativa nel valore finale. Bisogna sottolineare come, tuttavia, la notevole varianza fra i rapporti possa essere determinata dalla ripresa appieno del business in seguito all'assottigliamento delle restrizioni in seguito alla pandemia, garantendo così alle società di poter ritornare ad un livello consono di marginalità e di guadagno finale in termini di utile d'esercizio. Per questo motivo ho tralasciato la determinazione del valore del capitale economico delle due società negli esercizi 2019 e 2020.

APPENDICE A – SCHEMI BILANCIO CONSOLIDATO ANGELINI INDUSTRIES

STATO PATRIMONIALE CONSOLIDATO ANGELINI HOLDING S.P.A.		31.12.2021	31.12.2020
(Migliaia di Euro)			
ATTIVO			
A) CREDITI VS. SOG. PER VERSAMENTI ANDORA DOVUTI			
		0	0
B) IMMOBILIZZAZIONI			
I) Immobilizzazioni immateriali			
1) costi di impianto e di ampliamento	118	174	
2) costi di sviluppo	0	73	
3) diritti di brevetto industriale	35.216	27.757	
4) concessioni, licenze, marchi e diritti simili	1.426.758	1.652.401	
5) avviamento	26.052	24.529	
6) immobilizzazioni in corso e acconti	13.183	12.086	
7) altre	784	807	
TOTALE	1.502.113	1.117.817	
II) Immobilizzazioni materiali			
1) terreni e fabbricati	218.698	232.432	
2) impianti e macchinari	140.598	138.729	
3) attrezzature industriali e commerciali	4.468	4.075	
4) altri beni	12.577	13.884	
5) immobilizzazioni in corso e acconti	27.500	40.589	
TOTALE	403.782	427.209	
III) Immobilizzazioni finanziarie			
1) Partecipazioni in:			
a) imprese controllate	17.857	4.875	
b) imprese collegate	188	80	
c) imprese controllanti	0	0	
d) imprese sottoposte al controllo delle controllanti	0	0	
d-bis) altre imprese	256.843	242.400	
TOTALE	274.888	248.085	
2) Crediti			
a) verso imprese controllate	0	0	
esigibili entro (es. successivo)	0	0	
esigibili oltre (es. successivo)	0	0	
TOTALE	0	0	
b) verso imprese collegate	0	0	
esigibili entro (es. successivo)	0	0	
esigibili oltre (es. successivo)	0	0	
TOTALE	0	0	
c) verso imprese controllanti	0	0	
esigibili entro (es. successivo)	0	0	
esigibili oltre (es. successivo)	0	0	
TOTALE	0	0	
d) verso imprese sottoposte al controllo delle controllanti	0	0	
esigibili entro (es. successivo)	0	0	
esigibili oltre (es. successivo)	0	0	
TOTALE	0	0	
d-bis) verso altri	629	347	
esigibili entro (es. successivo)	10.853	10.632	
esigibili oltre (es. successivo)	11.522	11.179	
TOTALE	11.522	11.179	
TOTALE 2)	5.537	3.507	
3) Altri titoli	0	0	
4) Strumenti finanziari derivati attivi	291.947	285.171	
TOTALE	2.197.842	1.808.987	
TOTALE IMMOBILIZZAZIONI (B)	2.197.842	1.808.987	
IV) Disponibilità liquide			
1) depositi bancari e postali	505.202	1.079.779	
2) denaro, assegni e valori in cassa	89	90	
TOTALE	505.291	1.079.869	
TOTALE ATTIVO CIRCOLANTE (C)	2.339.959	2.339.263	
DIRATE E RISCONTI ATTIVI	10.789	13.633	
TOTALE ATTIVO	4.272.589	4.181.083	

STATO PATRIMONIALE CONSOLIDATO ANGELINI HOLDING S.P.A.		31.12.2021	31.12.2020
(Migliaia di Euro)			
ATTIVO			
A) CREDITI VS. SOG. PER VERSAMENTI ANDORA DOVUTI			
		0	0
B) IMMOBILIZZAZIONI			
I) Immobilizzazioni immateriali			
1) costi di impianto e di ampliamento	118	174	
2) costi di sviluppo	0	73	
3) diritti di brevetto industriale	35.216	27.757	
4) concessioni, licenze, marchi e diritti simili	1.426.758	1.652.401	
5) avviamento	26.052	24.529	
6) immobilizzazioni in corso e acconti	13.183	12.086	
7) altre	784	807	
TOTALE	1.502.113	1.117.817	
II) Immobilizzazioni materiali			
1) terreni e fabbricati	218.698	232.432	
2) impianti e macchinari	140.598	138.729	
3) attrezzature industriali e commerciali	4.468	4.075	
4) altri beni	12.577	13.884	
5) immobilizzazioni in corso e acconti	27.500	40.589	
TOTALE	403.782	427.209	
III) Immobilizzazioni finanziarie			
1) Partecipazioni in:			
a) imprese controllate	17.857	4.875	
b) imprese collegate	188	80	
c) imprese controllanti	0	0	
d) imprese sottoposte al controllo delle controllanti	0	0	
d-bis) altre imprese	256.843	242.400	
TOTALE	274.888	248.085	
2) Crediti			
a) verso imprese controllate	0	0	
esigibili entro (es. successivo)	0	0	
esigibili oltre (es. successivo)	0	0	
TOTALE	0	0	
b) verso imprese collegate	0	0	
esigibili entro (es. successivo)	0	0	
esigibili oltre (es. successivo)	0	0	
TOTALE	0	0	
c) verso imprese controllanti	0	0	
esigibili entro (es. successivo)	0	0	
esigibili oltre (es. successivo)	0	0	
TOTALE	0	0	
d) verso imprese sottoposte al controllo delle controllanti	0	0	
esigibili entro (es. successivo)	0	0	
esigibili oltre (es. successivo)	0	0	
TOTALE	0	0	
d-bis) verso altri	629	347	
esigibili entro (es. successivo)	10.853	10.632	
esigibili oltre (es. successivo)	11.522	11.179	
TOTALE	11.522	11.179	
TOTALE 2)	5.537	3.507	
3) Altri titoli	0	0	
4) Strumenti finanziari derivati attivi	291.947	285.171	
TOTALE	2.197.842	1.808.987	
TOTALE IMMOBILIZZAZIONI (B)	2.197.842	1.808.987	
IV) Disponibilità liquide			
1) depositi bancari e postali	505.202	1.079.779	
2) denaro, assegni e valori in cassa	89	90	
TOTALE	505.291	1.079.869	
TOTALE ATTIVO CIRCOLANTE (C)	2.339.959	2.339.263	
DIRATE E RISCONTI ATTIVI	10.789	13.633	
TOTALE ATTIVO	4.272.589	4.181.083	

	31.12.2021	31.12.2021
PASSIVO		
(Migliaia di Euro)		
A PATRIMONIO NETTO		
PATRIMONIO NETTO DI GRUPPO		
I) Capitale	3.000	3.000
II) Riserva sovrapprezzo azioni	458.698	458.698
III) Riserve di rivalutazione	802.431	795.400
IV) Riserva legale	600	600
V) Riserve statutarie	0	0
VI) Altre riserve		
1) riserva straordinaria	78.789	78.789
2) riserva di consolidamento	62.098	62.098
3) riserva di conversione	(55.093)	(54.165)
4) altre	1.709.788	1.709.788
TOTALE	1.795.582	1.796.490
VII) Riserva per operazioni di copertura flussi finanziari attesi	3.481	(4.162)
VIII) Utili (perdite) portati a nuovo	(238.240)	(370.794)
IX) Utile (perdita) dell'esercizio	58.668	130.887
X) Riserva negativa per azioni proprie in portafoglio	0	0
TOTALE PATRIMONIO NETTO DI GRUPPO	2.922.089	2.810.119
PATRIMONIO NETTO DI TERZI		
Capitale e riserva di terzi	0	17
Utile di terzi	0	(26)
TOTALE PATRIMONIO NETTO DI TERZI		
TOTALE PATRIMONIO NETTO (A)	2.922.089	2.810.110
B) FONDI PER RISCHI E ONERI		
1) Per trattamento di quiescenza	2.094	2.078
2) Per imposte, anche differite	6.718	3.455
3) Strumenti finanziari derivati passivi	9.302	9.124
4) Altri	50.171	46.228
TOTALE FONDI PER RISCHI E ONERI (B)	68.285	60.885
C) TRATTAMENTO DI FINE RAPPORTO	17.625	18.144
D) DEBITI		
1) Obbligazioni	0	0
TOTALE	0	0
2) Obbligazioni convertibili	0	0
TOTALE	0	0
3) Debiti vs. Soci per finanziamenti	0	0
esigibili entro l'es. successivo	0	0
esigibili oltre l'es. successivo	0	0
TOTALE	0	0
4) Debiti vs. banche	50.487	46.448
esigibili entro l'es. successivo	55.178	570.583
esigibili oltre l'es. successivo	601.675	677.042
TOTALE	601.675	677.042
5) Debiti vs. altri finanziatori	0	0
esigibili entro l'es. successivo	0	0
esigibili oltre l'es. successivo	0	0
TOTALE	0	0
6) Account	27.037	31.968
esigibili entro l'es. successivo	0	0
esigibili oltre l'es. successivo	27.037	31.968
TOTALE	27.037	31.968
7) Debiti vs. fornitori	395.468	354.348
esigibili entro l'es. successivo	25	0
esigibili oltre l'es. successivo	395.511	354.348
TOTALE	395.511	354.348
8) Debiti rappresentati da titoli di credito	0	0
esigibili entro l'es. successivo	0	0
esigibili oltre l'es. successivo	0	0
TOTALE	0	0
9) Debiti vs. imprese controllate	50.291	567
esigibili entro l'es. successivo	0	0
esigibili oltre l'es. successivo	50.291	567
TOTALE	50.291	567
10) Debiti vs. imprese collegate	482	1.047
esigibili entro l'es. successivo	0	0
esigibili oltre l'es. successivo	482	1.047
TOTALE	482	1.047
11) Debiti vs. controllanti	34.161	94.101
esigibili entro l'es. successivo	0	0
esigibili oltre l'es. successivo	34.161	94.101
TOTALE	34.161	94.101
11-bis) Debiti verso imprese sottoposte al controllo delle controllanti	48	37
esigibili entro l'es. successivo	0	0
esigibili oltre l'es. successivo	48	37
TOTALE	48	37
12) Debiti tributari	35.444	37.622
esigibili entro l'es. successivo	8.200	18.400
esigibili oltre l'es. successivo	43.614	54.022
TOTALE	43.614	54.022
13) Debiti vs. istituti previdenza sociale	19.649	20.210
esigibili entro l'es. successivo	0	0
esigibili oltre l'es. successivo	19.649	20.210
TOTALE	19.649	20.210
14) Altri debiti	65.688	68.095
esigibili entro l'es. successivo	1.272	2.659
esigibili oltre l'es. successivo	87.658	90.754
TOTALE	87.658	90.754
TOTALE DEBITI (D)	1.284.096	1.284.096
ERATE E RISCONTI	5.054	7.858
TOTALE PASSIVO	4.272.589	4.161.093

CONTO ECONOMICO CONSOLIDATO ANGELINI HOLDING S.P.A.
(Migliaia di Euro)

	31.12.2021	31.12.2020
A) VALORE DELLA PRODUZIONE		
1) Ricavi delle vendite e delle prestazioni	1.725.224	1.699.471
2) Variazione di rimanenze di prodotti in lavorazione, semilavorati e finiti	(3.339)	1.400
3) Variazione dei lavori in corso su ordinazione	(1.181)	5.074
4) Incrementi di immobilizzazioni per lavori interni	633	4.465
5) Altri ricavi e proventi		
a) contributi in conto esercizio	9.057	10.604
b) altri ricavi e proventi	55.912	38.420
TOTALE 5)	64.589	49.024
TOTALE VALORE DELLA PRODUZIONE (A)	1.786.306	1.798.434
B) COSTI DELLA PRODUZIONE		
6) Materie prime, sussidiarie, di consumo	549.465	580.183
7) Per servizi	581.007	526.201
8) Per godimento di beni di terzi	45.003	41.594
9) Per il personale		
a) salari e stipendi	251.759	240.629
b) oneri sociali	72.989	68.746
c) trattamento di fine rapporto	12.147	11.651
d) trattamento di quiescenza e simili	6.525	816
e) altri costi	27.562	21.083
TOTALE 9)	370.982	342.924
10) Ammortamenti e svalutazioni		
a) ammortamenti di immobilizzazioni immateriali	132.797	59.826
b) ammortamenti di immobilizzazioni materiali	43.466	39.095
c) altre svalutazioni delle immobilizzazioni	1.707	33.116
di svalutazione dei crediti compresi nell'Attivo Circolante e disponibilità liquide	1.159	2.541
TOTALE 10)	179.148	134.578
11) Variazione di rimanenze di materie prime, sussidiarie di consumo e merci	(651)	(33.703)
12) Accantonamenti per rischi	3.708	11.295
13) Altri accantonamenti	8.987	2.061
14) Oneri diversi di gestione	37.393	42.943
TOTALE COSTI DELLA PRODUZIONE (B)	1.764.562	1.648.086
DIFFERENZA TRA VALORE E COSTI DELLA PRODUZIONE (A-B)	1.454	111.348

C) PROVENTI E ONERI FINANZIARI		
15) Proventi da partecipazioni		8.139
a) da imprese controllate	409	
b) da imprese collegate	0	0
c) da imprese sottoposte al controllo delle controllanti	0	0
d) altre imprese	132.210	51.613
TOTALE 15)	132.619	59.752
16) Altri proventi finanziari		
a) da crediti iscritti nelle immobilizzazioni verso		
1) imprese controllate	0	0
2) imprese collegate	0	0
3) imprese controllanti	0	0
4) imprese sottoposte al controllo delle controllanti	0	0
5) altri	0	0
TOTALE A)	0	0
b) Da titoli iscritti nelle immobilizzazioni che non costituiscono partecipazioni	0	0
c) Da titoli iscritti nell'Attivo Circolante che non costituiscono partecipazioni	20.850	6.171
d) Proventi diversi dai precedenti		
1) imprese controllate	0	0
2) imprese collegate	0	0
3) imprese controllanti	0	0
4) imprese sottoposte al controllo delle controllanti	0	0
5) altri	6.523	3.820
TOTALE D)	6.523	3.820
TOTALE 16)	27.373	9.991
17) Interessi e altri oneri finanziari da		
1) imprese controllate	0	0
2) imprese collegate	0	0
3) imprese controllanti	0	0
4) imprese sottoposte al controllo delle controllanti	0	0
5) altri	6.915	3.315
17-bis) Utile/Perdite su cambi	(6.378)	6.498
TOTALE 17)+17-BIS)	537	9.813
TOTALE PROVENTI E ONERI FINANZIARI (C)+(15-16-17-17-BIS)	159.495	59.930
D) RETTIFICHE DI VALORE DI ATTIVITÀ FINANZIARIE		
18) Rivalutazioni		
a) di partecipazioni	175	285
b) di immobilizzazioni finanziarie che non costituiscono partecipazioni	0	0
c) di titoli iscritti nell'Attivo Circolante che non costituiscono partecipazioni	160	37
d) di strumenti finanziari derivati	12.430	3.680
TOTALE 18)	12.765	4.002
19) Svalutazioni		
a) di partecipazioni	11.357	5.082
b) di immobilizzazioni finanziarie che non costituiscono partecipazioni	0	0
c) di titoli iscritti nell'Attivo Circolante che non costituiscono partecipazioni	15.782	2.372
d) di strumenti finanziari derivati	20.863	7.920
TOTALE 19)	48.042	15.374
TOTALE DELLE RETTIFICHE (D)+(18-19)	(35.277)	(11.372)
Risultato prima delle imposte (A-B-C-D)	125.632	158.906
20) Imposte sul reddito dell'esercizio, correnti, differite e anticipate	28.986	29.045
Utile (perdita) prima dei terzi	96.646	130.861
Utile (perdita) pertinenza di terzi	0	(26)
21) Utile (perdita) dell'esercizio	96.646	130.837

APPENDICE B – BILANCIO CONSOLIDATO RECORDATI S.P.A.

STATI PATRIMONIALI CONSOLIDATI AL 31 DICEMBRE 2021 E AL 31 DICEMBRE 2020

ATTIVITÀ

€ (migliaia)	Nota	31 dicembre 2021	31 dicembre 2020
Attività non correnti			
Immobili, impianti e macchinari	7	131.120	133.250
Attività immateriali	8	1.138.786	1.115.811
Avviamento	9	553.209	562.116
Altre partecipazioni e titoli	10	34.124	45.581
Altre attività non correnti	11	32.937	6.861
Attività fiscali differite	12	75.922	75.084
Totale attività non correnti		1.966.098	1.938.703
Attività correnti			
Rimanenze di magazzino	13	228.732	251.252
Crediti commerciali	14	307.778	268.897
Altri crediti	15	44.880	47.291
Altre attività correnti	16	12.984	10.245
Strumenti derivati valutati al <i>fair value</i>	17	11.149	7.036
Disponibilità liquide e mezzi equivalenti	18	244.578	188.230
Totale attività correnti		850.101	772.951
Totale attività		2.816.199	2.711.654

PATRIMONIO NETTO E PASSIVITÀ

€ (migliaia)	Nota	31 dicembre 2021	31 dicembre 2020
Patrimonio netto			
Capitale sociale		26.141	26.141
Riserva sovrapprezzo azioni		83.719	83.719
Azioni proprie		(126.981)	(87.516)
Riserva per strumenti derivati		(974)	(2.659)
Riserva per differenze di conversione		(213.086)	(217.303)
Altre riserve		60.207	70.707
Utili a nuovo		1.275.962	1.151.053
Utile netto		385.966	354.984
Acconto sul dividendo		(109.329)	(103.143)
Patrimonio netto attribuibile agli azionisti della Capogruppo	19	1.381.625	1.275.983
Patrimonio netto attribuibile agli azionisti di minoranza	20	0	277
Totale patrimonio netto		1.381.625	1.276.260
Passività non correnti			
Finanziamenti - dovuti oltre un anno	21	760.473	778.238
Fondi per benefici ai dipendenti	22	21.010	21.174
Passività per imposte differite	23	26.675	41.219
Altre passività non correnti	24	0	16.299
Totale passività non correnti		808.158	856.930
Passività correnti			
Debiti commerciali	25	177.925	132.096
Altri debiti	26	145.170	95.671
Debiti tributari	27	29.543	29.743
Altre passività correnti	28	6.508	11.250
Fondi per rischi e oneri	29	21.396	17.113
Strumenti derivati valutati al <i>fair value</i>	30	14.156	9.770
Finanziamenti - dovuti entro un anno	21	223.061	270.254
Debiti a breve termine verso banche e altri finanziatori	31	8.657	12.567
Totale passività correnti		626.416	578.464
Totale patrimonio netto e passività		2.816.199	2.711.654

**CONTI ECONOMICI CONSOLIDATI PER GLI ESERCIZI CHIUSI AL 31 DICEMBRE 2021
E AL 31 DICEMBRE 2020**

CONTO ECONOMICO

€ (migliaia) ⁽¹⁾	Nota	2021	2020
Ricavi netti	3	1.580.074	1.448.867
Costo del venduto	4	(427.727)	(406.831)
Utile lordo		1.152.347	1.042.036
Spese di vendita	4	(396.394)	(349.072)
Spese di ricerca e sviluppo	4	(166.138)	(146.236)
Spese generali e amministrative	4	(84.495)	(72.785)
Altri proventi/(oneri) netti	4	(15.130)	(4.927)
Utile operativo		490.190	469.016
Proventi/(oneri) finanziari netti	5	(26.841)	(13.360)
Utile prima delle imposte		463.349	455.656
Imposte sul reddito	6	(77.383)	(100.629)
Utile netto		385.966	355.027
Attribuibile a:			
Azionisti della Capogruppo		385.966	354.984
Azionisti di minoranza		0	43
Utile netto per azione			
Base		1,874	1,725
Diluito		1,846	1,698

⁽¹⁾ Eccetto i valori per azione.

Il valore per azione base è calcolato sul numero medio di azioni in circolazione nei rispettivi periodi, pari a n. 206.011.089 per il 2021 e n. 205.758.125 per il 2020. Tali valori sono calcolati deducendo le azioni proprie in portafoglio, la cui media è pari a n. 3.114.067 per il 2021 e n.3.367.031 per il 2020.

Il valore per azione diluito è calcolato tenendo conto delle opzioni assegnate ai dipendenti.

BIBLIOGRAFIA

- Pozzoli, S. (2021), *Valutazione d'azienda*, IPSOA
- Balducci, D. (2012), *La valutazione dell'azienda*, FAG
- Beltrame, F., Bertinetti, G. S., Sclip A. (2021), *Analisi e valutazione finanziaria d'impresa*, G. Giappichelli Editore
- Damodaran, A. (2010), *Valutazione delle aziende*, Apogeo Education – Maggioli Editore
- Guatri, L., Bini, M. (2009), *Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende*, Egea
- Cattaneo, M. (1998), *Principi di valutazione del capitale d'impresa*, Il Mulino
- Ceroli, P., Marchegiani, A., Natalucci, G., Ruggieri, M., Spreca, L. (2015), *Valutazione d'azienda e operazioni straordinarie*, Giuffrè Editore
- Corbella, S., Liberatore, G., Tiscini, R. (2020), *Manuale di valutazione d'azienda. Approfondimenti su profili applicativi e ambiti professionali*, McGraw-Hill Education
- Buongiorno, M. (2012), *La valutazione d'azienda nella pratica professionale*, Euroconference
- Nizzola, M. (2020), *Valutazione d'azienda. Metodi e casi pratici*, Maggioli Editore
- Valutazione d'azienda, alcune criticità del processo di stima con particolare riferimento alle pmi 2018, Giuffrè
- Liberatore, G., Amaduzzi, A. A., Comuzzi, E., Ferraro, O. (2014), *La valutazione delle aziende in crisi*, Giuffrè Editore
- Ranaudo, C. (2012), *Introduzione al mercato farmaceutico. Analisi e indicatori*, Maya Idee
- Carnà A., R. (2007), *L'economia delle aziende farmaceutiche. Caratteri strutturali, operativi e modelli di corporate governance*, Giuffrè editore
- Bruzzi, S. (2009), *Economia e strategia delle imprese farmaceutiche*, Giuffrè Editore
- Barberini, G., Casettari, L. (2021), *Legislazione farmaceutica nella pratica professionale*, Piccin – Nuova Libreria
- Marchetti, M., Minghetti, P. (2015), *Legislazione farmaceutica*, CEA
- Gianfrate, F. (2004), *Economia del settore farmaceutico*, Il Mulino

- Gianfrate, F. (2014), *Il mercato dei farmaci. Tra salute e business*, Franco Angeli Editore
- Gianfrate, F. (2008), *Marketing farmaceutico. Peculiarità strategiche e operative*, Tecniche Nuove
- Auteri, M. (2013), *Il mercato del farmaco. Tra andamenti e prospettive*, Libreriauniversitaria.it Edizioni
- Fossati, A. (2002), *Economia pubblica*, Franco Angeli Editore
- Giuliani, M., Marasca, S. (2018), *La valutazione degli intangibles aziendali*, Giuffrè Editore
- Chiacchierini, C., Perrini, F., Perrone, V. (2008), *I-valuation intangibili, competitività e valutazione d'impresa*, EGEA
- Balducci, D. (2021), *Valutazioni di beni immateriali e asset intangibili*, Aedi edizioni
- Borsa Italiana S.p.A., (2004), *Guida alla Valutazione*, Borsa Italiana S.p.A., Milano
- Bilych A. V., *Theoretical and practical aspects of business valuation based on DCF-method (discounted cash flow)*
- Fondazione Nazionale dei commercialisti (2015), *Il valore di un'azienda in base ai multipli*
- Fusa, E., Guatri, G. (1998), *La valutazione del capitale economico d'impresa*, Il Sole 24 ore
- MarketLine Industry Profile (2021), *Pharmaceuticals in Italy*
- Farindustria (2022), *Indicatori Farmaceutici*
- Farindustria (2022), *Essere competitivi in Europa. Scenari della Farmacia*
- Banerjee, A. (2003), *Real Option Valuation of a Pharmaceutical Company*, The Journal for Decision Makers, pp. 61-73

SITOGRAFIA

<https://www.bankpedia.org/>

<https://www.bancobpm.it/magazine/glossario/>

<https://www.angeliniindustries.com/>

<https://www.recordati.com/en/>

<https://www.pfizer.it/>

<https://www.modernatx.com/it-IT?fromLocale=en-US>

<https://www.bayer.com/it/it/italia-home>

<https://www.grifols.com/en/italy>

<https://www.biontech.com/int/en/home.html>

<https://www.henkel.it/>

<https://www.reckitt.com/>

<https://www.ebsco.com/it-it>

<https://www.sciencedirect.com/>

<https://it.marketscreener.com/>

<https://www.borsaitaliana.it/homepage/homepage.htm>

<https://www.aifa.gov.it/>

<https://www.farindustria.it/>

<https://www.markertline.com/>