

# Economy

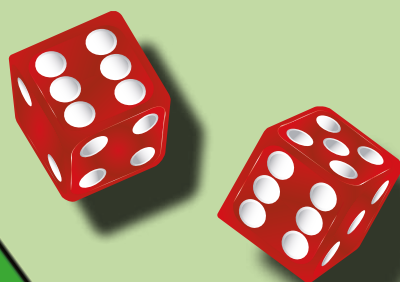
MODELLI. OPPORTUNITÀ. SOLUZIONI.

www.economymagazine.it

Luglio - agosto 2024 Euro 4,50



ECONOMY | ANNO VII | N. 79 | MENSILE | LUGLIO - AGOSTO | DATA DI USCITA IN EDICOLA: 10 LUGLIO 2024 | POSTE ITALIANE S.P.A. - SPEDIZIONE IN ABBONAMENTO POSTALE - D.L. 353/2003 (CONVERTITO IN LEGGE 27/02/2004 N. 46) ART. 1, COMMA 1, L. 101



## PROBABILTÀ & IMPREVISTI DEL MATTONE 2024



SUPER  
BONUS

SALVA  
CASA

FONDI  
REAL  
ESTATE

NUOVE  
ASSET  
CLASS

VIA!

La direttiva Ue «Casa Green» spaventa ma forse aiuterà. La rigenerazione urbana attrae investitori. Real estate (e la casa) al bivio tra ripresa e crisi. Le analisi di Francesco Rutelli, Davide Albertini Petroni e Mario Breglia



### «VI SPIEGO IL BONUS LAVORO»

Parla la senatrice Paola Mancini, addetta ai lavori come la ministra



### «SÌ ALLE AZIENDE-CAMALEONTI»

Parla Francesco Cardone, fondatore di Imprefocus: «Cavalchiamo l'AI»

### DISTRIBUIRE ENERGIA

Elettrolazio e il «jolly» delle forniture efficienti

### GRUPPO CAP

Caccia all'oro blu: economia circolare con al centro l'acqua

### CINA

No ai «due pesi e due misure» di Liu Kan, Console Generale

### INSOLITI EDITORI

È boom delle pubblicazioni dirette delle imprese ordinarie

## QUEL GAP TRA VOLERE E VALORE

Pianificare il futuro, attrarre investitori, decidere su fusioni o acquisizioni, o semplicemente misurare la propria attrattività: conoscere il valore della propria impresa è fondamentale. Ma non tutti i metodi si equivalgono...



fonte: KPMG

di Marina Marinetti

**V**i siete mai chiesti quanto vale la vostra impresa? C'è più di un motivo per togliersi la curiosità: saggiare l'appeal verso gli investitori, pesarsi nell'ambito di una partnership, presentarsi al mercato (quello borsistico, ma anche quello occupazionale) e... valutare se sia il caso di approfittare del rilancio dell'M&A, che già nei primi tre mesi del 2024 ha registrato operazioni per circa 14,6 miliardi di euro

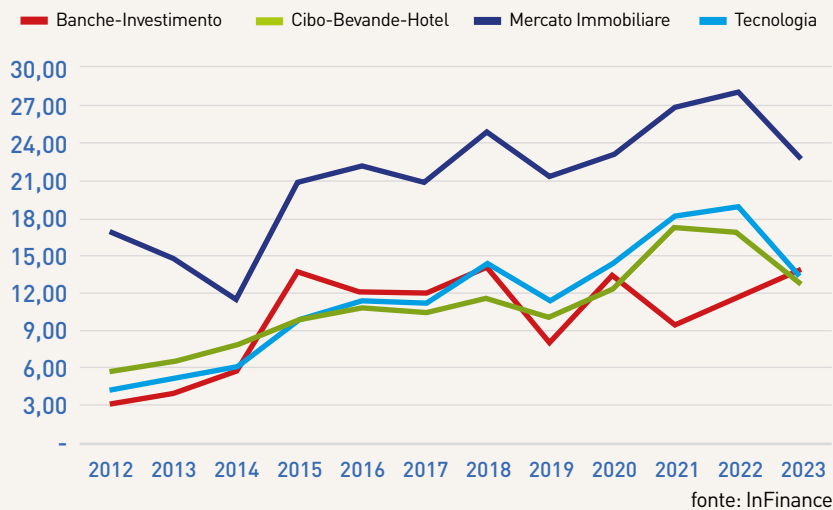
**IL MERCATO M&A NEL PRIMO TRIMESTRE DEL 2024 HA REGISTRATO OPERAZIONI PER 14,6 MILIARDI DI EURO, IL 55,2% IN PIÙ RISPETTO AL 2023**

grazie al contributo dei settori Energy, Industrial e dei Financial Services», commenta Max Fiani, Partner Kpmg e curatore del rapporto periodico sull'M&A. «Nonostan-

(+55,2% rispetto al primo trimestre 2023), vale a dire oltre il 40% dei controvalori registrati nell'intero 2023 (35,1 miliardi di euro). «Abbiamo assistito a un primo trimestre molto favorevole per l'M&A italiano, con una delle migliori partenze degli ultimi 10 anni, soprattutto

grazie al contributo dei settori Energy, Industrial e dei Financial Services», commenta Max Fiani, Partner Kpmg e curatore del rapporto periodico sull'M&A. «Nonostan-

## ANDAMENTO EV/EBITDA DEI PRINCIPALI SETTORI (2012-2023)



te la flessione dei volumi, che per ora non preoccupa, si è registrata un'importante ripresa dei deal di taglio medio-grande».

Non solo: circa il 60% dei controvalori registrati nel primo trimestre sono relativi ad acquisizioni

**L'M&A DOMESTICO (ITALIA SU ITALIA) RAPPRESENTA OLTRE IL 50% DELLE OPERAZIONI CONCLUSE NEL PRIMO TRIMESTRE 2024**

operate da soggetti italiani nei confronti di target estere. E in termini di numero di operazioni, l'M&A domestico (Italia su Italia) rappresenta oltre il 50% delle operazioni concluse nel primo trimestre 2024, con operazioni che hanno cubato per circa il 12% dei controvalori del periodo, segnale di un continuo consolidamento del comparto industriale italiano. Qualche esempio? L'acquisizione di **Gmm Spa** (progettazione e costruzione di frese a ponte per l'industria della pietra) da parte del **Gruppo Biesse**; la scorpacciata di **Minerva Hub** (moda) che si è portata a casa **Goretti, Deadema, Teknomabel ed Èstro Lab**); il **Gruppo Gentili Mosconi** che ha rilevato il 70% della **Tintoria Comacina**;  **Holding della Moda** che ha rafforzato la propria presenza nel segmento della pelletteria con l'acquisizione di **Emmetierre e Fast Pelle**... E il private equity non è stato a guardare: nei primi 3 mesi

del 2024 ha partecipato a deal per circa 8,2 miliardi (56% del totale), con importi superiori ai circa 5,2 miliardi registrati nell'in-

tero 2023 (15% del totale 2023) con operazioni come l'acquisizione della maggioranza (50,2%) di

**Autry International** da parte di **Style Capital Sgr** per 300 milioni di euro, oppure l'ingresso in **Eni Plenitude** del fondo svizzero **Eeip Energy Infrastructure Partners** attraverso un aumento di capitale di 588 milioni di euro per circa il 7,6% del capitale sociale. Poi c'è stata l'acquisizione da parte di **Ferrovie Nord Mila-**

Max Fiani,  
Partner  
Kpmg



no dell'80% del capitale di **Viridis Energia**, la cessione del 100% di **Friulair** da parte di **Alcedo** alla statunitense **Ingersoll Rand** per circa 135 milioni, l'acquisizione da parte della banca d'affari americana **Bdt & Msd Partners** del 49,8% del **Gruppo Ima**... E in pipeline, per il resto dell'anno, si sono altri 30 miliardi sul piatto con deal in attesa di closing.

### I CONTI IN TASCA

«Conoscere il valore della propria azienda è fondamentale per diverse ragioni: per pianificare il futuro, per attrarre investitori, per decidere in merito fusioni o acquisizioni, o semplicemente per avere una migliore comprensione delle proprie potenzialità e attrattività», spiega a Economy **Ivan Fogliata**, co-founder di **inFinance**. Più facile dirlo che calcolarlo: esistono diversi metodi che possono essere utilizzati per stimare il valore di un'azienda. Tra i più comuni c'è il metodo patrimoniale, che si basa sulla determinazione del valore di mercato del patrimonio netto dell'azienda, ovvero la differenza tra le sue attività stimate a valori di mercato e le sue passività. «Il metodo patrimoniale è relativamente semplice, ma non tiene conto della capacità di generare reddito», spiega Fogliata. «Il metodo reddituale al contrario determina il valore dell'impresa sulla base della capacità della medesima di generare reddito futuro». A metà strada c'è il metodo misto: «considera sia il patrimonio netto sia la capacità reddituale isolando il cosiddetto "avviamento" e combina elementi dei metodi patrimoniale e reddituale, cercando di offrire una valutazione che

tenga conto sia degli elementi patrimoniali che della capacità di generare reddito». E poi c'è il metodo dei flussi di cassa attualizzati (Dcf): «richiede la formulazione di previsioni accurate sui flussi di

cassa futuri dell'azienda nonché la stima di un adeguato tasso di attualizzazione. È complesso, ma è fra i metodi di valutazione considerati più accurati».

Fin qui la teoria. Ma la pratica? Come scegliere il metodo di valutazione corretto? La risposta è "dipende". Da cosa? Dal settore di attività, dalla dimensione, dalla redditività, dalle prospettive di crescita e al contesto economico generale. E magari dal metodo che utilizzano anche gli altri: il più utilizzato è il metodo dei multipli: «si basa sull'assunto di realizzare un confronto fra l'azienda in valutazione con altre aziende simili (per settore, dimensioni, redditività e prospettive di crescita), dette comparables, che sono state recentemente vendute oppure sono quotate in Borsa e il cui valore di mercato è dunque noto. Il valore dell'azienda viene quindi semplicemente calcolato applicando un multiplo a una misura finanziaria chiave dell'azienda, come i ricavi, l'utile netto o l'Ebitda, che è la grandezza preferita dagli analisti, che rappresentando gli utili prima degli interessi, delle imposte, degli ammortamenti e degli accantonamenti, è un indicatore della redditività operativa dell'azienda». I multipli sono facili da calcolare (senza bisogno di un modello finanziario complesso o di una grande quantità di dati storici), da confrontare con quelli dei competitor, e sono predittivi: «scontano le aspettative di crescita che il mercato vede nelle aziende comparabili, il che li rende utili per valutare le prospettive di crescita di un'azienda del medesimo settore chiaramente se la crescita è generalizzata».

«L'Ebitda può essere estratto facilmente dai bilanci aziendali, ma il processo più delicato è il percorso di "normalizzazione", cioè la pulizia da elementi non ricorsivi come ricavi o costi straordinari». E per ottenere il valore della nostra azienda? «Occorre moltiplicare l'Ebitda normalizzato dell'azienda per un multiplo di Ebitda appropriato per ottenere una stima del valore dell'azienda. Si otterrà il cosiddetto Enterprise Value ovvero il valore totale dell'impresa, ma per



IVAN FOGLIATA

conoscere il valore effettivo del pacchetto di quote o azioni della società all'Enterprise Value andrà sottratto il valore dell'indebitamento finanziario netto».

I multipli basati sull'Ebitda, però, non sono infallibili: «non tengono conto di tutti i fattori che influenzano il valore di un'azienda», conferma il co-founder di InFinance. «Ad esempio non tengono conto della qualità del management, della forza del marchio o della posizione competitiva dell'azienda. E possono essere distorti da eventi eccezionali che non riflettono il valore nel lungo termine. Inoltre, possono essere non disponibili per tutte le aziende, per esempio quelle non quotate o di nicchia».

## IL CANTIERE DEGLI INDICATORI

Gli indicatori di bilancio sono rapide scorciatoie, ma come tutte le vie brevi peccano di eccessiva sintesi rischiando di offrire una visione distorta. La scienza della finanza aziendale conosce bene tali limiti e il "cantiere" degli indicatori è sempre aperto.

Dopo la crisi finanziaria del 2008, per esempio, si iniziò a parlare della "asset quality review" (Aqr), imponendo agli istituti di credito di verificare la sostenibilità del debito degli affidati, fra gli altri, attraverso due particolari indici: il Dscr (Debt Service Coverage Ratio), che divide il flusso di cassa operativo che un'azienda è grado di produrre durante un anno per il flusso di cassa necessario a rimborsare l'indebitamento per capitale e interessi del medesimo anno) e il Pfn/Ebitda (Posizione Finanziaria Netta su Earnings before interest, taxes, depreciations & amortizations), che corrisponde alla differenza tra i meri debiti finanziari e la liquidità disponibile. E in caso di nuove uscite finanziarie fisse in azienda che potrebbero scardinare gli equilibri? Il "cantiere" di InFinance ha elaborato due nuovi indicatori: il **Moltiplicatore dei costi fissi (Mdc)** e l'**Ebitda margin lever**: il moltiplicatore dei costi fissi è una evoluzione del concetto di margine di contribuzione - la differenza fra il valore della produzione ed i soli costi variabili - espresso in percentuale. Un valore pari ad esempio a 4 comunica che per coprire un euro di costi fissi in più è necessario realizzare 4 euro in più di fatturato per coprire quell'euro. «Ma alla finanza d'azienda il fatto che sono neces-

GLI INDICATORI DI BILANCIO  
PECCANO DI ECCESSIVA SINTESI  
E RISCHIANO DI OFFRIRE AL MERCATO  
UNA VISIONE DISTORTA

sari 4 euro in più per ogni euro di fatturato per coprire i nuovi costi fissi non basta», spiega Fogliata. «Così abbiamo introdotto l'Ebitda margin lever, ovvero il rapporto fra Ebitda e Valore della produzione: l'Ebitda margin lever consente di calcolare di quanto deve crescere il valore della produzione non solo per coprire i costi fissi ulteriori ma anche per difendere una certa percentuale di Ebitda margin». È inversamente proporzionale al rapporto tra il Moltiplicatore dei costi fissi e l'Ebitda Margin, entrambi espressi in percentuale. Si tratta di tecnicismi preziosi: «Gli indicatori si evolvono e così devono evolvere anche le competenze delle imprese».