Valutazione aziendale

Il caso Interroll Holding AG

Studente/essa
Stefano Specht

Relatore/trice
Laura Luoni

Corso di laurea
Economia Aziendale

Indirizzo di approfondimento
Accounting & Controlling

Progetto
Tesi di Bachelor

INTERROLL®

INSPIRED BY EFFICIENCY

Luogo e data di consegna
Manno, 16 settembre 2015

STUDENTSUPSI

Valutazione aziendale
Il caso Interroll Holding AG

Autore: Stefano Specht
Relatrice: Laura Luoni

Tesi di Bachelor
Scuola Universitaria Professionale della Svizzera Italiana
Dipartimento Scienze Aziendali, Sociali e Sanitarie
Manno, settembre 2015

STUDENTSUPSI

“L’autore è l’unico responsabile del suo tema”.

“Non c’è niente di più pericoloso della ricerca di una strategia d’investimento razionale in un modo irrazionale”.

(John Maynard Keynes)

STUDENTSUPSI

ABSTACT

In un contesto di dinamicità del mondo moderno e in particolar modo grazie alla crescente sensibilità di agenti economici di favorire la crescita dell'azienda attraverso operazioni straordinarie quali fusioni, acquisizioni, cessioni, conferimenti, ristrutturazioni e quotazioni, il tema della valutazione aziendale suscita molto interesse. Pur non trattandosi di una scienza esatta è infatti un tema complesso molto discusso e studiato.

L'obiettivo della valutazione di un'impresa consiste nell'attribuire all'azienda un determinato valore, utile come base di partenza per la determinazione del suo prezzo finale. In tale circostanza l'obiettivo principale di questa ricerca consiste nell'applicare quanto appreso durante la formazione scolastica ad un caso reale, studiando e analizzando a fondo l'impresa e il suo ambiente. Facendo riferimento alla letteratura si applicano i diversi metodi di valutazione con il fine di trovare il valore intrinseco di Interroll Holding AG confrontato in seguito con la capitalizzazione azionaria.

La difficoltà è data sia dalla verifica della coerenza fra le analisi e la stima dei conti previsionali, sia dal grado di incertezza nella formulazione delle ipotesi necessarie per l'applicazione dei metodi di valutazione. Dopo lo studio della letteratura e la descrizione teorica del processo di valutazione si è deciso di attenuare il più possibile il grado d'incertezza, svolgendo delle interviste con dirigenti dell'azienda, esperti del settore e analisti finanziari, che grazie ad informazioni e dati utili hanno permesso di realizzare al meglio questa ricerca.

Questa tesi oltre ad aver fatto emergere risultati interessanti, quali il potenziale di crescita di Interroll Holding AG, è stata molto utile sia per apprendere la complessità nel attribuire un valore ad un'azienda, sia per applicare ad un caso reale quanto visto precedentemente solamente in teoria.

STUDENTSUPSI

INDICE

ABSTACT 4
INDICE 5
INDICE DELLE ILLUSTRAZIONI 7
ELENCO DELLE ABBREVIAZIONI 8
1° Parte: Introduzione e descrizione dei metodi di valutazione 9
1. Introduzione 10
1.1 Contestualizzazione 10
1.2 Scopo e obiettivi 11
1.3 Metodologia e struttura del lavoro 12
2. Elementi teorici introduttivi 14
2.1 Il processo di valutazione aziendale 14
2.2 Analisi dell'ambiente esterno 15
2.2.1 Analisi PEST 16
2.2.2 Le 5 forze competitive di Porter 17
2.3 Analisi dell'ambiente interno 19
2.3.1 Analisi contabile 19
2.3.1.1 Analisi della redditività 20
2.3.1.2 Analisi della liquidità 21
2.3.1.3 Analisi della solidità 23
2.4 Analisi SWOT 24
3. I metodi di valutazione aziendale 25
3.1 Il metodo patrimoniale 26
3.1.1 Il metodo patrimoniale semplice 27
3.1.2 Il metodo patrimoniale complesso 27
3.2 Il metodo reddituale 28
3.3 Il metodo misto 30
3.4 Il Discounted Free Cash Flow 32
3.4.1 Stima dei *Free Cash Flow* 32
3.4.2 Tassi di attualizzazione 33
3.4.3 Il *Terminal Value* 35

STUDENTSUPSI

3.4.4 Vantaggi e limiti 36
3.5 Il metodo EVA 37
2° Parte: Applicazione al caso Interroll Holding AG 39
4. Interroll Holding AG 40
4.1 Storia 40
4.2 Valori e punti di forza 41
4.3 Analisi dell'ambiente esterno 43
4.3.1 Analisi PEST 43
4.3.2 Analisi delle 5 forze competitive di Porter 48
4.4 Analisi contabile 50
4.3.1 Analisi della redditività 53
4.3.2 Analisi della liquidità 57
4.3.3 Analisi della solidità 58
4.5 Analisi SWOT 59
4.6 Prospettive 61
5 Applicazione dei metodi di valutazione 63
5.1 Il metodo patrimoniale 65
5.2 Il metodo reddituale 66
5.3 Il metodo misto 67
5.4 Il Discounted Cash Flow 68
5.5 Il metodo EVA 71
5.6 Confronto dei risultati 72
6. Conclusione 75
Bibliografia 77
Glossario 79
Allegati 80
Allegato 1 – Conti di Interroll Holding AG 80
Allegato 2 – Calcolo del ciclo finanziario 82
Allegato 3 – Analisi del conto economico 83
Allegato 4 – Vantaggi e svantaggi dei metodi di valutazione 84
Allegato 5 – Fattori determinati della redditività 85

STUDENTSUPSI

INDICE DELLE ILLUSTRAZIONI

Figura 1: Analisi PEST 17
Figura 2: Analisi delle 5 forze competitive di Porter 19
Figura 3: Analisi SWOT 24
Figura 4: Storia di Interroll Holding AG 41
Figura 5: Evoluzione del PIL 44
Figura 6: Evoluzione del numero di passeggeri agli aeroporti 45
Figura 7: Evoluzione della popolazione mondiale dal 1950 46
Figura 8: Piramidi della popolazione mondiale del 2000 e del 2025 47
Figura 9: Cifra d'affari e EBTDA in Mio di CHF 51
Figura 10: Evoluzione del fatturato per categoria di prodotto 52
Figura 11: Evoluzione del fatturato per regioni geografiche 52
Figura 12: Evoluzione della redditività di Interroll Holding AG dal 2009 al 2014 54
Figura 13: Evoluzione dei fattori determinanti del ROI 55
Figura 14: Evoluzione del ciclo finanziario 57
Figura 15: Evoluzione della liquidità 58
Figura 16: Evoluzione del fattore d'indebitamento 59
Figura 17: Evoluzione del titolo di Interroll Holding AG 72

Tabella 1: Redditività del capitale proprio e fattori determinanti 53
Tabella 2: Evoluzione della redditività del capitale totale e dei fattori determinanti 54
Tabella 3: Evoluzione della redditività delle vendite e dei fattori determinanti 55
Tabella 4: Evoluzione della rotazione del capitale e dei fattori determinanti 56
Tabella 5: Evoluzione del gradi di copertura dell'attivo fisso 59
Tabella 6: Conto economico previsionale in Mio di CHF 63
Tabella 7: Bilancio previsionale in Mio. di CHF 64
Tabella 8: *Cash flow* previsionale in Mio. di CHF 65
Tabella 9: Calcolo del reddito medio prospettico 66
Tabella 10: Valutazione aziendale secondo il metodo DCF 69
Tabella 11: Parametri utilizzati per il DCF 70
Tabella 12: Analisi di sensibilità 70
Tabella 13: Valutazione aziendale con il metodo EVA 71
Tabella 14: Confronto tra valutazioni aziendali e valore di mercato 72

STUDENTSUPSI

ELENCO DELLE ABBREVIAZIONI

BT:	Breve termine
CEO:	*Chief Executive Officer*
CFO:	*Chief Financial Officer*
CT/CP:	Leva finanziaria
D:	Capitale di terzo oneroso
DCF:	*Discounted Cash Flow*
E:	Capitale proprio
EBIT:	*Earnings Before Interest and Taxes*
EMEA:	*Europe, Middle East and Africa*
EVA:	*Economic Value Added*
F:	Debiti finanziari
FCF:	*Free Cash Flow*
g:	Tasso di crescita
i:	Tasso d'attualizzazione
IFRS:	*International Financial Reporting Standards*
K:	Valore patrimoniale rettificato
Ke:	Costo del capitale proprio
L:	Liquidità eccedente quella necessaria per l'attività corrente
N:	Valore di mercato degli attivi estranei all'attività aziendale
n:	Ultimo anni di previsione
P:	Premio per il rischio
PIL:	Prodotto Interno Lordo
R:	Reddito medio prospettico
r_m:	Rendimento di mercato
r_f:	Rendimento *risk free*
ROCT:	Rotazione del capitale totale
ROD:	*Retun On Debt*
ROE:	*Return On Equity*
ROS:	*Retun On Sales*
SUPSI:	Scuola Universitaria della Svizzera Italiana
T:	Aliquota fiscale
TV:	*Terminal Value*
V:	Valore dell'azienda
WACC:	*Weighted Average Cost of Capital*

STUDENTSUPSI

Parte 1

Introduzione e descrizione dei metodi di valutazione

STUDENTSUPSI

1. Introduzione

1.1 Contestualizzazione

Il seguente elaborato costituisce la Tesi di *Bachelor* in Economia Aziendale presso la Scuola Universitaria Professionale della Svizzera Italiana, in seguito denominata SUPSI, con sede a Manno.

L'argomento centrale di questo lavoro è la valutazione aziendale. Si tratta di un tema che comprende diversi moduli visti in ambito scolastico, come per esempio: economia aziendale, *corporate finance*, *financial reporting*, strategia aziendale e valutazione aziendale; certificati nel corso degli ultimi tre anni alla SUPSI. Si tratta di un tema molto discusso e studiato da diversi autori, infatti il problema di questo concetto acquista ogni giorno di più un'importanza centrale sia a livello teorico che di applicabilità professionale. Le principali ragioni che hanno suscitato interesse per questo argomento a livello internazionale sono riconducibili alla dinamicità del mondo moderno e in particolar modo alla crescente sensibilità sia verso la creazione ed il mantenimento del valore aziendale sia alla frequente tendenza da parte di agenti economici di favorire la crescita della ditta attraverso operazioni straordinarie quali fusioni, acquisizioni, cessioni, conferimenti, ristrutturazioni e quotazioni. (Balducci, 2006, p. 17)

L'obiettivo della valutazione di un'impresa consiste nell'attribuire all'azienda un determinato valore, utile come base di partenza per la determinazione del suo prezzo finale. È importante precisare che valore e prezzo raramente coincidono. Lord Kaynes fu infatti convinto che la ricerca del "vero valore" basata sui fondamentali finanziari fosse un'attività priva di significato in mercati in cui i prezzi spesso non sembrano seguire una dinamica razionale. Così come lui, sono sempre esistiti anche investitori nei mercati finanziari convinti che i prezzi di mercato fossero determinati dalle percezioni dei compratori e dei venditori, e non invece da fattori banali come flussi di cassa o utili (Damodaran, 2014, p. XVII).

Oggigiorno, il management delle imprese attribuisce una maggiore importanza alla creazione e al mantenimento di valore piuttosto che ai risultati puramente finanziari, facendo in modo che l'obiettivo generale di una società non è più soltanto quello di massimizzare i profitti, bensì anche quello di incrementare negli anni il valore aziendale grazie ad una gestione che si prefigge di rigenerare il capitale investito al fine di assicurare la possibilità di creare nuove risorse in futuro. Conoscere quanto vale un'attività e quali sono i fattori determinanti di tale valore è dunque senza dubbio un requisito fondamentale da conoscere per qualunque decisione: scegliere gli investimenti in portafoglio, decidere il prezzo appropriato per un'acquisizione, prendere decisioni d'investimento, di finanziamento e di distribuzione di dividendi in genere (Damodaran, 2014, p. 1).

La principale problematica che si è tenuti ad affrontare è quella di capire quale tra i vari metodi di valutazione aziendale proposti dalla letteratura sia il più idoneo all'esame

STUDENTSUPSI

dell'industria di riferimento. Il valore intrinseco di un'impresa, ottenuto con qualsiasi metodo d'analisi, è influenzato da informazioni interne ed esterne all'impresa (Damodaran, 2012). Questo fatto lascia presumere che la scelta del metodo più adatto dipenda anche dal tipo e dalla numerosità d'informazioni ottenibili da un'azienda, oltre che dal settore, dal ciclo di vita, dalla sua struttura e da una molteplicità di altri fattori. Un'analisi dettagliata delle informazioni disponibili in partenza è quindi fondamentale in quanto influenza la scelta del metodo e di conseguenza il risultato della valutazione.
Per fornire un elaborato che vada oltre le nozioni teoriche già trattate a scuola durante i diversi moduli d'insegnamento, si è deciso di applicare il tema della valutazione d'impresa ad un caso aziendale reale. Così facendo si completano gli insegnamenti scolastici con l'applicazione e l'elaborazione di tali concetti ad un caso specifico: il caso Interroll Holding AG.
Stabilire il valore intrinseco di Interroll Holding AG nasce soprattutto da un interesse personale, in quanto si vuole stabilire se il prezzo del titolo quotato in borsa, e di conseguenza la capitalizzazione azionaria, equivale o meno al valore intrinseco della ditta. Per fare ciò s'intende descrivere e applicare i diversi metodi di valutazione descritti dalla letteratura cercando poi di capire quale sia quello più appropriato per l'analisi dell'industria in questione. Infine si confronta il valore ottenuto con quello dato dalla borsa. Trattandosi di una società quotata nella borsa di Zurigo, e sottostando quindi alle *International Financial Reporting Standards* (IFRS), si può ovviare almeno in parte alla problematica di scarsità di informazioni e/o informazioni non veritiere.

1.2 Scopo e obiettivi

L'obiettivo principale del seguente elaborato è l'applicazione delle nozioni teoriche imparate in ambito scolastico ad un caso aziendale reale in modo da poter infine determinare il valore intrinseco dell'impresa.
La domanda di ricerca che funge da filo conduttore durante tutta la redazione della tesi e alla quale si intende rispondere attraverso questa ricerca è la seguente:

- La capitalizzazione azionaria coincide con il valore intrinseco del gruppo Interroll Holding AG?

Al fine di rispondere alla domanda di ricerca si sono posti degli obiettivi specifici che possono essere divisi in due parti. La prima, incorpora gli obiettivi inerenti la parte descrittiva della ricerca, mentre la seconda, comprende gli obiettivi specifici per l'applicazione dei metodi di valutazione all'azienda in questione.

1°Parte:

- descrivere il motivo per il quale si fanno le valutazioni aziendali;

STUDENTSUPSI

- illustrare i principali metodi di valutazione aziendale da un punto di vista teorico per capire eventuali similitudini, peculiarità, vantaggi e svantaggi di ogni metodo;
- descrivere chi fa le valutazioni d'impresa e l'approccio utilizzato.

2° Parte:

- descrivere l'azienda e il settore in cui opera;
- calcolare il valore intrinseco dell'azienda applicando i principali metodi di valutazione descritti in precedenza;
- analizzare e confrontare i risultati ottenuti;
- identificare il metodo di valutazione più idoneo per valutare Interroll Holding AG e confrontare il valore ottenuto con la capitalizzazione azionaria e con i risultati ottenuti dagli esperti analisti.

1.3 Metodologia e struttura del lavoro

Per lo svolgimento del lavoro si è deciso di seguire una metodologia di tipo *case study* siccome si intende impiegare un metodo di ricerca che implichi un'analisi dettagliata di un singolo caso.

Al fine di raggiungere lo scopo del progetto di tesi, verrà effettuata una ricerca che ha come obiettivo il reperimento, la selezione, la valutazione e l'eventuale rielaborazione di dati già esistenti, senza necessariamente effettuare ricerche sul campo con il fine di creare nuovi dati.

Per raggiungere la prima parte degli obiettivi specifici si procede in primo luogo con un'analisi di tipo bibliografica che servirà a reperire i dati, gli approcci e le teorie già esistenti, necessari per la descrizione dei principali metodi di valutazione. Questi aspetti sono approfonditi principalmente facendo riferimento dai libri "La valutazione dell'azienda" di D. Balducci e "Finanza aziendale" di A. Damodaran. Per completare al meglio la parte teorica e in particolare per raggiungere il terzo obiettivo, si effettua un'intervista a Zurigo con il *Senior Analyst* della MainFirst Bank AG, esperto valutatore che segue anche Interroll Holding AG. L'intervista è utile per indagare quali sono gli aspetti più importanti di una valutazione aziendale e in che modo gli analisti emettono delle prospettive sull'andamento economico e finanziario futuro delle aziende.

Successivamente, viene introdotta l'azienda e il settore in cui opera in modo da evidenziare tutti i trend e gli avvenimenti che possono influenzare in modo significativo l'operatività della società in questione. Questi dati sono raccolti prevalentemente da interviste, articoli e riviste specializzate. Per la seconda parte degli obiettivi specifici, inerenti l'applicazione della teoria, si utilizza soprattutto il rapporto annuale 2014 dell'azienda per ottenere tutti i dati secondari necessari per applicare i metodi di valutazione. Pur trattandosi di una società

STUDENTSUPSI

quotata nella borsa di Zurigo, ed essendo dunque sottoposta alle disposizioni di rendicontazione IFRS che assicurano una rappresentazione veritiera dell'impresa, si intende garantire una valutazione il più possibile corretta attraverso degli incontri sia con il *Chief Executive Officer* (CEO), sia con il *Chief Financial Officer* (CFO) di Interroll Holding AG che gentilmente si sono messi a disposizione in caso di chiarimenti. Per l'applicazione dei metodi di valutazione che fanno affidamento a dati prospettici, non c'è la possibilità di utilizzare dati interni all'azienda, di conseguenza si fa principalmente uso dei budget elaborati dagli analisti esterni che sono discussi insieme all'amministratore delegato dell'impresa per verificare se ci sono eventuali modifiche da eseguire. Attraverso delle analisi del macro e microambiente si cerca di comprendere quali sono i fattori che più influenzano l'andamento economico finanziario dell'azienda e con quale intensità, al fine di poter giustificare i dati usati per la parte applicativa della valutazione d'impresa.
I metodi illustrati teoricamente e in seguito applicati all'azienda in questione sono in totale cinque, suddivisi tra approcci tradizionali come i metodi patrimoniali, reddituali e misti, il metodo finanziario con il *Discounted Cash Flow* (DCF), e metodologie innovative quale *l'Economic Value Added* (EVA). L'approccio usato per l'applicazione dei metodi di valutazione è il medesimo per ognuno di essi. Qualora, per mancanza di dati a disposizione, non è possibile seguire fedelmente i vari passaggi presenti nella teoria, verranno descritte le ipotesi necessarie che si apportano.
Dopo l'applicazione di tutti i metodi di valutazione approfonditi, si effettua un confronto sia tra la capitalizzazione azionaria di Interroll Holding AG e i valori risultanti dai metodi, sia tra i metodi stessi. Lo scopo è di commentare i risultati ottenuti e di osservare le coerenze e le incoerenze tra i risultati effettivi e i concetti teorici.

STUDENTSUPSI

2. Elementi teorici introduttivi

2.1 Il processo di valutazione aziendale

La valutazione aziendale non è una scienza esatta poiché nella determinazione del valore di un'impresa intervengono molteplici fattori, oggettivi e soggettivi. La semplice applicazione di formule e calcoli, per quanto utile, non è esaustiva poiché occorre anche analizzare informazioni ed elementi che non sempre sono esprimibili in forma numerica. (Balducci, 2006, p. 29). Inoltre, colui che effettua la valutazione d'impresa influenza fortemente il valore aziendale a causa della sua soggettività, della relatività e dalle ragioni che lo spingono ad effettuare la valutazione. Pertanto, nonostante la letteratura proponga molteplici modelli valutativi, si ritiene opportuno affermare che non esiste un modo giusto o sbagliato per eseguire una valutazione della società. Non esiste una struttura chiara e precisa che mostri passo dopo passo come effettuarla, tantomeno una procedura univoca di come colui che valuta dovrebbe condurre la sua analisi. Un altro problema riscontrabile attraverso l'applicazione pratica della teoria è che tutti i modelli di valutazione possono dare risultati differenti anche qualora lo stesso modello sia utilizzato da due diversi analisti. Infine, come afferma Balducci (2006) si può quindi definire il valore dell'industria "un dato relativo, che non assume i tratti dell'unicità, dell'univocità, della definitività, ma risente delle finalità, ovvero delle specifiche esigenze aziendali, per le quali viene quantificato" (p.29).

Per riuscire ad avere una visione d'insieme sul percorso di quantificazione del valore aziendale, è fondamentale avere informazioni a sufficienza che permettano di concludere ognuna delle fasi seguenti in maniera ottimale:

- la definizione dell'obiettivo della valutazione;
- la raccolta e l'analisi delle informazioni;
- la scelta e l'applicazione del metodo di stima;
- la stesura della relazione sulla valutazione. (Balducci, 2006, p. 57)

La prima fase è di natura teorica all'interno della quale vengono definiti l'obiettivo della valutazione e l'utilizzo specifico che ne verrà fatto. Si tratta di un passaggio importante in quanto influisce sulla scelta dell'approccio usato e di conseguenza il risultato che ne deriva. In secondo luogo si definisce il valore di stima più appropriato e la data di valutazione.

La seconda fase di raccolta e analisi delle informazioni è considerata quella più impegnativa ed anche più importante. In essa vengono raccolte e analizzate tutte le informazioni necessarie per eseguire l'analisi. L'attendibilità dei risultati della valutazione dipende in gran parte dalla qualità delle informazioni raccolte. I dati selezionati possono essere interni ed esterni all'azienda. Per quelli interni, occorre effettuare un'analisi sia sull'assetto giuridico dell'impresa, ossia: storia, struttura, rapporti, considerazioni, successi storici; sia concernenti i documenti contabili: dati generali, dati di bilancio, dati analitici, prodotti, personale. Qualora i documenti di bilancio dovessero mancare, il compito del valutatore è

STUDENTSUPSI

quello di ricostruire almeno in parte un prospetto indicativo con attività e passività utilizzando le informazioni raccolte. Senza queste informazioni non è possibile effettuare una valutazione aziendale. Per contro, con dati esterni s'intende la raccolta di tutte quelle informazioni riguardanti il settore e l'ambiente dell'impresa al fine di comprenderne l'attrattività e il posizionamento di quest'ultima al loro interno. L'analisi di queste informazioni permette agli analisti di emettere delle previsioni sull'andamento economico finanziario futuro di un'azienda, necessarie per l'applicazione dei metodi di valutazione. Tutti i dati raccolti devono essere affidabili, completi e aggiornati. La sola raccolta delle informazioni non è sufficiente a valutare tutte le risorse, soprattutto quelle intangibili, di un'azienda. Dato che sono proprio queste risorse a determinare il vantaggio competitivo e di conseguenza il valore dell'azienda, è fondamentale eseguire dei sopralluoghi, partecipare a delle riunioni e fare delle interviste a responsabili al fine di entrare il più possibile all'interno dell'organizzazione. (Balducci, 2006, p. 57)

La terza fase consiste nella scelta dei metodi ritenuti più opportuni per stimare il valore dell'azienda. È una fase delicata siccome il risultato globale varia a seconda del metodo di valutazione scelto. In base al tipo d'azienda vi sono metodi che si adattano meglio di altri. Il valutatore verifica l'applicabilità, la ragionevolezza e la congruenza del metodo stesso prima di proporlo come definitivo. In questo elaborato sono approfonditi diversi metodi di valutazione anche se non tutti sono considerati idonei per l'applicazione all'azienda in questione, poiché lo scopo di questa tesi consiste anche nel confrontare i risultati dati dai diversi metodi e comprendere i motivi di eventuali differenze.

Nella quarta ed ultima fase si prepara la relazione sulla valutazione, allegando tutti i documenti che sono serviti a compiere determinate ipotesi e scelte. Il valutatore deve quindi spiegare e giustificare rigorosamente il risultato ottenuto. La relazione può essere presentata sia oralmente sia per iscritto, anche se di norma si predilige la seconda variante. (Balducci, 2006, p. 58)

2.2 Analisi dell'ambiente esterno

Il primo aspetto operativo del processo di valutazione aziendale è costituito dalla raccolta dei dati e delle informazioni esterne all'azienda. L'analisi strategica e del contesto ambientale rappresenta un elemento fondamentale su cui poggiano in particolar modo l'affidabilità e la credibilità degli scenari previsionali necessari alla valutazione. Infatti, per formulare previsioni sul comportamento dell'azienda, occorrono sia caratteristiche, sia prospettive del settore di riferimento nonché la posizione strategica dell'impresa all'interno di tale settore. (Balducci, 2006, p. 71)

STUDENTSUPSI

Gli aspetti teorici spiegati in seguito sono dunque utili sia per comprendere l'origine dei valori e delle informazioni presenti sul conto annuale di un'azienda, sia per valutare la coerenza e la correttezza delle previsioni economico finanziarie della società valutata.

2.2.1 Analisi PEST

Il macroambiente è l'ambiente che resta intorno all'azienda, costituito da variabili sulle quali il management non può agire. Si tratta di variabili che possono influenzare l'attività dell'impresa e che ne scolpiscono il quadro di lungo periodo in cui essa opera. Lo scopo principale dell'analisi del macroambiente è quello di individuare se ci sono eventuali opportunità e/o minacce, anticipando per quanto possibile il futuro in modo da non essere colti di sorpresa. Per la società nascono delle opportunità quando una tendenza dell'ambiente crea il potenziale per costruire o rafforzare un vantaggio competitivo. Al contrario, le minacce sorgono quando le tendenze dell'ambiente esterno mettono in pericolo la redditività dell'impresa. (Bartolazzi, 2007, p. 4-5)

Perché un'impresa abbia successo il management deve capire quali sono quelle variabili dell'ambiente che possono agire sul futuro dell'azienda, cercando di prevedere l'andamento di tali variabili al fine di individuare minacce ed opportunità ed deve infine adattare la strategia dell'impresa secondo le previsioni future delle variabili. Il lasso di tempo che trascorre dall'individuazione della variabile all'adattamento della strategia aziendale viene definito da Peter Drucker come la finestra temporale. L'obiettivo di ogni azienda dovrebbe essere quello di restringere la finestra temporale in modo da adattare quasi istantaneamente l'organizzazione e la strategia all'opportunità, rispettivamente alla minaccia creatasi. (Luoni, 2012)

Per individuare quali variabili dell'ambiente esterno abbiano il maggiore impatto sul futuro di un'impresa si possono usare varie tecniche, tra cui l'analisi PEST, che considera variabili della politica, dell'economia, della società e della tecnologia:

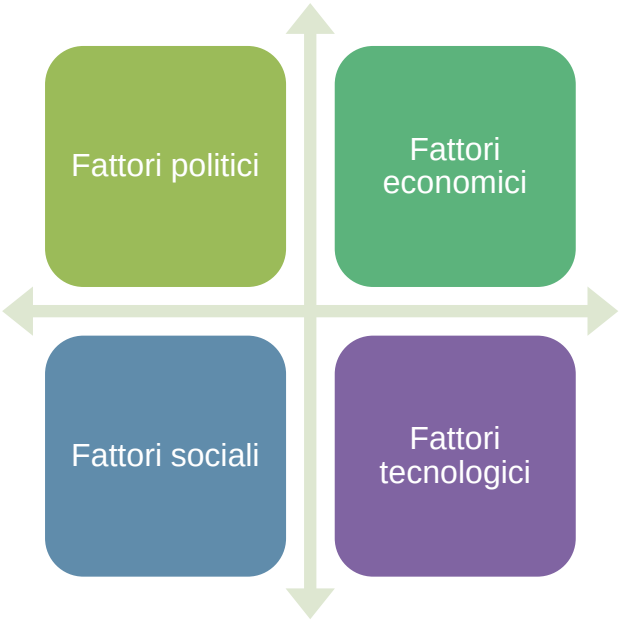
- il contesto politico può condizionare il contesto generale e il settore di appartenenza attraverso provvedimenti legislativi che ne regolamentano il funzionamento;
- la situazione economica può influenzare le scelte e le strategie dell'organizzazione condizionando ad esempio la capacità di accesso al credito o la capacità di spesa di utenti e clienti o delle stesse amministrazioni;
- le tendenze sociali e culturali, i cambiamenti negli atteggiamenti e nelle percezioni dei cittadini rispetto a certi temi, oppure cambiamenti nella struttura socio-demografica della società possono avere effetti significativi sulla domanda e sull'offerta di beni e servizi;

STUDENTSUPSI

- le dinamiche tecnologiche con l'irrompere di nuove tecnologie e nuove infrastrutture possono modificare radicalmente l'ambiente in cui l'organizzazione agisce. (Valutazione.net, Analisi SWOT, s.d.)

Le variabili non sono entità separate, ma interdipendenti. Per esempio una nuova innovazione tecnologica può mettere in crisi una parte dell'economia, può creare disoccupazione, tensioni sociali e spingere il governo a varare sia nuovi leggi in materia di mobilità del lavoro, sia nuove discipline della concorrenza.
Il vantaggio nell'effettuare l'analisi PEST consiste nel poter classificare tutti quei fattori dei quali l'azienda non ha nessun controllo per valutarne la criticità e l'impatto su di essa. Ciononostante si presenta il limite che l'utilità di quest'analisi si manifesta solo se a partire da essa si sviluppa una strategia operativa che successivamente viene implementata, gestita e valutata in funzione dei risultati che raggiunge. Per far questo è necessario conoscere in modo approfondito i punti di forza e di debolezza dell'organizzazione.

Figura 1: Analisi PEST



Fonte: Elaborazione dell'autore

2.2.2 Le 5 forze competitive di Porter

Fra i modelli più affermati per condurre l'analisi di settore rientra il cosiddetto modello delle 5 forze competitive di Porter. Si tratta di un modello che costituisce uno strumento a supporto del management durante la fase di pianificazione della strategia aziendale in quanto determina l'attrattività del settore.
Secondo Porter la profittabilità di un'azienda è determinata dall'attrattività del settore dove questa opera, e per questo motivo il modello individua cinque gruppi di attori in gradi di

STUDENTSUPSI

definire la configurazione del settore industriale nel quale opera l'impresa. L'analisi di questi cinque elementi porta la società alla quantificazione dell'attrattività del settore e, di conseguenza, a definire se quest'ultimo possa costituire nel futuro una buona fonte di vantaggi competitivi oppure se non sia il caso di rivolgersi ad un altro giro d'affari. (La Bella & Battistoni, 2008, p. 497)

Il modello è caratterizzato da un'impresa che è parte di un sistema competitivo costituito dal suo settore d'affari, all'interno del quale tutte le imprese già presenti competono. Questo sistema ha delle relazioni con elementi esterni rappresentati dal sistema dei fornitori delle ditte del settore, dal sistema dei suoi clienti, da imprese che potrebbero decidere di entrare all'interno del settore e da altri prodotti/servizi che potrebbero diventare sostituti di quelli già offerti. Questi quattro elementi esterni interagiscono con il settore d'affari della società, esercitando delle pressioni sul sistema al quale l'impresa appartiene. Tutte le aziende appartenenti allo stesso settore sono sottoposte alle stesse forze. Ogni società non è quindi gravata unicamente dalla sola pressione derivante dalla forza della competizione interna ma anche da quella esercitata da altre quattro forze:

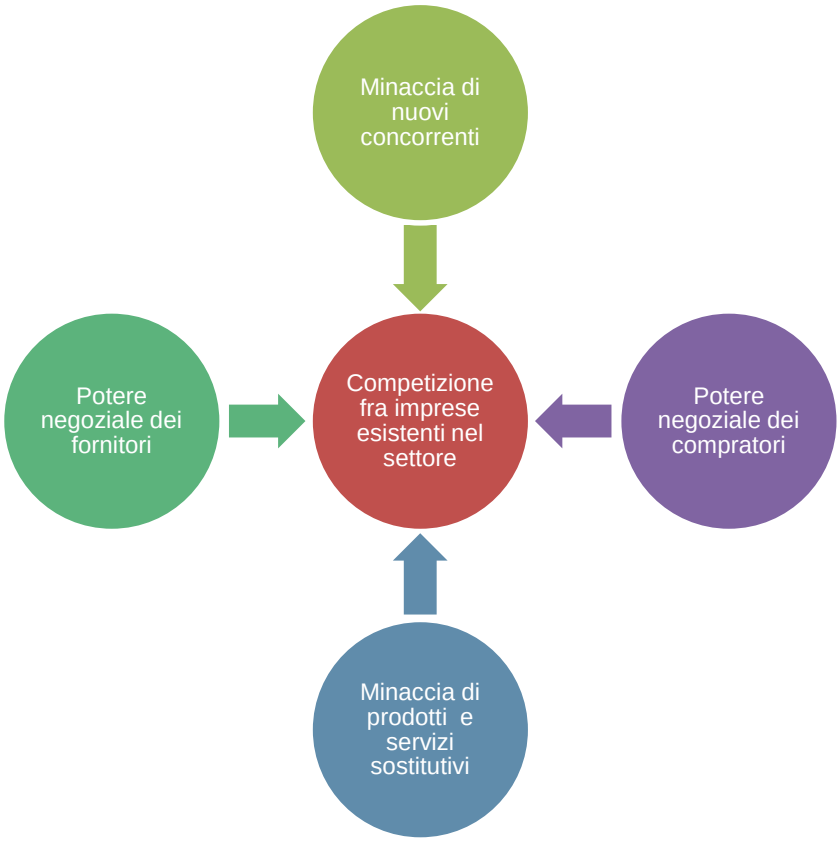
- la forza della minaccia di nuove imprese che possono entrare nel settore come concorrenti;
- la forza della minaccia di nuovi prodotti/servizi che possano costituire validi sostituti ai prodotti/servizi offerti all'interno del settore;
- la forza dei fornitori, che si estrinseca nel loro maggiore o minore potere contrattuale nell'imporre condizioni di fornitura per la realizzazione del prodotto finito;
- la forza dei clienti, che si estrinseca nel loro maggiore o minore potere contrattuale nell'imporre condizioni di vendita del prodotto finito sul mercato di sbocco dell'azienda. (La Bella & Battistoni, 2008, p. 498)

È indispensabile utilizzare il modello non solamente per fotografare la situazione attuale ma anche per capire quali siano le variabili principali e quali possibilità ha la società di indirizzarle in modo da modificare l'ambiente competitivo a proprio beneficio. A tale scopo diventa fondamentale individuare il legame fra l'ambiente esterno all'impresa, responsabile dell'insorgere delle minacce alle quali l'industria dovrà far fronte e delle opportunità che dovrà cercare di cogliere, e la parte interna definita dalle sue risorse, dalle competenze e dalla capacità di adattamento al suo ecosistema. (La Bella & Battistoni, 2008, p. 504)

Nei casi in cui imprese svolgono più di un tipo di attività, risulta difficile determinare l'appartenenza dell'azienda a uno specifico settore e di conseguenza ne diviene complessa anche l'analisi. Una corretta analisi attraverso il modello delle 5 forze competitive di Porter è importante per il processo di valutazione, in quanto i dati previsionali e le informazioni del settore provengono dall'analisi stessa e sono la base di più modelli di valutazione.

STUDENTSUPSI

Figura 2: Analisi delle 5 forze competitive di Porter



Fonte: Elaborazione dell'autore

2.3 Analisi dell'ambiente interno

Tra gli elementi capaci di influenzare il valore aziendale si trovano, oltre ai fattori esterni analizzati in precedenza quali il micro e il macroambiente, anche i fattori interni all'azienda. In particolare si fa riferimento alla situazione patrimoniale, reddituale e finanziaria. Il punto di partenza è rappresentato dallo studio dell'assetto giuridico della società che comprende una parte introduttiva sulla storia e gli avvenimenti più rilevanti, seguita da una descrizione della visione, missione e strategia. Successivamente si esaminano i documenti contabili per rappresentare l'andamento degli affari passati e per cercare di emettere una previsione sull'andamento futuro.

2.3.1 Analisi contabile

L'analisi contabile è una delle parti più importanti del processo di valutazione aziendale. Il valutatore, attraverso le informazioni finanziarie storiche dell'azienda e il calcolo di determinati indici, può ricavare dati rilevanti che aiutano sia a comprendere la situazione attuale della stessa, sia ad emettere delle previsioni sull'andamento economico finanziario

STUDENTSUPSI

futuro. Per garantire economicità e di conseguenza continuità nel tempo e autonomia finanziaria, servono soprattutto una buona redditività, liquidità e solidità.
Gli indici di bilancio sono costruiti sul presupposto che esistano delle relazioni tra certe poste dello stato patrimoniale o del conto economico i cui valori non possono discostarsi da determinate soglie senza compromettere il buon andamento della gestione aziendale. Essi vengono utilizzati sia per la valutazione dello stato di salute dell'azienda, sia per la programmazione e il controllo della gestione futura, poiché evidenziano la sua capacità di produrre reddito. Ciononostante, gli indici di bilancio non possono essere considerati uno strumento autonomo e sufficiente di indagine in quanto non forniscono alcuna informazione sulle cause di determinati valori, bensì evidenziano unicamente l'andamento della gestione aziendale corrente. (Berla, 2013)
Affinché gli indici possano esplicare la loro funzione segnaletica è necessario procedere secondo un preciso schema logico. Il primo passo consiste nel riclassificare adeguatamente i valori di bilancio. Per una corretta analisi del rendiconto finanziario per indici è necessario verificare il rispetto dei principi contabili, ossia la validità dei dati esposti e l'adozione di criteri uniformi nella redazione dei conti. Al passo successivo occorre scegliere un numero limitato di indici in grado di coprire le possibili aree d'indagine mettendo in luce solo le principali correlazioni dei fenomeni aziendali. Infine occorre scegliere i termini di confronto, interni o esterni, passati o futuri, per favorire il procedimento di analisi aziendale e per far scaturire dal confronto delle ipotesi, osservazioni, giudizi e proposte per migliorare la situazione economico finanziaria. (Sapere.it, s.d.)

2.3.1.1 Analisi della redditività

Avere una buona redditività consiste nella capacità dell'azienda di generare ricavi sufficienti a coprire i costi e conseguire un reddito soddisfacente. Il concetto di reddito soddisfacente è molto importante in quanto è l'unica fonte possibile per effettuare degli investimenti. Se un'azienda non produce reddito non è in grado di remunerare il capitale investito, di capitalizzare degli utili, di ottenere finanziamenti dall'esterno e nemmeno di autofinanziarsi. Senza tutte queste caratteristiche una società non ha la possibilità di fare investimenti, che di conseguenza non le permettono di essere competitiva all'interno del settore in cui opera. Esistono principalmente due indicatori che misurano la redditività in percentuale: il *Return On Equity* (ROE) e il *Return On Investment* (ROI). (Berla, 2013)

Indici di redditività:

$$ROI = \frac{EBIT}{Capitale\ totale\ medio}$$

STUDENTSUPSI

$$ROE = \frac{Utile\ netto}{Capitale\ Proprio\ medio}$$

Il ROI è uno degli indici più diffusi e rappresenta la redditività del capitale totale, mentre il ROE indica la redditività del capitale proprio. Dal punto di vista degli azionisti l'indice più significativo è il ROE in quanto riflette il rendimento del loro capitale investito nella società. Per l'analisi della redditività il punto di partenza è dato proprio da questo secondo indicatore il quale dipende da quattro diversi fattori: dal ROI che ha un effetto positivo, dal *Return on Debt* (ROD) che indica il la redditività del capitale di terzi e che ha un effetto negativo, dall'aliquota fiscale (T) che ha anch'essa un effetto negativo, e infine dalla leva finanziaria il cui effetto dipende dal rapporto fra ROI e ROD:

- se ROI < ROD l'effetto è negativo;
- se ROI = ROD l'effetto sul ROE è nullo;
- se ROI > ROD l'effetto è positivo e un aumento della leva finanziaria comporterà un aumento del ROE.

In formula:

$$ROE(ROI) = \left[ROI + \frac{CT}{CP}(ROI - ROD)\right] * (1 - T)$$

Dove:
ROE = *Return On Equity*
ROI = *Return On Investment*
ROD = *Return On Debt*
CT/CP = Leva finanziaria
T = Aliquota fiscale

Dopo aver esaminato dettagliatamente queste quattro variabili è importante andare più a fondo con l'analisi e studiare ognuna di queste indipendentemente prendendo in considerazione i fattori determinanti di ogni variabile con lo scopo di comprendere le cause di eventuali variazioni tra i diversi conti annuali. (Berla, 2013)

2.3.1.2 Analisi della liquidità

Per le imprese avere una buona liquidità significa avere la capacità di far fronte in ogni momento e in ogni modo economico ai propri impegni monetari a breve termine. In altre parole, la somma dei mezzi liquidi più le entrate monetarie a breve termine deve essere

STUDENTSUPSI

maggiore a tutte le uscite monetarie a breve temine. Uno strumento usato da molte aziende è la banca passiva che permette di minimizzare il rischio di illiquidità.

Indici di liquidità:

$$Cash\ Ratio = \frac{Mezzi\ liquidi}{Capitale\ di\ terzi\ a\ BT}$$

$$Quick\ Ratio = \frac{Mezzi\ liquidi + Crediti\ a\ BT}{Capitale\ di\ terzi\ a\ BT}$$

$$Current\ Ratio = \frac{Attivo\ circolante}{Capitale\ di\ terzi\ a\ BT}$$

Passando dal *Cash Ratio* al *Current Ratio*, il numeratore aumenta in quanto vengono considerate sempre più voci dell'attivo circolante a breve termine, aumentando così tutto l'indice di liquidità. Per quanto concerne il *Quick Ratio* si considera "normale" un valore attorno al 100%, mentre per il *Current Ratio* un valore tra il 150 e il 200%. Più gli indici segnano un valore alto, migliore sarà la liquidità dell'azienda. (Berla, 2013)
Per presentare una buona disponibilità di mezzi liquidi occorre avere i "soldi giusti" e al momento giusto, di conseguenza si tratta di un problema di quantità e di convergenza temporale. I fattori che determinano in maniera principale la fluidità di un'azienda sono in primo luogo il fondo dei mezzi liquidi, e di conseguenza il cash flow operativo, d'investimento e finanziario, determinati dal tempo medio di pagamento dei clienti, dalla permanenza media delle scorte a magazzino e dal tempo medio di pagamento dei fornitori; e in secondo luogo la copertura degli investimenti. Durante l'analisi della liquidità è quindi necessario analizzare a fondo ogni fattore per comprendere eventuali scostamenti, in positivo e in negativo, e le relative cause.
I fattori determinanti della liquidità sono:

- l'andamento degli affari siccome influenza il cash flow operativo;
- la variazione del TMPC, del TMPF e della PMSM, dato che influenzano il cash flow operativo;
- il volume degli investimenti, in quanto influenzano il cash flow d'investimento;
- la politica di distribuzione degli utili, in quanto influenzano il cash flow finanziario;
- la copertura degli investimenti, dato che gli investimenti in attivo fisso devono sempre essere finanziati con capitale a lungo termine, meglio ancora se vengono finanziati con il solo capitale proprio. È necessario verificare il rispetto della cosiddetta regola d'oro, calcolando il grado di copertura 1 e 2. (Berla, 2013)

STUDENTSUPSI

2.3.1.3 Analisi della solidità

Durante la vita di un'impresa ci possono essere momenti di difficoltà che portano diverse conseguenze come per esempio la registrazione di perdite, la necessità di fare degli investimenti o il peggioramento della liquidità. Il concetto di solidità consiste nella capacità di affrontare e superare questi momenti di difficoltà, e quindi nel minimizzare il rischio di trovarsi in una situazione di eccedenza di debiti. Per creare le condizioni di buona solidità è necessario avere pochi debiti e accumulare molte risorse. Purtroppo si tratta di condizioni che sono in conflitto con una buona redditività. È il compito dell'azienda dover scegliere il giusto compromesso in base ai rischi che è disposta a sopportare. (Berla, 2013)

Indici di solidità:

$$Grado\ d'indebitamento = \frac{Capitale\ di\ terzi}{Totale\ passivi}$$

$$Grado\ di\ finanziamento\ con\ capitale\ proprio = \frac{Capitale\ proprio}{Totale\ passivi}$$

$$Grado\ di\ autofinanziamento = \frac{Riserve\ da\ utili}{Capitale\ proprio}$$

$$Fattore\ d'indebitamento = \frac{Indebitamento\ netto}{Cash\ flow\ operativo}$$

Il fattore d'indebitamento corrisponde al numero di anni necessari per pagare i propri debiti con il *cash flow* operativo, ossia con la liquidità che è creata dall'azienda stessa. Idealmente questo valore dovrebbe essere minore o uguale a 5 anni. Evidentemente all'aumentare dei debiti e di conseguenza del fattore d'indebitamento, la solidità dell'impresa diminuisce e maggiore sarà il rischio di non poter far fronte a momenti di difficoltà.
La solidità dipende in primo luogo dalle scelte strategiche e organizzative del management e i principali fattori determinanti sono:

- la redditività;
- la politica d'impiego degli utili;
- le scelte di finanziamento;
- la politica degli investimenti. (Berla, 2013)

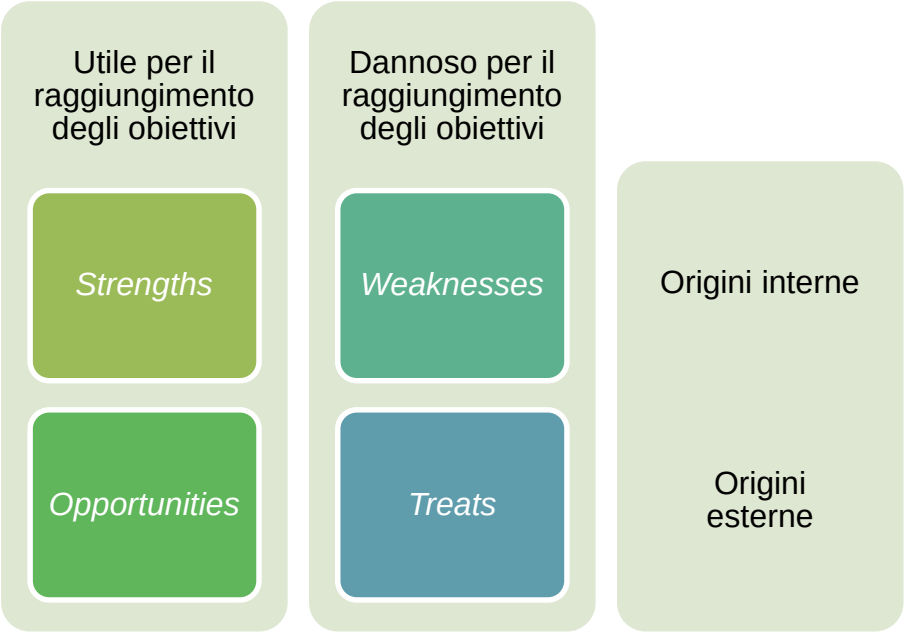
STUDENTSUPSI

2.4 Analisi SWOT

Una volta condotta l'analisi dell'ambiente esterno, per l'individuazione delle minacce e delle opportunità, e quella dell'ambiente interno, dunque dei processi e delle attività al fine di determinare i propri punti di forza e di debolezza, l'impresa deve ricondurre a unità i risultati delle analisi svolte. Il confronto fra punti di forza e di debolezza, fra le minacce e le opportunità, prende il nome di analisi SWOT che consente di individuare le linee guida per impostare la strategia aziendale: il fine di ogni strategia, infatti, dovrebbe essere quello di sfruttare le opportunità derivanti dall'ambiente esterno e, parallelamente, di annullare le minacce facendo leva sui propri punti di forza e cercando di eliminare al minimo i punti di debolezza. Dal confronto l'impresa può individuare dei *gap* strategici, ossia dei disallineamenti fra ciò che l'impresa "sa fare" e ciò che "dovrebbe saper fare" per poter raggiungere una posizione dominante nel proprio mercato. A partire dai risultati di tale analisi l'organizzazione può formulare la strategia aziendale volta ad eliminare i gap strategici individuati. (La Bella & Battistoni, 2008, p. 515)

Nell'esaminare i punti di forza e di debolezza dell'ambiente interno possono essere presi in considerazione diversi fattori, quali ad esempio: risorse fisiche, risorse finanziarie, risorse umane, immagine e reputazione, conoscenze, sapere, competenze, strutture e processi, ecc. (Valut-azione.net, s.d.)

Figura 3: Analisi SWOT



Fonte: Elaborazione dell'autore

STUDENTSUPSI

3. I metodi di valutazione aziendale

Nella letteratura esistono una serie di modelli con caratteristiche differenti che permettono di facilitare il processo di valutazione d'impresa. Si tratta di metodologie che dipendono dal tipo di approccio che si intende intraprendere per l'analisi dell'impresa oggetto di valutazione. La varietà di tali metodologie può essere ricondotta a quattro approcci fondamentali:

- approccio patrimoniale: basato sul principio della valutazione analitica dei singoli elementi dell'attivo e del passivo che compongono il capitale aziendale. Si concretizza nel metodo patrimoniale;
- approccio basato sui flussi di risultato: fa riferimento al principio per cui l'azienda è in grado di generare risultati economici positivi futuri. Si concretizza nei metodi reddituali (basati sul reddito aziendale) e finanziari (basati sui flussi di cassa);
- approccio basato sulla creazione di valore: valuta il capitale dell'azienda sia relativamente ai beni a sua disposizione sia alla capacità del management di creare valore. Si realizza nel metodo misto e nel metodo *Economic Value Added*;
- approccio di mercato: permette di stimare il valore dell'azienda in funzione dei prezzi per quote di capitale dell'azienda stessa o aziende simili. Trova riscontro nei metodi dei multipli di borsa, metodi delle società comparabili, metodi delle transazioni comparabili. (Balducci, 2006, p.81)

Gli analisti, spesso, preferiscono utilizzare più metodologie contemporaneamente nel valutare la stessa azienda. Pur mantenendo un certo grado d'incertezza nelle stime, infatti, l'adozione di più metodi permette di fornire dati meno discrezionali e di individuare un intervallo di valori al posto di un valore puntuale.

Durante l'applicazione dei metodi di valutazione ci sono differenti approcci che si possono seguire. Da una parte vi è l'approccio *unlevered*, o *entity*, con il quale s'intende la determinazione del valore dell'intera azienda a prescindere dalle modalità di finanziamento. Nell'ambito della determinazione della stima aziendale si capitalizza l'utile o si attualizzano i flussi di cassa prima del costo del capitale estraneo all'attività corrente. Il tasso di attualizzazione o di capitalizzazione comprende sia il costo del capitale proprio che del capitale estraneo. Infine per la determinazione del valore netto dell'azienda occorre dedurre il finanziamento di terzi.

Dall'altra parte vi è l'approccio *levered*, o *equity*, attraverso il quale la determinazione del valore aziendale avviene al netto dei finanziamenti estranei. Si capitalizza quindi l'utile o si attualizzano i flussi di cassa dopo il costo del capitale estraneo. Il tasso di capitalizzazione o attualizzazione comprende unicamente la componente relativa alla remunerazione del capitale proprio. Il risultato ottenuto corrisponde al valore netto dell'impresa.

STUDENTSUPSI

3.1 Il metodo patrimoniale

Il metodo patrimoniale esprime il valore dell'azienda in funzione del patrimonio ed è il metodo più facile da applicare. È adatto soprattutto per le aziende che presentano un forte patrimonio, cioè dotate di importanti attività immobilizzate. La sua applicazione è sconsigliata per la valutazione di imprese poco patrimonializzate, ovvero che non dispongono di un elevato capitale fisso. (Luoni, 2013, p. 8)

Il punto di partenza è la situazione patrimoniale dell'azienda indicata dal bilancio di fine periodo. Da esso, si considera il patrimonio netto, ossia la somma degli attivi sottraendo tutti i debiti, il quale viene in seguito rettificato adeguando i singoli conti a valori correnti di mercato. In particolare, gli attivi vengono valutati al presunto valore di realizzo, ossia al costo che dovrebbe essere pagato se la stessa attività o una sua equivalente fosse acquistata in quell'istante. I passivi invece vengono valutati secondo il presunto valore di estinzione, ossia al valore necessario per estinguerli al momento della valutazione. (Balducci, 2006, p. 97)

Il processo di stima del patrimonio netto rettificato si articola quindi in quattro fasi:

- individuazione degli elementi attivi e passivi dell'azienda valutata;
- revisione contabile delle poste di bilancio;
- stima delle rettifiche da apportare al patrimonio netto di bilancio, incluse le rettifiche originate da fiscalità potenziale;
- calcolo del valore del capitale economico dell'azienda come somma algebrica del patrimonio netto e delle rettifiche. (Balducci, 2006, p. 102)

In generale vale:

$$Valore\ dell'azienda = Patrimonio\ netto\ rettificato$$
$$= Patrimonio\ netto\ contabile \pm Rettifiche\ di\ attività\ e\ passività$$

Nel calcolo del valore intrinseco dell'impresa, è usuale tenere conto unicamente delle voci operative del bilancio, ossia quelle legate all'attività caratteristica della ditta, eseguendo dunque separatamente una valutazione accessoria per le voci estranee. Tipiche voci estranee sono per esempio l'attivo fisso tenuto solamente a scopo di reddito e quindi non di controllo.

Il vantaggio di una valutazione aziendale eseguita perseguendo l'approccio patrimoniale è che conduce ad una valutazione nel complesso più oggettiva rispetto agli altri metodi esistenti. Infatti, basandosi su valori storici e non prospettici, non richiede alcun ricorso a complesse stime su valori futuri, né tanto meno sull'adozione dei tassi di attualizzazione.

In tale contesto si presentano evidenti limiti in quanto la determinazione del valore aziendale per mezzo di questo metodo pone in secondo piano la capacità dell'impresa di generare reddito nel futuro. Di conseguenza, questo metodo non è applicabile a società che

STUDENTSUPSI

manifestano una forte crescita a livello di reddito. Inoltre si possono riscontrare delle difficoltà operative per la valutazione di alcune poste di bilancio per cui risulta problematico attribuire un valore. (Balducci, 2006, p. 99)
A seconda che i beni immateriali siano o meno considerati all'interno del calcolo per la valutazione d'impresa, si possono distinguere due differenti tipi di metodo patrimoniale:

- il metodo patrimoniale semplice;
- il metodo patrimoniale complesso.

3.1.1 Il metodo patrimoniale semplice

Il metodo patrimoniale semplice quantifica il valore economico dell'azienda rettificando opportunamente il valore del patrimonio netto e considerando quindi unicamente gli elementi presenti sul conto annuale.

In formula:

$$V = K$$

Dove:
V = Valore dell'azienda
K = Valore patrimoniale rettificato

Il procedimento per l'applicazione del metodo in questione è di utilizzare il patrimonio netto contabile dell'azienda come punto di partenza, al quale in seguito aggiungere e sottrarre le relative rettifiche alle voci di bilancio. Le poste attive e passive del patrimonio vengono rivalutate a valori correnti secondo stime di sostituzione o estinzione. (Balducci, 2006, p. 103)

3.1.2 Il metodo patrimoniale complesso

Il metodo patrimoniale complesso si differenzia da quello semplice considerando ulteriori risorse presenti all'interno di una società. In un'impresa possono trovarsi infatti molti elementi apparentemente nascosti che permettono alla stessa di generare reddito e risorse finanziarie il cui valore è generalmente diverso da quello di liquidazione del capitale proprio. Si pensi per esempio alle capacità imprenditoriali del management, al portafoglio clienti, al *know how* tecnologico, alla posizione di mercato che l'impresa ricopre, ai marchi in proprio possesso. Tutti questi fattori attribuiscono sicuramente all'azienda un maggior valore a quello stimato analizzando le singole poste di bilancio e dal quale non si può assolutamente prescindere in sede di valutazione. Il metodo patrimoniale complesso, anche se non

STUDENTSUPSI

presenta sostanziali divergenze con il metodo semplice, considera quindi una nuova componente che in precedenza non era stata analizzata: le attività immateriali. (Valutazione Azienda in 24 ore, s.d.)

In formula:

$$V = K + I$$

Dove:
V = Valore dell'azienda
K = Valore patrimoniale rettificato
I = Valore degli elementi immateriali

Questo metodo quantifica quindi il valore economico del capitale dell'azienda, rettificando opportunamente il valore del patrimonio netto e includendo le risorse intangibili non contabilizzate. Le immobilizzazioni immateriali sono costituite da beni di proprietà e diritti di utilizzo privi di consistenza fisica. Ogni bene, al fine di essere classificato come immateriale deve originare utilità pluriennale, essere trasferibile e misurabile. Il problema fondamentale riguarda la valorizzazione di tale tipologia di beni in quanto difficilmente identificabili e misurabili. (Balducci, 2006, p. 103)

3.2 Il metodo reddituale

I metodi reddituali si basano sul principio secondo il quale il valore di un'azienda deriva esclusivamente dalla sua capacità di produrre reddito. La logica che sta alla base di questo metodo risiede nel fatto che l'impresa viene paragonata ad una rendita i cui frutti sono identificabili nei risultati economici che essa genera nel corso degli esercizi. Il valore attualizzato di tali risultati economici rappresenta la stima del valore aziendale.

In formula:

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

Dove:
V = Valore dell'azienda
R = Reddito medio prospettico
i = Tasso di attualizzazione

L'obiettivo del metodo reddituale consiste nel valutare l'azienda come complesso unitario mediante valorizzazione dei suoi flussi finanziari di natura economico-reddituale. L'azienda vale se ed in quanto produce redditività attualizzando o capitalizzando il reddito medio

STUDENTSUPSI

prospettico per un adeguato tasso di valutazione sulla base del periodo di tempo che si stima utile.

Determinare i redditi dei singoli esercizi futuri è una delle operazioni più difficili per la complessità dell'operazione e l'attendibilità dei risultati, anche se di impatto minore sul dato sintetico rispetto alla definizione del tasso di attualizzazione. Preliminare alle operazioni di valutazione è l'analisi della documentazione aziendale sotto il profilo della continuità, della stabilità, della significatività. Il valutatore svolge le proprie analisi sul passato e sul presente dell'azienda, sia a livello di documentazione interna, sia a livello esterno (Balducci, 2006, p. 184). Il reddito deve essere in primo luogo normalizzato, cioè depurato dalle componenti reddituali straordinarie, al netto degli oneri finanziari e delle imposte. L'obiettivo del processo di normalizzazione consiste nell'individuare la reale e stabile capacità reddituale dell'azienda, eliminando tutti gli elementi di causalità, non ripetibilità e non pertinenza. La normalizzazione dei risultati storici è un'elaborazione comprendente:

- identificazione nel tempo di proventi ed oneri straordinari e valutazione circa il loro trattamento ai fini estimativi;
- eliminazione di proventi ed oneri estranei alla gestione caratteristica;
- neutralizzazione delle politiche di bilancio. (Cereghetti, 2014, p. 31)

Tecnicamente l'attualizzazione del reddito può essere calcolata sia mediante una serie di redditi annuali attesi nella vita aziendale, sia mediante una media degli stessi redditi. Di conseguenza la valutazione può avvenire secondo due metodologie differenti: il metodo reddituale semplice, che considera una stima di redditi constanti nel tempo; e il metodo reddituale complesso che attualizza flussi di reddito anno per anno fino al termine dell'orizzonte temporale preso in considerazione. (Balducci, 2006, p. 180)

Ai fini dell'applicazione del metodo reddituale è necessario decidere se considerare un orizzonte temporale finito oppure illimitato. La teoria aziendale, e in minor misura anche la prassi professionale, è orientata alla maggior applicazione della formula della rendita perpetua e quindi a considerare un orizzonte temporale illimitato. Le ragioni di tale scelta sono di carattere economico e matematico. Quelle di carattere economico risiedono nella considerazione che l'azienda sia un'istituzione destinata a perdurare nel tempo e quindi sia necessario considerare un orizzonte temporale illimitato. Le ragioni di carattere matematico evidenziano che per un numero "n" di anni sufficientemente elevato (25 – 30, a secondo del tasso applicato), la differenza fra i risultati delle due formule è del tutto trascurabile.

L'ultimo elemento da prendere in considerazione per l'applicazione del metodo reddituale è il tasso di attualizzazione che ha le seguenti caratteristiche:

- ha la funzione di attualizzare i flussi economici presunti futuri, pertanto maggiore è il suo valore, minore sarà il valore attuale di tali flussi. Se i redditi futuri fossero particolarmente incerti sarebbe opportuno utilizzare un tasso piuttosto elevato, che diminuisse l'incidenza dei flussi più lontani nel tempo e quindi più incerti;

STUDENTSUPSI

- deve essere espressione del rischio di impresa, ovvero della possibilità che non vengano effettivamente conseguiti i redditi presunti che si stanno attualizzando; maggiore sarà il rischio, più elevato dovrà risultare il tasso scelto;
- deve sintetizzare l'andamento del mercato in cui opera l'azienda che si intende valutare, in particolare potranno essere presi in riferimento i principali indici di redditività settoriali;
- affinché si tratti di un tasso effettivamente reale, e non solo monetario, deve essere corretto dall'effetto inflazione: in periodi di forte aumento dei prezzi dovrà essere caricato di un maggior *spread* richiesto da tale fenomeno. (Cereghetti, 2014)

Il tasso di capitalizzazione deve quindi considerare in aggiunta al rendimento delle attività prive di rischio un premio per l'investimento in attività d'impresa, che rifletta un rischio generale di mercato e un rischio di settore/impresa.

Il tasso di attualizzazione adottato deve essere coerente con il tipo di reddito presente a numeratore. Generalmente l'approccio di valutazione utilizzato è quello *unlevered* nel quale a numeratore si usa l'*Earnings Before Interest and Taxes* (EBIT) e come tasso il *Weighted Average Cost of Capital* (WACC). Se invece si usa la metodologia *levered*, il reddito a numeratore è rappresentato dall' utile netto e come tasso di capitalizzazione è opportuno utilizzare il costo del capitale proprio (Ke). Entrami i fattori verranno ripresi e descritti dettagliatamente all'interno del capitolo "Il *Discounted Cash Flow*".

Il vantaggio principale di una valutazione con questo sistema è che si tratta di un metodo affidabile poiché si fonda su dati concreti relativi alla gestione precedente. Inoltre richiede un minor dispendio di tempo e di analisi. Tuttavia i risultati possono presentare un margine d'errore, dovuto all'approssimazione del tasso e alla stima dei redditi futuri. Il reddito netto è inoltre una grandezza discrezionale, non univoca, che si presta facilmente a numerose manipolazioni. Infine questo metodo si addice principalmente alla valutazione di aziende caratterizzate da capitale scarsamente patrimonializzato e con una rilevante presenza di beni immateriali: aziende commerciali, di servizi, d'intermediazione finanziaria, di consulenza e simili. (Luoni, 2013, p.10)

3.3 Il metodo misto

Il metodo misto cerca di tener in considerazione contemporaneamente dell'aspetto patrimoniale, che introduce nella valutazione elementi di obiettività e verificabilità, e dell'aspetto reddituale, essenziale ai fini della determinazione del capitale economico.

Tale metodo è indicativamente più completo perché prende in considerazione elementi del patrimonio che con il metodo reddituale vengono trascurati ma anche valori di reddito che con il metodo patrimoniale non sono inclusi.

STUDENTSUPSI

Punto di partenza del metodo misto è il patrimonio che va rettificato ed indicato quindi al valore corrente. Siccome il patrimonio aziendale è legato alla dinamica reddituale, la capacità di produrre redditi futuri è considerata un mezzo per "correggere" il valore patrimoniale. Il valore correttivo reddituale, positivo o negativo che sia, ha un peso limitato. (Balducci, 2006, p. 265)

In formula:

$$V = \frac{(2 * valore\ di\ reddito) + (1 * valore\ di\ sostanza)}{3}$$

Dove:
V = Valore dell'azienda
Valore di reddito = valore aziendale ottenuto con il metodo reddituale
Valore di sostanza = valore aziendale ottenuto con il metodo patrimoniale

Il processo di valutazione deve considerare sia elementi della sostanza sia valori reddituali. La determinazione di valori passati e futuri permette di avere una visione più approfondita della realtà aziendale che si sta valutando. La ponderazione è soggettiva e dipende dalle caratteristiche dalla società valutata. Nei casi in cui viene attribuito un peso maggiore alla componente reddituale, la valutazione è orientata in maggior misura al futuro. Nella maggior parte delle volte, coloro che decidono di adottare questo metodo effettuano la valutazione calcolando una media ponderata del valore patrimoniale netto e di quello reddituale. Tale approccio è denominato "Metodo pratico".
Il presente metodo permette la riduzione del margine di soggettività del metodo reddituale in quanto prende in considerazione anche elementi oggettivi derivanti dal patrimonio aziendale. Il grado di incertezza è quindi minore rispetto agli altri metodi. Il limite principale del metodo misto è la scelta dei pesi da attribuire agli elementi patrimoniali e reddituali. Tale scelta è considerata un limite in quanto ogni azienda decide soggettivamente che peso dare all'aspetto patrimoniale e a quello reddituale. È possibile applicare il metodo misto ad aziende che dispongono di un elevato patrimonio cui momentaneamente non corrisponde una capacità normale di reddito. Coloro a cui è applicato maggiormente questo approccio sono aziende industriali, commerciali, manifatturiere, di trasformazione e quotate in borsa. (Luoni, 2013)

STUDENTSUPSI

3.4 Il *Discounted Cash Flow*

Il *Discounted Free Cash Flow* o *Discounted Cash Flow*, in seguito chiamato DCF, è fra i metodi di valutazione quello di maggiore applicazione. Il DCF stima il valore di un'azienda come valore attuale delle somme liquide prelevabili dopo avere effettuato gli investimenti necessari a garantire la continuità gestionale e la sua posizione di equilibrio finanziario. Si tratta di una stima basata sul flusso di cassa atteso in relazione ai flussi di investimento essenziali per sostenere in futuro la crescita dell'impresa.
Per applicare questo metodo di valutazione è quindi necessario elaborare una previsione dei flussi aziendali futuri e successivamente identificare il tasso di attualizzazione appropriato per convertire tali flussi di cassa in valori economici riferiti alla data di valutazione. (Balducci, 2010, p.243)

In formula:

$$V = \sum_{t=1}^{n} \frac{FCF_t}{(1+i)^t} + \frac{\frac{FCF_{n+1}}{i}}{(1+i)^n} + N + L - F$$

Dove:
V = Valore dell'azienda
FCF = *Free cash flow*
i = Tasso di attualizzazione
n = Ultimo anno di previsione
FCF_{n+1}/i = Valore residuo all'istante n
N = Valore di mercato degli attivi estranei all'attività aziendale
L = Liquidità eccedente le necessità correnti alla data di riferimento
F = Debiti finanziari esistenti alla data di riferimento

Dalla formula si evince come gli elementi principali del modello DCF siano la stima dei *free cash flow,* il tasso di attualizzazione e il valore residuo o comunemente chiamato il *Terminal Value* (TV) indicato da $\frac{FCF_{n+1}}{i}$.

3.4.1 Stima dei *Free Cash Flow*

Vi sono tre diverse tipologie per l'applicazione di questo metodo: quella analitica, quella sintetica e la mista. La differenza tra le diverse tipologie risiede nel modo in cui sono previsti i flussi futuri. Nella tipologia analitica i flussi sono previsti di anno in anno, ed è maggiormente utilizzata nelle aziende dinamiche e nelle aziende con una vita limitata; nella tipologia sintetica si suppone la costanza di alcuni parametri, capaci di rappresentare in

STUDENTSUPSI

futuro i flussi di cassa. Nella tipologia mista sono stimati analiticamente i flussi annuali e sinteticamente la parte restante della vita aziendale, ossia il *terminal value*. Per stimare i flussi di cassa futuri, occorre analizzare il contesto in cui l'azienda opera.
I principali *value drivers* per la determinazione dei *free cash flow* sono:

- crescita del fatturato;
- margine operativo lordo;
- aliquota fiscale;
- variazione della sostanza circolante;
- investimenti. (Cereghetti, 2014)

Tipicamente l'approccio di valutazione aziendale usato per questo metodo è quello *unlevered* e per questo motivo il punto di partenza è il *free cash flow to firm* (FCFF). Il FCFF è il flusso di cassa disponibile per gli investitori dopo che sono stati presi in considerazione gli investimenti. Esso è indipendente dalla leva finanziaria e determina la capacità dell'azienda di remunerare i suoi investitori e pagare i propri debiti, di conseguenza può anche essere considerato un importante indicatore della capacità dell'azienda di generare reddito.

EBIT
+ Ammortamenti operativi
- Imposte di competenza
= Primo flusso monetario della gestione corrente
+/- Variazione della sostanza circolante netta operativa
= Secondo flusso monetario della gestione corrente
+/- Disinvestimenti/investimenti nell'attività operativa
= FCF *to firm* (o *unlevered*)

3.4.2 Tassi di attualizzazione

Utilizzando l'approccio *unlevered,* è necessario che il fattore di attualizzazione tenga in considerazione non solo il costo del capitale proprio, bensì l'intera struttura finanziaria. Il tasso che considera la remunerazione dell'intero capitale è il costo medio ponderato del capitale totale, ossia il WACC. (Balducci, 2006, p. 254)

In formula:

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

STUDENTSUPSI

Dove:
WACC = *Weighted Average Cost of Capital*
K_d = Costo del capitale di terzi oneroso
T = aliquota fiscale
D = Capitale di terzi oneroso
E = Capitale proprio
K_e = Costo del capitale proprio

Il capitale proprio ha un costo implicito che non appare nel conto economico. La modalità di calcolo del suo costo è quella di fare riferimento a forme alternative d'investimento. Siccome il costo del capitale proprio corrisponde con il rendimento degli azionisti, si confronta quest'ultimo con i rendimenti di investimenti alternativi di pari rischio. Si tratta di un ragionamento sul costo opportunità, in quanto l'azionista investirà nel capitale proprio dell'azienda solamente se lo stesso potrà garantire un rendimento almeno pari a quello di altri investimenti con pari grado di rischio. Il *Capital Asset Pricing Model*, CAPM, è il modello di riferimento per determinare il costo del capitale proprio che parte dal presupposto che il rischio rilevante di un investimento è il rischio che esso aggiunge ad un portafoglio diversificato. (Balducci, 2006, p. 254)

In formula:

$$K_e = r_f + \beta * P = r_f + \beta * (r_m - r_f)$$

Dove:
K_e = Costo del capitale proprio
r_f = Rendita investimento esente rischio
β = Fattore correlazione Beta
P = Maggiorazione per rischio azionario
r_m = Rendita di un portafoglio diversificato

Un investimento di qualsiasi tipo è per natura rischioso. Tale rischio è associato alla possibilità che il rendimento effettivo dell'investimento, ossia il flusso di cassa che effettivamente ne consegue, potrebbe divergere dal rendimento previsto. Il rischio sistemico è definito come la sensibilità dei titoli rispetto alla situazione economica generale. È misurato ed espresso attraverso il fattore Beta β, che esprime come varia il rendimento di un titolo al variare del rendimento del portafoglio di mercato ben diversificato. Il rischio può essere determinato da molteplici fattori fra i quali il tipo di attività svolta, la situazione del settore nel quale opera l'impresa, grado di concorrenza, ecc.

STUDENTSUPSI

In formula:

$$\beta = \frac{\Delta\%\, r}{\Delta\%\, r_m}$$

Dove:
β = Sensibilità del titolo in questione
r = Rendimento del titolo
r_m = Rendimento del portafoglio di mercato

Generalmente si possono presentare tre scenari differenti:

- se β > 1 il titolo è sensibile alla dinamiche di mercato. Il rendimento del titolo presenta una variazione più che proporzionale rispetto alla corrispondente variazione del portafoglio di mercato;
- se β = 1 il rischio del titolo è lo stesso di quello del portafoglio di mercato;
- se β < 1 il titolo è poco sensibile alle dinamiche di mercato e ha una variabilità meno che proporzionale rispetto a quella del portafoglio di mercato. (Luoni, 2013)

3.4.3 Il *Terminal Value*

Il valore di un'impresa può essere determinato dalla suddivisione dei flussi di cassa attesi in due periodi. Nel primo periodo, la stima si basa sul valore dei FCFF che sono esplicitamente calcolati attraverso un *forecast*, mentre nel secondo periodo, la stima si basa sul *terminal value,* o valore finale.
Per stabilire il TV è necessario determinare il FCFF del primo anno successivo all'orizzonte temporale di previsioni esplicite, presupponendo che l'azienda sia arrivata alla sua maturità, che non vi saranno rilevanti variazioni della sostanza circolante e che non si effettueranno ulteriori investimenti. Oltre a ciò si aggiunge il tasso di crescita perpetuo che secondo un approccio prudenziale dovrebbe tendere a zero ma questa scelta deve essere intrapresa in un'ottica settoriale e aziendale. Nel caso si scelga un tasso diverse da zero, tale decisione deve essere adeguatamente motivata. Trattandosi di una flusso permanente costante nel tempo, il tutto va capitalizzato con il fattore WACC al fine di stabilire l'ammontare della rendite perpetua.

In formula:

$$TV = \frac{FCFF_n(1+g)}{WACC - g}$$

STUDENTSUPSI

Dove:
TV = *Terminal Value*
FCFF = *Free Cash Flow to Firm*
WACC = *Weighted Average Cost of Capital*
g = Tasso di crescita

Il valore residuo considera i periodi non considerati nell'orizzonte esplicito di pianificazione. Il periodo esplicito di pianificazione dovrebbe essere lungo a sufficienza in modo da ottenere una condizione stabile degli affari che a sua volta rappresenta la base per la determinazione del valore residuo le cui ipotesi sono:

- l'azienda consegue margini di utile lordo e rotazione del capitale investito e quindi consegue una redditività costante dei capitali aziendali attualmente investiti;
- l'azienda cresce ad un ritmo costante e investe annualmente la medesima proporzione di cash flow nell'attività;
- l'azienda consegue un ritorno costante su tutti i nuovi investimenti. (Cereghetti, 2014)

3.4.4 Vantaggi e limiti

Il DCF presenta il grande vantaggio di essere un metodo razionale, più solido e scientifico rispetto ai metodi patrimoniali e reddituali. Esso si basa infatti su valori che prendono in considerazione in modo esplicito e puntuale l'entità e la distribuzione temporale dei flussi finanziari per un certo numero di anni. Inoltre tiene conto del fattore rischio e dell'incertezza insita nel calcolo economico del valore di un investimento. Tale metodologia presenta però anche una serie di limiti: essendo basata su numerose stime, si incorre non solo nel rischio di una mancata dimostrabilità delle stesse, ma anche nella perdita di un elevato grado di oggettività, tipico dei metodi descritti precedentemente in questo capitolo. Focalizzandosi sui flussi di cassa futuri, e quindi su elementi che variano nel tempo, è definito un metodo più realistico rispetto agli altri. Ciononostante il fatto di formulare molteplici ipotesi al fine di stimare i flussi futuri crea un elevato grado di incertezza. Ovviamente maggiori saranno le informazioni attendibili a disposizione del valutatore, minore sarà il grado d'incertezza della valutazione svolta. Per le grandi aziende, soprattutto quelle quotate in borsa che sottostanno a determinati standard in termini di report, l'incertezza va scemando.
Il metodo del *discounted cash flow* è adatto principalmente per le aziende che presentano una dinamica finanziaria come aziende commerciali, di dettaglio, di servizi, di *leasing* e finanziarie. Non è consigliato invece per quelle imprese che hanno un'elevata patrimonializzazione dell'attivo e scarsa movimentazione monetaria (ad esempio società immobiliari) e nemmeno per quelle in cui i flussi monetari risultano inesistenti, ininfluenti, irrilevanti o negativi. (Luoni, 2013)

STUDENTSUPSI

3.5 Il metodo EVA

Il metodo dell'*Economic Value Added* (EVA), appartiene ai moderni sistemi di valutazione aziendale e si basa sul calcolo dinamico d'investimento. L'EVA è considerato una miglioria di altri indici già presenti in contabilità, quali ROI e ROE. Lo scopo, infatti, è quello di misurare la capacità di un'azienda di generare nuova ricchezza. Si basa principalmente su due principi, ossia che il capitale degli azionisti va sempre remunerato, e che un'azienda che produce utili contabili non sempre riesce anche a creare valore per gli azionisti. Sebbene non sia nato come strumento di valutazione aziendale, l'EVA mette a confronto il rendimento nato dai capitali investiti nell'azienda con il costo degli stessi, permettendo di vedere se l'azienda ha creato o perso valore e diventando così strumento di valutazione. Quando la redditività del capitale investito eccede il costo del capitale, l'azienda crea valore mentre nel caso opposto lo distrugge. Più precisamente questo metodo misura il valore creatosi dalla differenza tra il reddito operativo contabile normalizzato al netto dell'imposta (NOPAT) e la remunerazione normale del capitale investito. (Cereghetti, 2014)

In formula:

$$EVA = NOPAT - (NOA * C)$$

Dove:
EVA = *Economic Value Added*
NOPAT = *Net Operating Profit after Taxes*
NOA = *Net Operating Assets*
C = Costo del capitale

Utilizzando questo metodo si considerano il reddito e l'investimento operativo e non quello contabile. Per questa ragione, occorre normalizzare le voci di bilancio, ossia aggiustare i conti di bilancio al fine di far emergere soltanto il capitale effettivamente investito nell'attività operativa dell'impresa, senza considerare invece le voci straordinarie. Per dare un giudizio al risultato ottenuto applicando questo metodo, in altri parole per vedere se l'azienda ha effettivamente creato valore, bisogna verificare se EVA>0, ossia se NOPAT>(NOA*C). Ciò significherebbe che l'azienda ha un rendimento del capitale investito superiore al costo dello stesso. Di conseguenza il risultato aumenta nel caso in cui:

- il reddito aumenta senza l'aggiunta di nuovo capitale;
- il nuovo capitale è investito in modo tale da ottenere rendimenti superiori al suo costo;
- si disinveste da attività che generano un reddito insoddisfacente, cioè minore del costo del capitale.

STUDENTSUPSI

Per calcolare il valore aziendale, è necessario attualizzare tutti gli EVA futuri. (Balducci, 2006, p. 294)

In formula:

$$EV = IC_0 + MVA = IC_0 + \sum_{t=1}^{n} \frac{EVA_t}{(1+WACC)^t} + \frac{EVA_n}{WACC - g} + \frac{1}{(1+WACC)^{n-1}} - D$$

Dove:
EV = *Enterprice Value*
IC_0 = *Invested Capital*
MVA = *Market Value Added*
EVA = *Economic Value Added*
WACC = *Weighted Average Cost of Capital*
n = Ultimo anno di previsione
g = Tasso di crescita
D = Debiti finanziari

STUDENTSUPSI

Parte 2

Applicazione al caso Interroll Holding AG

STUDENTSUPSI

4. Interroll Holding AG

Interroll Holding AG è l'azienda leader nel settore dell'intralogistica[1] con oltre 1'800 dipendenti distribuiti a livello mondiale in complessivamente 31 sedi. La società offre prodotti qualitativamente avanzati suddivisi in quattro categorie principali: *Rollers* (rulli trasportatori), *Drives* (motori), *Conveyors & Sorter* (trasportatori & smistatori) e infine *Pallet & Carton Flow* (magazzini per palette e cartoni).

L'obiettivo di venire incontro alle esigenze della clientela con prodotti dall'elevato valore aggiunto si traduce per l'azienda in una rete globale di centri di eccellenza, ognuno dei quali si concentra su una specifica area di prodotti ed è responsabile per la ricerca e lo sviluppo, la produzione, gli acquisti, nonché per l'assistenza tecnica alle aziende locali di produzione, montaggio e assistenza. Con tali aziende, i centri di eccellenza formano una rete globale per la fornitura tempestiva di unità preassemblate pronte ad essere installate dal clienti finale per mezzo di *original equipment manufacturer* (OEM)[2] *o system integrator*[3]. Collaborando strettamente con integratori di sistemi, OEM, progettisti e ingegneri informatici, Interroll Holding AG trasforma sfide complesse in soluzioni intelligenti e scalabili per una vasta gamma di aziende: aeroporti, servizi di distribuzione e stoccaggio, fornitori di servizi postali e corrieri, aziende alimentari e molti altri ancora. Grazie ad un posizionamento molto stabile, continui investimenti e una strategia ben definita l'azienda conta oltre 23.000 clienti e i prodotti vengono utilizzati da imprese note in tutto il mondo come Amazon, Bosch, Coca-Cola, DHL, Procter & Gamble, Siemens, Red Bull e Walmart. (Interroll Holding AG, s.d.)

4.1 Storia

Interroll Holding AG è stata fondata nel 1959 a Wermelskirchen in Germania dai due amici Dieter Specht e Hans vom Stein. Con molto entusiasmo, zero capitale e con un prestito di 25.000 marchi tedeschi i due giovani ragazzi hanno creato in un garage l'azienda che oggi è leader mondiale nel campo dei flussi dei materiali con una rete di centri di eccellenza per lo sviluppo, la produzione e la vendita.

Il concetto era semplice: rulli in materiale plastico. Nessun altro aveva mai pensato che si potesse utilizzare questo tipo di materiale per rulli trasportatori. Fino ad allora tutti li

[1] Per intralogistica si intendono i flussi logistici di merci e materiali all'interno dell'area di un'azienda. Rientrano nel settore, per esempio, sistemi di magazzino, alimentatori meccanici e pneumatici, apparecchi di sollevamento, sensori, robotica, software logistica, ettizzatori, tecnologia dati e confezionamento, ma anche sistemi completi. Il settore intralogistica è caratterizzato dalla collaborazione interdisciplinare di fornitori ed esperti delle varie branche. Il concetto è stato definito per distinguerlo dal trasporto merci fuori dallo stabilimento, definito appunto logistica. (Intralogistica, s.d.)

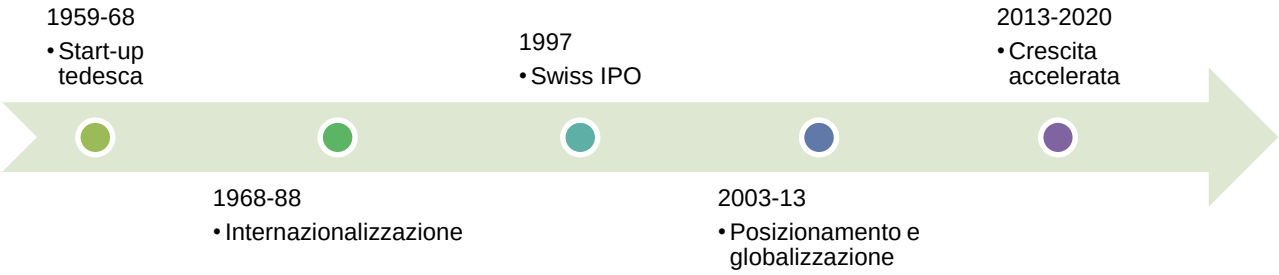
[2] Un original equipment manufacturer (OEM), letteralmente in inglese "produttore di apparecchiature originali", è un'azienda che realizza un'apparecchiatura che verrà poi installata in un prodotto finito, sul quale il costruttore finale appone il proprio marchio, utilizzando integralmente o quasi parti fabbricate da fornitori (i quali fornitori si chiamano appunto OEM). Spesso l'azienda che commercializza e marchia il prodotto finito è definita "casa madre" ed è quasi sempre di dimensioni maggiori dell'azienda OEM dalla quale acquisisce i componenti e/o alla quale affida processi produttivi. (Wikipedia, s.d.)

[3] Con il termine inglese system integrator viene indicata una azienda (o uno specialista) che si occupa dell'integrazione di sistemi. (Wikipedia, s.d.)

STUDENTSUPSI

producevano in ferro. Con una chiara strategia e l'obiettivo di soddisfare i bisogni dei clienti, i due imprenditori hanno trovato notevole riscontro per i loro prodotti. La richiesta era tanta da poter aprire il primo vero stabilimento dopo soli sette anni di attività nel 1966.
Presto Dieter Specht e Hans vom Stein hanno pensato di poter crescere ulteriormente facendo *export*. Hanno incontrato un venditore francese che aveva clienti in Francia molto interessati ai prodotti, ma il problema erano i tempi di attesa in quanto solo il trasporto durava oltre 3 settimane dalla Germania alla Francia. Così, un giorno si è presentata una persona disposta a partecipare alla società aprendo una sede in Francia. Dopo poco tempo in quella sede il fatturato è passato da 100'000 a 2 Mio. Marchi tedeschi. Questo modello di compartecipazione aziendale è poi stato ripreso per espandere in altri paesi europei. Nel 1967 i due giovani ragazzi hanno partecipato alla prima fiera internazionale in Germania che è stato per loro il trampolino di lancio verso l'espansione mondiale. Hanno infatti conosciuto importanti investitori provenienti dall'America e dall'Asia disposti a seguire il modello già adottato in Europa. Con il passare degli anni sono arrivati sempre più ordini e l'espansione è diventata sempre più globale. Nel 1997 Dieter Specht e Hans vom Stein hanno deciso di quotare la società alla borsa di Zurigo in Svizzera. Nel 2000 il CEO Paul Zumbühl ha assunto la direzione del gruppo. Sono seguite diverse acquisizioni e processi di espansione in tutto il mondo, concentrandosi particolarmente in Europa, negli Stati Uniti e in Asia. (Interroll Holding AG, s.d.)

Figura 4: Storia di Interroll Holding AG



Fonte: Elaborazione dell'autore

4.2 Valori e punti di forza

Con lo scopo di scoprire quali fossero i valori e i punti di forza della società sono avvenute delle interviste, sia con membri della direzione sia con esperti del settore, che hanno permesso di comprendere i valori aziendali e di evidenziare alcuni fattori determinanti il successo e la crescita avvenuta negli ultimi anni.
In particolare è emersa la chiara visione della società di voler essere il partner di riferimento a livello mondiale per quanto concerne i prodotti chiave nella logistica interna. Questo

desiderio è sostenuto da una strategia che oltre a comprendere una vasta gamma di prodotti di alta qualità incorpora anche una politica aziendale fortemente orientata al soddisfacimento dei clienti. Le forze della globalizzazione stanno cambiando il mondo, avvicinando paesi e mercati. Le aziende si trovano a dover definire nuove strategie aziendali per far fronte a questi cambiamenti. Tale processo deve tener conto di molti *trend* critici: l'arrivo dello *shopping online*, la crescita di una nuova classe media, l'evoluzione dell'industria alimentare, la crescita esponenziale del traffico merci domestico e commerciale, nonché lo sviluppo di nuovi super-aeroporti. Secondo i dati forniti dai clienti, le tecnologie di Interroll Holding AG aumentano fino al 50% l'efficacia dell'utilizzo dello spazio nei centri distribuzione e riducono a loro volta fino al 50% il consumo energetico della logistica interna. Modernizzando le strutture già in uso, i clienti sono stati in grado di aumentare il potenziale d'ottimizzazione, aumentando fino al 30% la loro produttività.
Tutti i processi produttivi vengono costantemente ottimizzati secondo la filosofia *Kaizen*, strategia volta al miglioramento continuo in termini di efficacia ed efficienza. I centri certificati ISO puntano sulla sostenibilità e dispongono di un ampio *know-how* applicativo, nonché di centri di prova professionali per il collaudo dei prodotti.
L'impresa ha anche creato la propria *Interroll Academy* che rappresenta la forza trainante per la trasformazione del gruppo in una organizzazione che apprende. I continui investimenti nelle strutture e nei più recenti metodi di insegnamento dimostrano il forte impegno per la formazione dei dipendenti, clienti e partner. La società è convinta che solo i dipendenti ben addestrati sono dipendenti motivati, ed è per questo motivo che la formazione avviene con l'obiettivo di aumentare la fiducia di tutti i coinvolti trasmettendo il *know-how* dall'esperto, al dipendente e al cliente finale. Si tratta di una scuola nella quale i partecipanti possono acquisire le competenze e le conoscenze necessarie per utilizzare con successo prodotti e soluzioni Interroll sia come dipendente sia come cliente. Inoltre, l'impresa promuove progetti di ricerca globali nel settore dell'efficienza logistica e sostiene attivamente le associazioni industriali per lo sviluppo di normative e per un utilizzo più efficiente delle risorse.
Negli ultimi anni la società è passata da un'organizzazione attiva in tutto il mondo ad essere un'organizzazione globalmente interconnessa e l'anno 2014 è stato uno degli anni principali in questo cambiamento. Oltre ad aver raggiunto importanti traguardi strategici, sono avvenuti importanti investimenti per lo sviluppo dei prodotti, per l'infrastruttura e per l'espansione del mercato. Interroll Holding AG è strutturata in modo da produrre e vendere nella stessa divisa, il che le permette di avere maggiore stabilità verso i rischi di cambio e soprattutto di operare in maniera più rapida ed efficiente. Insieme ad una rigorosa disciplina dei costi e il continuo miglioramento dei processi in tutte le funzioni e in tutte le regioni, l'azienda ottiene una profittabilità sostenibile e un rafforzamento dei flussi di cassa.

STUDENTSUPSI

4.3 Analisi dell'ambiente esterno

Tutte le informazioni per le seguenti analisi sono state prese da fonti dirette tramite interviste ai dirigenti della ditta, da rapporti sul settore e da informazioni disponibili *online*.

4.3.1 Analisi PEST

Grazie all'analisi PEST si vuole capire quali sono quei fattori del macroambiente che più hanno influenzato l'andamento economico finanziario di Interroll Holding AG in passato e quali possibili fattori ci saranno in futuro che potrebbero tradursi per la società in opportunità o in minacce. Si tratta di un'analisi fondamentale per stabilire i *budget* futuri necessari per l'applicazione dei metodi di valutazione.

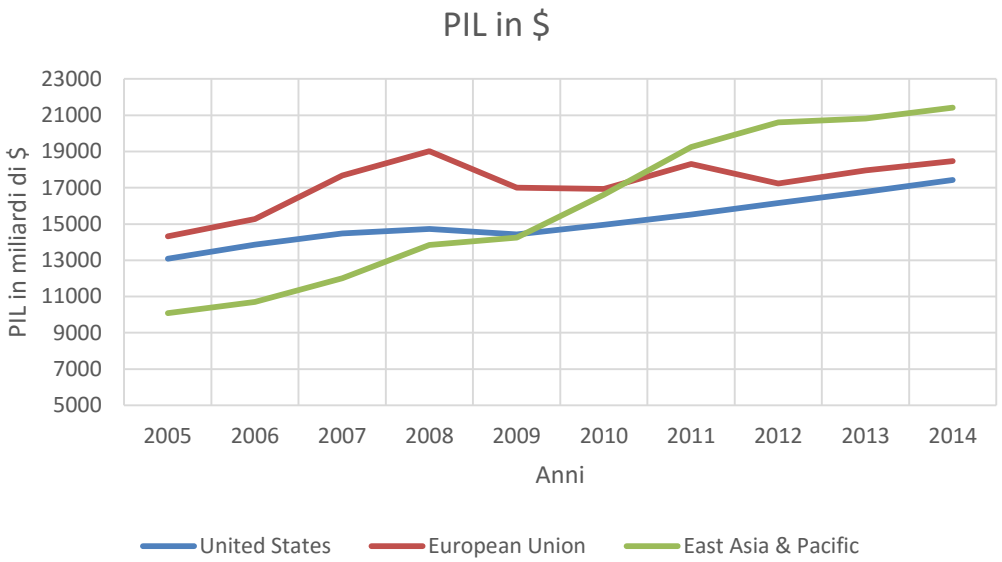
Fattori politici: le ideologie dominanti nelle coalizioni al governo, nei parlamenti, nei partiti e nei sindacati orientano la legislazione e le varie forme d'intervento dello Stato nell'economia. Questi orientamenti possono incidere notevolmente nella creazione di minacce e opportunità. La variabilità di questi fattori è di particolare importanza quando l'impresa, come in questo caso, opera anche in Paesi in cui esistono rischi di insurrezione, rivoluzione o colpi di Stato con l'avvento di regimi autoritari. Trattandosi di un'impresa presente in diversi Paesi del mondo e quindi con la necessità di scambiare merci da una sede all'altra e tra sede e cliente, i fattori politici che più determinano l'andamento economico finanziario di Interroll Holding AG sono quelli inerenti lo scambio con l'estero, la politica dei trasporti, l'atteggiamento verso gli investimenti stranieri e la politica fiscale.
Negli ultimi decenni le politiche sugli scambi e trasporti di merci hanno favorito molto il commercio tra Paesi. Negli anni '60 per esempio un trasporto su strada dalla Germania alla Francia durava oltre tre settimane e richiedeva molta burocrazia, mentre oggi grazie a politiche meno restrittive e al progresso tecnologico percorrere la medesima tratta richiede pochi giorni. In futuro non bisogna dimenticare che l'intervento dei poteri pubblici non è conoscibile in anticipo con certezza e perciò non sempre è possibile fare previsioni circa l'impatto di una decisione. Si pensi per esempio al trasporto via mare, se per una qualche decisione le navi in futuro non potessero più passare dal canale di Suez, il costo del trasporto e la tempistica dall'Europa all'Asia aumenterebbero notevolmente e di conseguenza potrebbe comportare una diminuzione della domanda generale.

Fattori economici: le condizioni dell'economia hanno l'impatto maggiore sul successo di un'impresa e sulla sua capacità di produrre profitti. Tali condizioni agiscono sul potere d'acquisto e quindi sulla domanda, sul costo dei fattori, sui cambi e sull'andamento dei prezzi. Il primo fattore da considerare è indubbiamente il Prodotto Interno Lordo (PIL) che è un indicatore economico molto importante in quanto misura la ricchezza prodotta in un

STUDENTSUPSI

Paese. Il grafico sottostante mostra l'evoluzione del PIL nelle tre regioni più significative per Interroll Holding AG a livello di fatturato.

Figura 5: Evoluzione del PIL



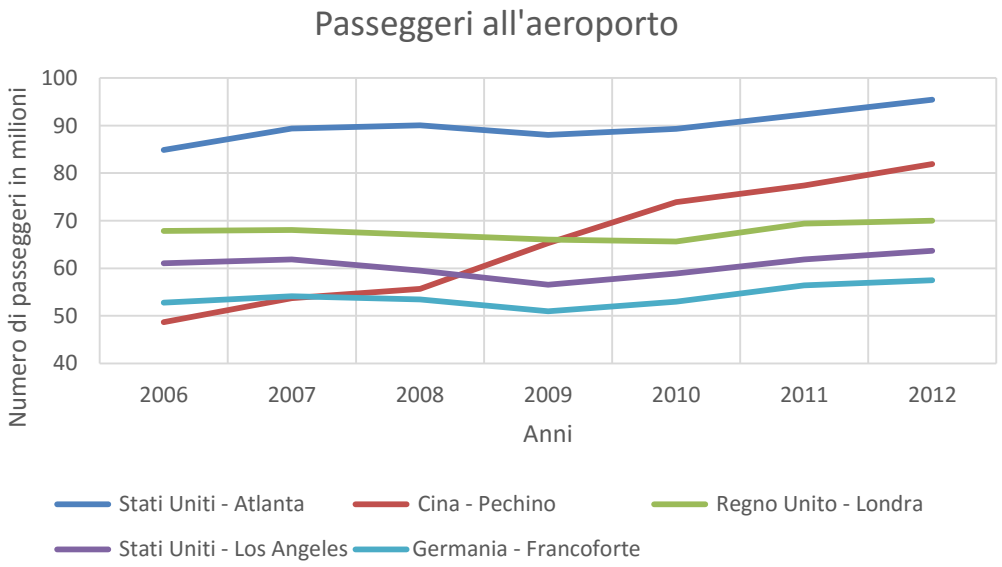
Fonte: Elaborazione dell'autore sulla base di dati forniti dal *World Bank Group*

Dal grafico soprastante si evince una netta crescita di tutte le tre regioni: Europa, Asia e Stati Uniti. Questa evoluzione positiva ha sostenuto anche parzialmente la crescita dell'azienda, dato che all'aumentare del PIL crescono anche i consumi (privati e pubblici), investimenti e il saldo *import-export*. L'aumento dei consumi e degli investimenti creano opportunità in quanto l'aumento della domanda apre spazi di mercato e rende meno intensa la competizione. Anche in futuro si prevede una tendenza al rialzo creando così opportunità per Interroll Holding AG di sfruttare l'andamento economico dei Paesi per accrescere ulteriormente i propri risultati finanziari. Ugualmente anche la politica dei cambi ha un impatto significativo, basti pensare alla decisione della Banca Nazionale Svizzera di abolire la soglia minima EUR/CHF creando una serie di conseguenze. Per la società in esame però questo aspetto influenza poco in quanto l'azienda acquista, produce e vende nella stessa moneta minimizzando i rischi di cambio. Il problema si riscontra unicamente durante la fase di consolidamento in quanto il gruppo espone i propri conti nella valuta svizzera.
Dopo la congiuntura economica sfavorevole a livello globale, causata dalla situazione di recessione dell'area Euro e dal contagio delle economie emergenti che non sono rimaste immuni, un forte abbassamento dei tassi d'interesse ha permesso la ripresa economica. Grazie ai tassi favorevoli il costo del denaro è diventato più basso e la popolazione è invogliata a spendere di più, il che si traduce nuovamente in maggiori consumi di beni e servizi portando di conseguenza un aumento della capacità di distribuzione delle varie aziende.

STUDENTSUPSI

Infine, il settore degli aeroporti, che rientra fra quelli più importanti per Interroll Holding AG, ha visto negli ultimi anni un notevole aumento di viaggiatori dovuto in particolar modo all'abbassamento medio dei prezzi per volo. Analizzando infatti 5 degli aeroporti più transitati al mondo emerge come fra il 2006 e il 2012 ci sia stata una tendenza al rialzo in particolare in Cina che ha registrato un aumento di oltre 30 milioni di passeggeri. Questo andamento positivo ha favorito la società in esame in quanto più passeggeri si traduce in più bagagli da trasportare all'interno dell'aeroporto e più *metal detector* con relativo sistema di movimentazione dei bagagli a mano da installare. Anche in futuro ci si aspetta una forte tendenza al rialzo sia perché con l'aumento del reddito la popolazione viaggerà di più, sia perché nei paesi emergenti come in India e in Africa verranno costruiti nuovi aeroporti.

Figura 6: Evoluzione del numero di passeggeri agli aeroporti

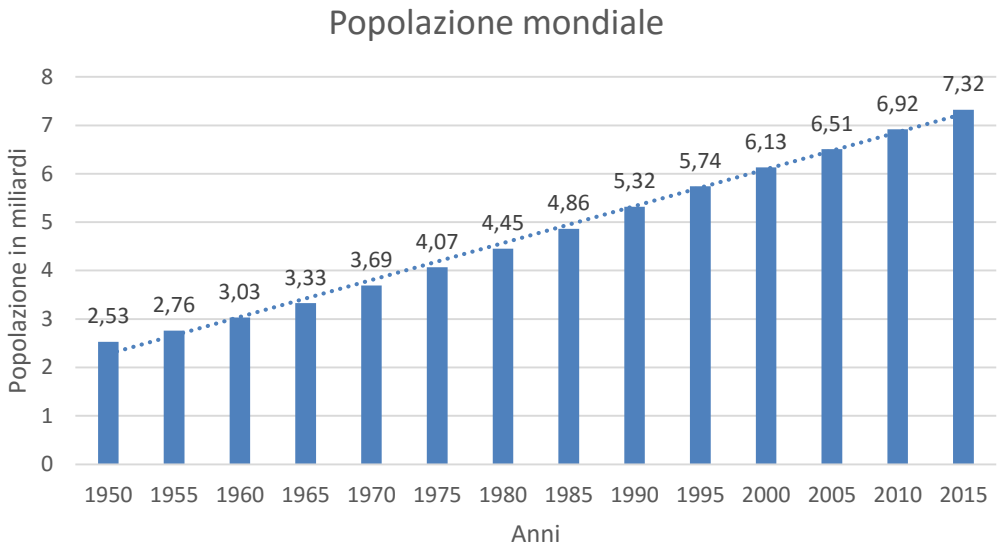


Fonte: Elaborazione dell'autore sulla base di dati forniti da Price Waterhouse Coopers

Fattori sociali: sono molti i fattori sociali che agiscono direttamente o indirettamente sull'economia delle imprese. Fra i fattori principali la demografia è una delle componenti più importanti. Negli ultimi decenni l'aumento demografico è stato notevole, ed è probabile che la popolazione e l'economia mondiale continueranno a crescere fino al 2050.

STUDENTSUPSI

Figura 7: Evoluzione della popolazione mondiale dal 1950



Fonte: Elaborazione dell'autore sulla base di dati forniti dal *World Bank Group*

Questa tendenza positiva (5% negli ultimi 5 anni) e il conseguente aumento dei consumi ha spinto le imprese ad espandersi creando maggiori capacità produttive per far fronte all'aumento della domanda di beni e servizi. Questa necessità si è tradotta per Interroll Holding AG in maggiori vendite di sistemi di flusso dei materiali e di sistemi di immagazzinaggio. Red Bull per esempio registra una crescita costante da 27 anni. Nel 2014 l'azienda ha venduto più di 5.6 miliardi di lattine e nel 2013 erano il 4.2% in meno (Red Bull, s.d.). L'incremento della richiesta di lattine, dovuto anche all'aumento della popolazione mondiale, giustifica sia il continuo ampliamento dei magazzini di Red Bull, sia il crearsi di nuovi centri commerciali che offrono la bevanda al consumatore finale.

Il maggiore benessere determinerà anche in futuro un cambiamento dei consumi e delle abitudini alimentari. L'aumento della popolazione e del benessere genereranno un incremento della domanda di generi alimentari, energia, acqua, beni di consumo e di investimento. Si stima per esempio che a causa della crescita demografica, diminuirà del 30 per cento per persona circa la superficie agricola utile, mentre la domanda totale di generi alimentari, espressa in calorie, aumenterà del 71 per cento. La domanda totale di generi alimentari subirà fino al 2050 un notevole aumento nei Paesi in via di sviluppo e in quelli in transizione, dovuto in primo luogo a un forte incremento della popolazione in queste zone (Dipartimento federale dell'economia, 2009). Visto che tutte queste merci dovranno anche essere trasportate, si creerà un ulteriore opportunità per Interroll Holding AG. Le sfide da affrontare saranno ripartite in maniera ineguale, poiché differente sarà la suddivisione della crescita demografica nelle diverse regioni del mondo. Se l'offerta non sarà in grado di rispondere alla domanda, sono da temere tensioni politiche soprattutto in Africa, Medio Oriente e Asia che potrebbero tradursi anche in minacce per la società.

STUDENTSUPSI

Oltre al fattore appena menzionato è necessario considerare anche l'invecchiamento generale della popolazione. I grafici sottostanti mostrano l'evoluzione dell'età della popolazione mondiale dal 1975 al 2025. Si evince chiaramente che la piramide diventa sempre più larga nella parte più alta, il che indica che ci saranno sempre più persone nelle fasce d'età superiori.

Figura 8: Piramidi della popolazione mondiale del 2000 e del 2025

Fonte: (Geohive, s.d.)

Questo aspetto rappresenta principalmente due opportunità rilevanti per la società in esame. La prima è data dal fatto che un invecchiamento generale della popolazione porta ad una maggiore domanda di prodotti per la difesa della salute, e per questo motivo le case farmaceutiche produrranno più medicamenti che in seguito dovranno essere sia trasportati, sia immagazzinati. La seconda opportunità è caratterizzata dal fatto che l'invecchiamento della popolazione è unito ad un aumento dei redditi e quindi a maggiori consumi.
Inoltre, un altro fattore sociale che ha influenzato l'andamento economico e finanziario della società valutata è il cambiamento di pensiero delle persone che sono diventate sempre più esigenti e, in combinazione con l'*e-commerce*, desiderano ricevere i loro beni e servizi direttamente a casa e in tempi brevi. L'opportunità di Interroll Holding AG consiste nell'offrire prodotti e sistemi che permettono di migliorare il flusso dei materiali all'interno delle aziende produttrici di beni e servizi per il consumatore in modo da accorciare i tempi di consegna al cliente finale.
Infine l'evoluzione e lo sviluppo dei paesi emergenti ha favorito molto l'andamento economico finanziario della società in esame e porterà anche in futuro grandi opportunità. Soprattutto in India e in Africa, con l'aumento sia della popolazione, sia del reddito, ci

STUDENTSUPSI

saranno sempre più supermercati che dovranno soddisfare le esigenze e i bisogni dei cittadini.

Fattori tecnologici: il progresso tecnologico può rapidamente far emergere nuovi prodotti e nuovi processi produttivi e altrettanto rapidamente può renderli obsoleti. Può quindi creare opportunità e minacce, può alzare e abbattere le barriere all'entrata di nuovi concorrenti in un settore. Fax, *internet*, telefonia cellulare e videoconferenza hanno cambiato il modo di comunicare. Le nuove tecnologie hanno reso possibile lo *shopping* virtuale, la vendita via telefono di prodotti assicurativi attraverso programmi computerizzati e interattivi. L'introduzione degli *scanner* nei punti vendita, oltre ad aumentare l'efficienza della gestione delle scorte e degli ordini, ha cambiato i rapporti tra produzione e distribuzione. In una prima fase ha aumentato il potere della distribuzione in quanto ha messo a disposizione informazioni accurate sul comportamento dei consumatori. Quando i *point of sales* sono collegati alla produzione al fine di ridurre i tempi di approvvigionamento, molte decisioni riguardanti il cosa vendere, quando e a chi vendere è passata ai produttori. Spesso il principale problema che il *management* deve affrontare è anticipare il cambiamento tecnologico nel proprio settore e in quelli correlati. Guardare ad una sola tecnologia o soltanto a quelle che attengono al proprio settore in cui l'impresa opera può essere rischioso.

4.3.2 Analisi delle 5 forze competitive di Porter

Secondo Michael Porter, la redditività media di un settore è determinata dall'intensità di cinque forze competitive che vengono esercitate sull'insieme delle imprese operanti nel settore. Queste cinque forze, a giudizio dell'economista americano, determinano la redditività media di settore in quanto influenzano i prezzi, i costi e gli investimenti delle imprese presenti nel settore. A causa del numero limitato di informazioni inerenti al settore in questione, questa analisi si basa principalmente su interviste svolte ai dirigenti della ditta, all'analista finanziario ed ad esperti del settore. Dato che Interroll Holding AG opera in tutto il mondo, è necessario affermare che l'analisi è svolta considerando il settore a livello globale ed è per questo motivo che alcune considerazioni potrebbero divagare rispetto ad un'analisi del settore a livello regionale.

Minaccia di nuove entrate: il fattore principale che influenza la minaccia di nuovi concorrenti sono le barriere all'entrata, che nel settore dell'intralogistica possono essere considerate abbastanza elevate, e quindi la minaccia è da reputare piuttosto bassa. Questo vale ancora di più se si fa riferimento a concorrenti operativi a livello mondiale. In particolare le economie di scala sono assai elevate e questo costringe il potenziale concorrente o a dover entrare nel settore con una scala di produzione elevata oppure a dover accettare uno svantaggio di costo. Evidentemente nel secondo caso le vendite saranno inferiori. Inoltre il fabbisogno di capitale da investire per entrare nel settore in cui opera Interroll Holding AG è da considerarsi molto elevato, in quanto sono necessari importanti investimenti a livello di

STUDENTSUPSI

stabilimenti, macchinari, scorte e *IT*. Questo fattore riduce quindi ulteriormente il rischio di nuove aziende concorrenti. Ciononostante questo rischio è parzialmente aggravato da due fattori. Primo, dalla relativamente poca differenziazione del prodotto che influenza la fedeltà e l'identificazione dei consumatori verso i prodotti del settore. La principale caratteristica di differenziazione presente è il concetto di qualità. Secondo, dalla mancanza di barriere istituzionali o legali che regolamentano l'accesso al settore. Complessivamente la minaccia di nuovi concorrenti è comunque da considerarsi bassa soprattutto osservando il mercato a livello globale e a causa degli ingenti investimenti necessari per partire.

Il potere contrattuale dei fornitori: generalmente quando il potere è elevato, i prezzi dei vari *input* aziendali tendono ad essere alti e i termini di pagamento bassi, condizionando negativamente i costi e la redditività del settore. Per il settore in questione questo potere è da considerarsi medio in quanto le imprese del settore sono principalmente di piccole dimensioni e non tutti sono clienti importanti per i loro fornitori. Inoltre i prodotti dei fornitori contribuiscono in misura determinante sulla qualità e l'efficienza dei prodotti delle imprese. Infine la minaccia d'integrazione a monte da parte delle imprese del settore è quasi nulla.

Il potere contrattuale dei clienti: questo potere è di intensità media a causa di diversi fattori. Il mercato d'acquisto è relativamente poco concentrato, si compone per lo più di piccoli-medi clienti che assorbono quote basse del fatturato delle imprese venditrici. I grandi clienti operativi a livello mondiale sono piuttosto pochi. Nel caso di Interroll Holding AG infatti fra i 23'000 clienti solo pochi sono da considerarsi veramente grandi con la capacità di influenzare la ditta venditrice. Questo aspetto quindi abbassa il potere contrattuale dei clienti nel settore. Ciononostante a livello regionale il potere è forte siccome i clienti vogliono prodotti regionali e se non ci sono, trattano sul prezzo. È anche questo uno dei motivi perché la società in esame è presente in tutto il mondo. Inoltre i clienti sono abbastanza informati sia sui prezzi di mercato, sia sui costi delle imprese fornitrici e per questo motivo aumenta ulteriormente il potere contrattuale dei clienti. Dall'altra parte i clienti non minacciano di integrarsi a monte e quindi il potere dei clienti è parzialmente attenuato.

La minaccia di prodotti sostitutivi: i prodotti sostitutivi ci sono ma si tratta di sistemi di movimentazioni di materiali più ingombranti e più costosi. La propensione alla sostituzione, ossia la propensione dei clienti a sostituire i prodotti del settore con i prodotti sostitutivi è relativa alle necessità del cliente e quindi difficilmente misurabile. I costi di sostituzione sono elevati e per questo motivo si stima che la minaccia di prodotti sostitutivi sia medio-bassa.

La rivalità tra le imprese del settore: nella maggior parte dei settori, l'elemento che influenza maggiormente i prezzi, i costi e gli investimenti aziendali è la redditività tra le imprese presenti nel settore. Nell'intralogistica la rivalità è medio-bassa, infatti la concentrazione del settore è da considerarsi assai elevata e quindi la competizione privilegia variabili diverse dal prezzo quali l'innovazione, l'immagine, ecc. Inoltre i tassi di

STUDENTSUPSI

crescita del settore sono molto elevati creando spazio per tutti e di conseguenza la rivalità tra le imprese è più debole. Ciononostante è necessario tenere presente che i prodotti all'interno del settore sono assai standardizzati e indifferenziati se non per la qualità, per cui la rivalità sui prezzi tende ad essere più forte. L'inesistenza della capacità in eccesso è un altro fattore che diminuisce la concorrenza in quanto le imprese non necessitano di abbassare i prezzi per incrementare le loro vendite.

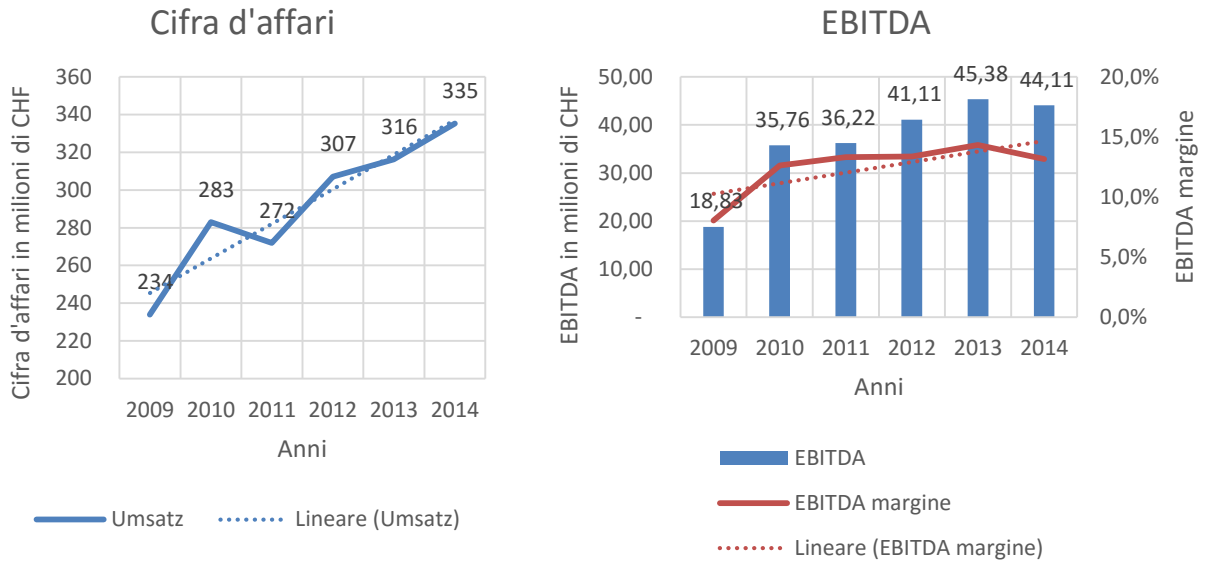
Sommando infine tutte le cinque forze competitive di Poter si ottiene una forza complessiva medio-bassa che di conseguenza porta ad una buona valutazione del grado di attrattività del settore. In questa valutazione un ruolo molto importante deve essere attribuito all'analisi del macroambiente. In effetti, la configurazione delle cinque forze competitive viene influenzata dai cambiamenti economici, politici, sociali e tecnologici che si producono nel macroambiente. È quindi indispensabile riuscire a comprendere in che modo le tendenze e i fenomeni ambientali modificheranno l'intensità delle cinque forze competitive.
Sostanzialmente si può dire che la rivalità tra le imprese del settore è presente ma soprattutto localmente e non a livello mondiale. La minaccia di nuovi concorrenti o prodotti sostitutivi è minima e a livello globale molto improbabile. Anche in futuro, con il continuo progresso tecnologico, difficilmente la situazione cambierà siccome le imprese già presenti nel settore saranno sempre un passo avanti a quelle emergenti. Il potere contrattuale dei fornitori è presente e rappresenta l'unico vero possibile punto critico anche in futuro. Infine il potere contrattuale dei clienti è relativamente basso anche se in futuro potrebbe cambiare se dovessero presentarsi dei cambiamenti nella concentrazione del mercato.

4.4 Analisi contabile

Tra gli elementi capaci di influenzare il valore aziendale si trovano insieme ai fattori esterni quali micro e macroambiente anche i fattori interni all'azienda. Più precisamente si fa riferimento alla situazione patrimoniale, reddituale e finanziaria aziendale. Gli obiettivi di ogni impresa possono riassumersi in competitività, responsabilità sociale e economicità. Per entrare in merito all'economicità viene svolta un'analisi contabile grazie alla quale si vuole esprimere un giudizio e fornire delle spiegazioni sulla società in esame. Per questo studio si sono osservati il bilancio, il conto economico e il *cash flow* degli ultimi 6 anni dal 2009 al 2014 (Allegato 1). I dati contenuti in questo capitolo sono stati reperiti in prevalenza dal sito dell'azienda valutata e più precisamente in tutti i rapporti annuali disponibili *online*. Trattandosi di una società quotata in borsa, essa è sottoposta alle norme di rendicontazione IFRS che prevedono un principio di *true and fair value*, ossia tutti i conti devono essere redatti in modo che rispecchino la vera situazione patrimoniale.
Nel periodo preso in considerazione l'azienda ha registrato una forte crescita dimostrabile attraverso i due indicatori della cifra d'affari e dell'*Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization* (EBITDA).

STUDENTSUPSI

Figura 9: Cifra d'affari e EBTDA in Mio di CHF



Fonte: Elaborazione dell'autore sulla basa dei conti annuali di Interroll Holding AG

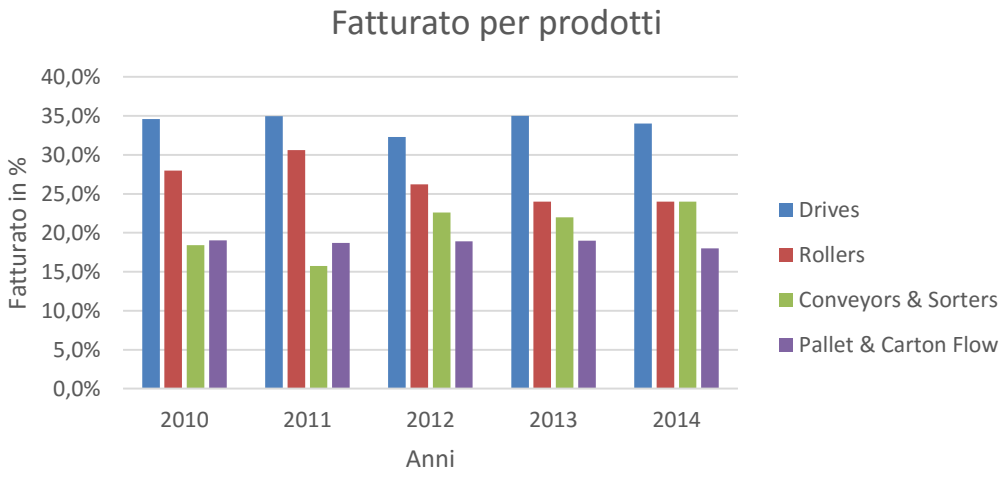
Il primo grafico rappresenta l'evoluzione della cifra d'affari nel tempo dal quale emerge un forte incremento della stessa. Se nel 2009 il fatturato era di 234 milioni di CHF, nel 2014 questo ha raggiunto i 335 milioni di CHF, che equivale ad una crescita media del 7.8%. Questo aumento è supportato soprattutto grazie ai continui investimenti da parte della società nella ricerca e nello sviluppo dei prodotti ma anche ad uno sviluppo dell'intero mercato. Si stima infatti che il mercato di riferimento sia cresciuto e continui a crescere ogni anno circa del 4% (Ruske, Kauschke, Reuter, & Montgomery).

Il secondo grafico mostra invece l'EBITDA insieme al suo relativo margine. Questa rappresentazione è interessante in quanto permette di comprendere quanto l'impresa sia riuscita a guadagnare con le proprie vendite. Osservando la linea tratteggiata rossa, che indica il margine dell'EBITDA in modo lineare, si evince come Interroll Holding AG sia riuscita tendenzialmente a migliorare il rapporto guadagno e vendite.

La distribuzione del fatturato fra le diverse categorie di prodotto è rimasta relativamente costante nel tempo. In questo caso si tratta di un punto forte della società in quanto, non dipendendo direttamente da un unico prodotto, permette alla società di essere flessibile in caso di variazioni nelle richieste dei clienti. Dalla rappresentazione sottostante si evince come i *drives* generino la quota di fatturato maggiore per circa un terzo delle vendite totali. La seconda tipologia di prodotto, i *rollers*, generano circa il 25% del fatturato totale e la quota sembrerebbe diminuire con il tempo. In questo caso si tratta di un possibile punto critico siccome questa categoria è fra quelle con il margine di guadagno più alto. I *conveyors & sorters* registrano una leggera tendenza al rialzo e nel 2014 rappresentano il 24% delle vendite. Infine i *pallet & carton flow* sono rimasti invariati nel tempo e con il 18% del fatturato sono i prodotti con il ricavo minore.

STUDENTSUPSI

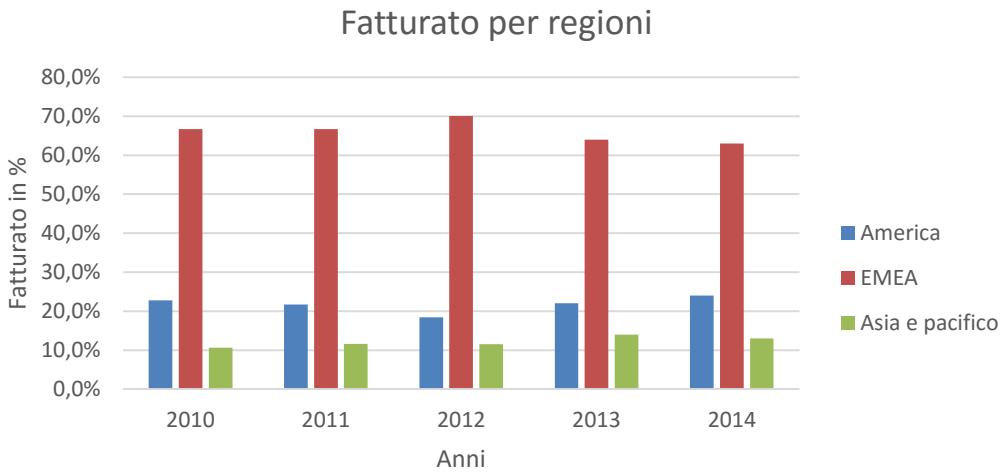
Figura 10: Evoluzione del fatturato per categoria di prodotto



Fonte: Elaborazione dell'autore sulla basa dei conti annuali di Interroll Holding AG

Per quanto concerne il fatturato per regione geografica la società distingue fra 3 grandi aree: America, EMEA (Europe, Middle East and Africa) e infine Asia e pacifico. Tra le aree la distribuzione della cifra d'affari è disomogenea ma costante nel tempo. Infatti, un punto debole di Interroll Holding AG è data dal fatto che generalmente oltre il 60% del fatturato è conseguito nella regione EMEA e in particolare in Europa. L'America si trova al secondo posto con una percentuale del 24% nel 2014 e infine la regione Asia e pacifico con il 13% nello stesso anno. Analizzando il grafico successivo emerge come la distribuzione delle vendite sia rimasta costante negli ultimi cinque anni. Si può suggerire alla società di continuare ad investire nelle ultime due regioni citate per cercare di ottenere una distribuzione più omogenea del fatturato.

Figura 11: Evoluzione del fatturato per regioni geografiche



Fonte: Elaborazione dell'autore sulla basa dei conti annuali di Interroll Holding AG

STUDENTSUPSI

4.3.1 Analisi della redditività

Come lavoro di preparazione ad un'analisi completa di Interroll Holding AG, è opportuno calcolare alcuni indici essenziali, riportati nelle tabelle seguenti, che consentono di eseguire i confronti con gli indici del settore, con gli obiettivi aziendali come pure con la valutazione delle performance dell'azienda. Il primo passo consiste nel confrontare la redditività dell'azienda rispetto a quella del settore. Come indice di riferimento si utilizza il ROE che indica la redditività del capitale proprio investito nell'azienda. Si tratta dell'indice principale per l'azionista in quanto esprime la capacità dell'azienda di remunerare il capitale di rischio.

Tabella 1: Redditività del capitale proprio e fattori determinanti

Redditività	2010	2011	2012	2013	2014	Media	Media settore
ROE	11,1%	13,4%	12,8%	11,9%	9,9%	11,8%	10,1%
ROI	9,5%	9,1%	10,7%	11,2%	9,5%	10,0%	5,9%
ROD	1,9%	1,4%	1,6%	2,4%	1,3%	1,7%	
LF	16,0%	16,6%	13,5%	10,0%	9,6%	13,1%	
T	29%	11%	19%	20%	25%	20,8%	

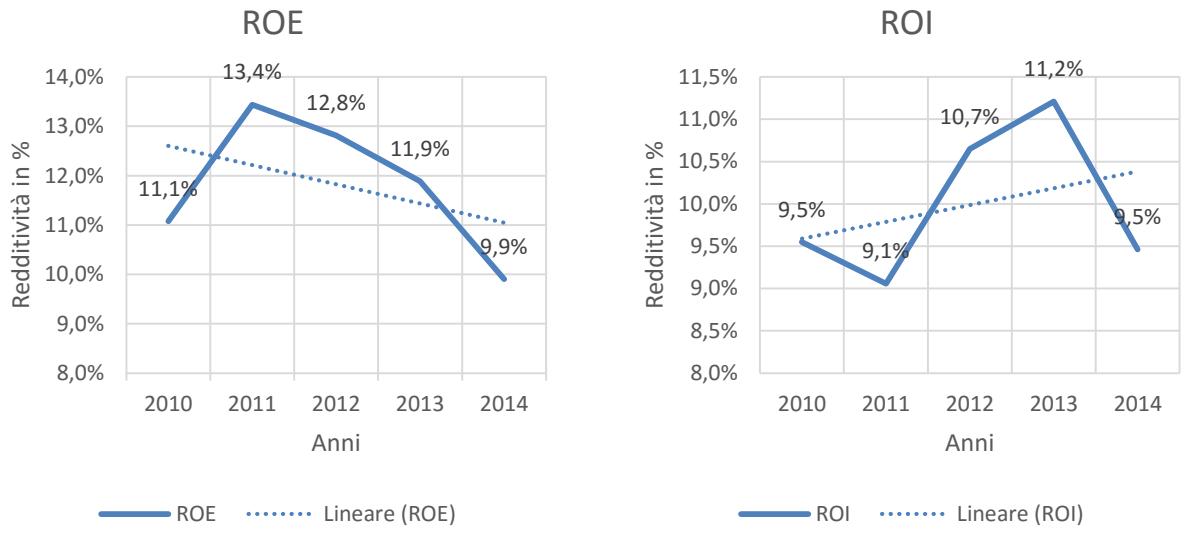
Fonte: Elaborazione dell'autore sulla basa dei conti annuali di Interroll Holding AG

Dai calcoli eseguiti si evince come la media del ROE negli ultimi 5 anni sia di 11.8%, contro un ROE medio del settore del 10.1% (Reuters, s.d.). L'azienda ha quindi una prestazione leggermente superiore alla media del settore di quasi due punti percentuali. Ciononostante guardando i dettagli dei singoli anni, emerge come la redditività del capitale proprio sia peggiorata di anno in anno. Si deve quindi esaminare quali sono le cause di tale andamento e a tale fine si devono studiare i quattro elementi che influiscono sul ROE (Allegato 5). Dallo studio emerge che le cause di questo peggioramento sono dovute principalmente da una forte diminuzione della leva finanziaria che è passata dal 16% nel 2010 al 9.6% nel 2014, che sua volta è dovuta da un aumento notevole del capitale proprio. Il capitale proprio, infatti, è passato da CHF 133 Mio. nel 2009 a CHF 200 Mio. nel 2014. Per contro, il capitale di terzi è composto in gran parte da debiti per forniture e prestazioni che negli ultimi 5 anni hanno subito solo un leggero aumento. Sommando infine questi aspetti si può affermare che la leva finanziaria è la causa principale del peggioramento della redditività. A questo fattore va aggiunto un fattore esterno sul quale l'impresa non ha influenza, e in particolare si tratta di una leggera tendenza al rialzo dell'imposizione fiscale T. L'aumento di T è verosimilmente da attribuire ad un aumento delle aliquote fiscali relative all'imposta sull'utile delle aziende. Tuttavia è necessario affermare che in questo caso si tratta unicamente di una stima globale in quanto non è a conoscenza della singole aliquote regionali. Il ROD ha subito pochi cambiamenti durante il periodo preso in considerazione e alla fine del 2014 era del 1.3%. Non si dispongono di dati del settore a riguardo. Infine il peggioramento del ROE è stato

STUDENTSUPSI

parzialmente attenuato dall'aumento tendenziale del ROI che è da considerarsi molto positivo rispetto a quello della media del settore. Interroll Holding AG ha avuto una redditività media degli ultimi 5 anni del 10%, mentre quella del settore era solamente del 5.9%. Ciononostante fra il 2013 e il 2014 si è verificata una diminuzione del ROI di 1.7 punti percentuali.

Figura 12: Evoluzione della redditività di Interroll Holding AG dal 2009 al 2014



Fonte: Elaborazione dell'autore sulla basa dei conti annuali di Interroll Holding AG

Per comprendere pienamente la redditività dell'impresa e per esprimere un giudizio in merito alla diminuzione del ROI occorre entrare maggiormente in dettaglio. A questo preposito si fa riferimento al triangolo magico di Du Pont che vede l'uguaglianza fra la redditività del capitale totale (ROI) e il prodotto fra la redditività delle vendite (ROS) e la rotazione del capitale totale (ROCT o RCI).

Tabella 2: Evoluzione della redditività del capitale totale e dei fattori determinanti

Redditività	2010	2011	2012	2013	2014	Media
ROI	9,5%	9,1%	10,7%	11,2%	9,5%	10,0%
ROS	7,2%	7,5%	8,1%	8,6%	7,6%	7,8%
ROCT	1,326	1,207	1,318	1,304	1,250	1,281

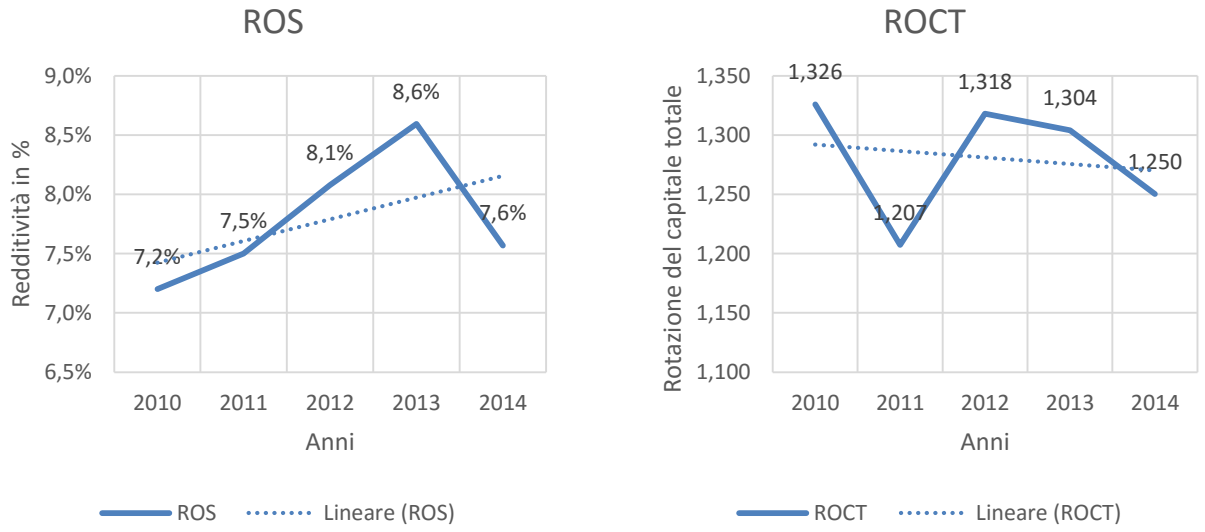
Fonte: Elaborazione dell'autore sulla basa dei conti di Interroll Holding AG

In tale contesto si osserva che il ROS è tendenzialmente migliorato negli anni. Questo aspetto positivo significa che negli anni sempre una parte più grande della cifra d'affari si è tradotta in EBIT. Malgrado ciò dal 2013 al 2014 il ROS ha subito una diminuzione di 1 punto

STUDENTSUPSI

percentuale. Nel 2010 la redditività delle vendite era del 7.2%, mentre nel 2013 del 8.6% e nel 2014 solo del 7.6%. Questo fattore ha quindi inizialmente portato ad un aumento del ROI, ma nell'ultimo anno ha causato la sua diminuzione. Il secondo fattore che ha influenzato, seppur in misura minore, negativamente il ROI è la rotazione del capitale totale che indica quanta cifra d'affari si riesce ad ottenere con un certo capitale. Questo fattore infatti è tendenzialmente diminuito tutti gli anni passando da 1.326 nel 2010 a 1.250 nel 2014, provocando una forza al ribasso sul ROI.

Figura 13: Evoluzione dei fattori determinanti del ROI



Fonte: Elaborazione dell'autore sulla basa dei conti annuali di Interroll Holding AG

Come si desume dal grafico soprastante il ROS è sempre migliorato fatta l'eccezione dell'ultimo anno, e per comprendere i motivi di questo andamento si è scomposto il fattore nelle sue due componenti principali EBIT e vendite, includendo anche alcune voci del conto economico interessanti.

Tabella 3: Evoluzione della redditività delle vendite e dei fattori determinanti

Redditività	2010	2011	2012	2013	2014	Media
ROS	7,2%	7,5%	8,1%	8,6%	7,6%	7,8%
EBIT	20 387	20 401	24 819	27 191	25 381	23 636
Vendite	283 069	271 932	307 155	316 334	335 306	302 759
Acquisti merce	109 226	137 247	118 551	134 402	147 739	129 433
Costo merce	-115 808	-123 657	-128 056	-131 878	-143 585	-128 597
Costi del personale	-81 522	-84 281	-83 908	-89 694	-94 131	-86 707
Dipendenti	1 255	1 340	1 420	1 488	1 675	
c. pers. / dip.	65	63	59	60	56	
Margine utile lordo	59%	55%	58%	58%	57%	

Fonte: Elaborazione dell'autore sulla basa dei conti di Interroll Holding AG

STUDENTSUPSI

Le cause della diminuzione del ROS nel 2014 sono dovute ad un aumento delle vendite e ad una diminuzione del EBIT. Non disponendo di dati sui volumi o sui prezzi, non si è in grado di entrare in merito a costi operativi unitari o prezzi di vendita applicati. Tuttavia è interessante notare una leggera variazione al ribasso del margine di utile lordo nel 2014. Bisognerebbe domandare alla società se la diminuzione del margine è dovuta ad un aumento del prezzo d'acquisto della merce o ad altri fattori. Inoltre i costi del personale sono aumentati abbassando di conseguenza l'EBIT, ma considerando anche il numero dei dipendenti emerge che i costi del personale unitari sono diminuiti. Questo è dovuto sostanzialmente al maggior numero di dipendenti acquisiti durante le acquisizioni avvenute nel corso degli ultimi anni.

Tabella 4: Evoluzione della rotazione del capitale e dei fattori determinanti

Redditività	2010	2011	2012	2013	2014
ROCT	1,326	1,207	1,318	1,304	1,250
Vendite	283 069	271 932	307 155	316 334	335 306
Capitale totale	211 263	239 195	226 872	258 226	278 157
Attivo circolante	88 597	114 754	107 884	117 786	137 538
Liquidità	10 110	10 522	14 109	20 797	24 380
Crediti netti	45 239	57 654	57 439	58 164	70 428
Scorte	31 510	45 100	35 595	38 119	42 273
Attivo fisso	122 666	124 441	118 988	140 439	140 619
AF materiale	82 945	82 107	76 828	83 266	85 969
AF immateriale	37 988	40 687	39 152	53 054	49 874
AF finanziario	912	932	890	732	626
Ciclio finanziario	112	120	99	93	95
TMPC	47	62	60	57	59
PMSM	110	113	115	102	102
TMPF	45	55	77	66	66

Fonte: Elaborazione dell'autore sulla basa dei conti di Interroll Holding AG

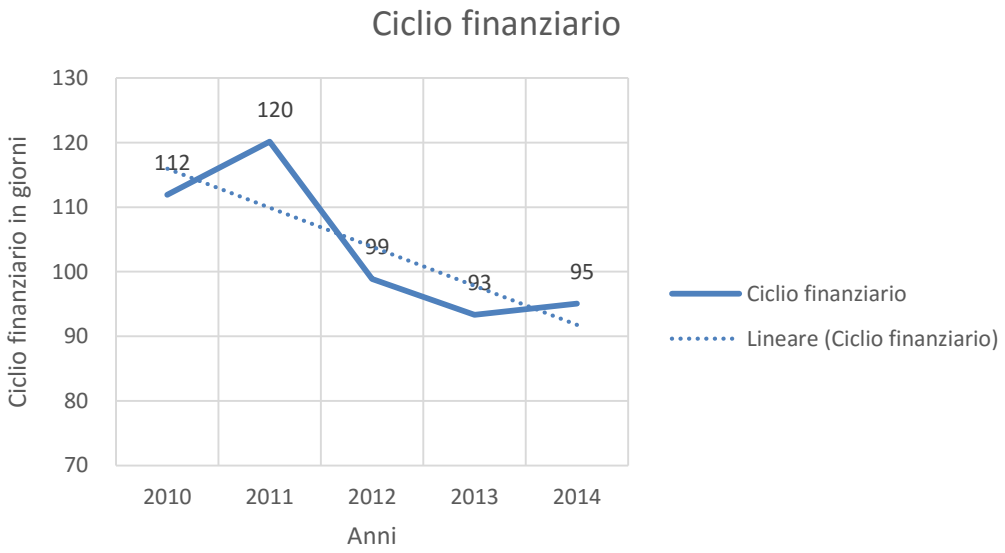
Le cause della diminuzione della rotazione del capitale totale sono dovute principalmente ad un aumento del capitale totale che è passato da CHF 211 Mio. nel 2010 a CHF 278 Mio. nel 2014, corrispondente ad una crescita del 31% circa. I fattori che hanno avuto più influenza sono gli attivi immateriali e il ciclo finanziario che ha influenzato a sua volta la liquidità, i crediti e le scorte.

Per aumentare il ROCT, e di conseguenza la redditività del capitale totale, si possono intraprendere due percorsi: il primo, più evidente, consiste nel fare più vendite con il capitale che si ha a disposizione agendo sul prezzo di vendita o sui volumi. Nel secondo, si cerca di

STUDENTSUPSI

fare le stesse vendite con meno capitale cercando di diminuire il capitale senza necessariamente aumentare il prezzo e/o i volumi. Per fare ciò è fondamentale prendere in considerazione il ciclo finanziario. Dal grafico sottostante emerge che quest'ultimo nel caso della società in esame sia tendenzialmente diminuito nel tempo passando da 112 giorni nel 2010 a 95 giorni nel 2014 (Allegato 2). L'andamento al ribasso del ciclo finanziario è da considerarsi positivo, nonostante ciò i valori sono ancora elevati e sarebbe consigliabile sviluppare strategie per riuscire ad accorciare ulteriormente il lasso di tempo che trascorre tra l'uscita e l'entrata di denaro. In questa maniera la società avrebbe meno bisogno di investire capitale in attività corrente e la rotazione del capitale totale aumenterebbe.
Bisogna precisare però che si tratta unicamente di una semplificazione e che questi valori non sono precisi ma si tratta di stime che aiutano a comprendere l'evoluzione del capitale investito in attività correnti.

Figura 14: Evoluzione del ciclo finanziario



Fonte: Elaborazione dell'autore sulla basa dei conti di Interroll Holding AG

Generalmente si può quindi affermare che l'azienda è redditizia e il ritorno del capitale investito è presente, tuttavia si consiglia di cercare di aumentare la rotazione del capitale prestando attenzione in particolar modo al ciclo finanziario. In questa maniera si aumenterebbe il ROI e di conseguenza anche la redditività del capitale proprio.

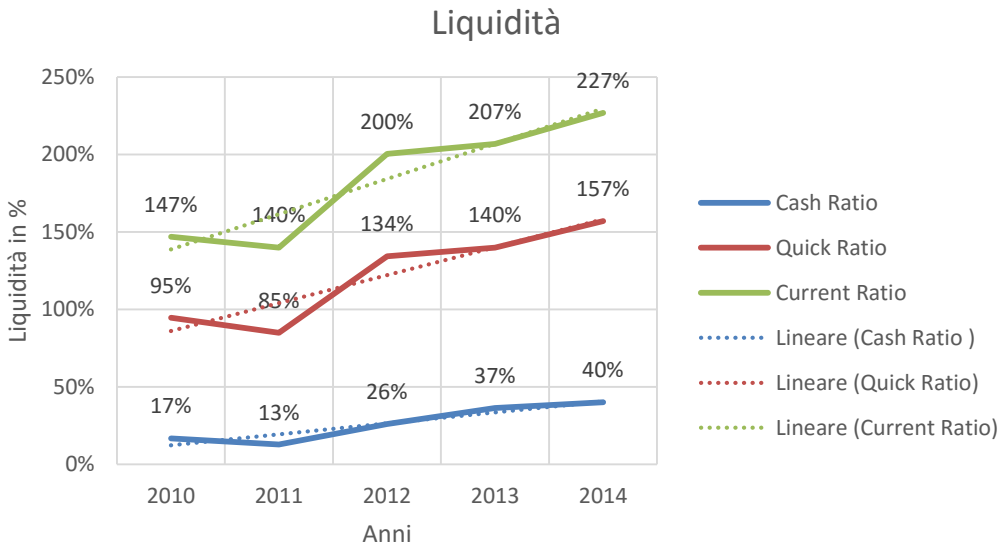
4.3.2 Analisi della liquidità

La gestione della liquidità è importante non solo per la capacità di pagamento, ma anche nell'ottica della redditività. Se si ha troppa liquidità, diminuisce la redditività. Si dovrebbe quindi avere sempre solo la giusta liquidità per far fronte ai pagamenti. In questo caso

STUDENTSUPSI

Interroll Holding AG è molto “liquida” e potrebbe pertanto procedere alla distribuzione di utili senza intaccare la propria capacità di far fronte ai propri impegni verso terzi. Tale distribuzione di dividendi consentirebbe di ridurre il capitale proprio e quindi di aumentare la leva finanziaria, comportando a sua volta benefici anche sul ROE. Dal grafico sottostante emerge come la liquidità sia aumentata nel tempo fino a raggiungere e superare addirittura i valori considerati normali. Per il *quick ratio* per esempio si considera normale un valore intorno al 100% e la liquidità della società in questione nel 2014 era del 157%. Anche per il *current ratio* il *benachmark* è fra il 150 e il 200% e Interroll Holding AG ha superato questi valori già dal 2012.

Figura 15: Evoluzione della liquidità



Fonte: Elaborazione dell'autore sulla basa dei conti di Interroll Holding AG

4.3.3 Analisi della solidità

L’azienda ha un’ottima solidità e ciò è senz’altro attribuibile alla sua struttura finanziaria con l’utilizzo prevalentemente di capitale proprio. Si osserva come tale eccesso di solidità comprometta il conseguimento di una redditività ottimale per l’impresa. L’azienda dispone sicuramente di ampi margini di miglioramento della propria struttura finanziaria, senza peraltro dover intaccare la solidità. Infatti la regola d’oro di bilancio è ampiamente rispettata e lo sarebbe già considerando il grado 1 di copertura dell’attivo fisso. Il grado di copertura dell’attivo fisso misura quanto gli investimenti siano coperti dal solo capitale proprio o dalla somma del capitale proprio con il capitale di terzi a lungo termine.

STUDENTSUPSI

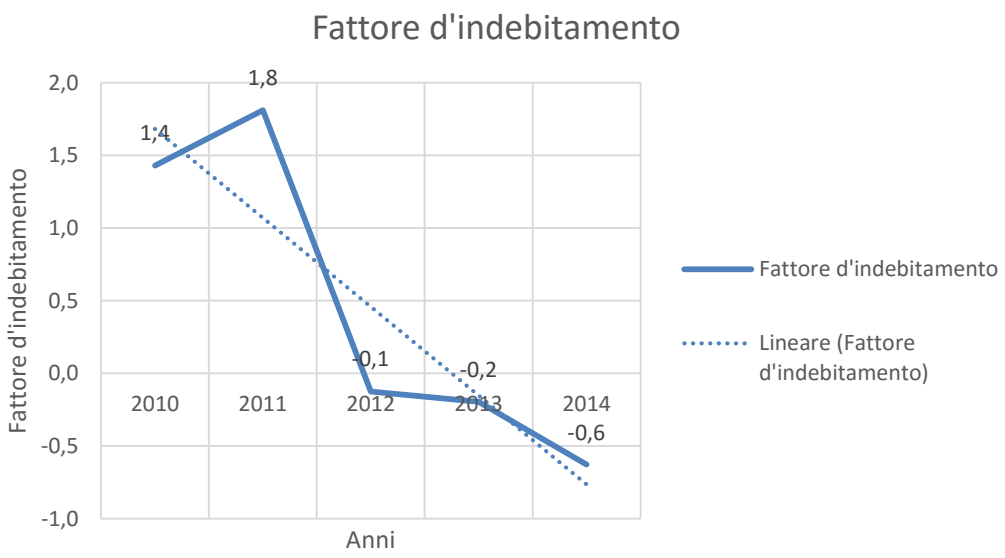
Tabella 5: Evoluzione del gradi di copertura dell'attivo fisso

Rispetto della regola d'oro	2010	2011	2012	2013	2014
Grado di copertura 1	104%	115%	134%	133%	142%
Grado di copertura 2	123%	126%	145%	143%	155%

Fonte: Elaborazione dell'autore sulla basa dei conti di Interroll Holding AG

L'indicatore principale per la solidità è il fattore d'indebitamento che è dato dall'indebitamento netto in rapporto al *cash flow* operativo, indicando così il numero di anni necessari per pagare i propri debiti con la liquidità che l'azienda crea. Dal grafico successivo emerge chiaramente come la solidità di Interroll Holding AG sia aumentata nettamente negli ultimi anni portando il fattore d'indebitamento sotto lo zero, ciò significa che la società impiega meno di un anno per ripagare tutti i suoi debiti.

Figura 16: Evoluzione del fattore d'indebitamento



Fonte: Elaborazione dell'autore sulla basa dei conti di Interroll Holding AG

4.5 Analisi SWOT

L'analisi SWOT è forse la più importante fra quelle considerate in questa valutazione aziendale, dato che comprende sia aspetti esterni, sia aspetti interni alla società. Le informazione per lo studio dei punti di forza, debolezza, opportunità e minacce sono state raccolte sia dalle analisi eseguite precedentemente, sia tramite interviste.

***Strenghts* (punti di forza):** i principali punti di forza della società sono la sua ottima liquidità e la solidità del bilancio (vedi capitolo 5.3 Analisi contabile). Interroll Holding AG è l'unica azienda con un'offerta mondiale di prodotti chiave per la movimentazione della merce. I

STUDENTSUPSI

continui investimenti nella ricerca e nello sviluppo nei processi di produzione e nei prodotti hanno permesso all'azienda di presentare una tecnologia molto più avanzata rispetto ai suoi concorrenti diretti, il che a sua volta si traduce in una posizione di *leader* sul mercato. L'elevata qualità dei prodotti e l'ottimo servizio hanno consentito all'impresa di vantare un portafoglio clienti molto ampio e differenziato il che garantisce una certa sicurezza e flessibilità. Infine, un ulteriore aspetto forte è dato dal *cash flow* operativo molto elevato e dalla politica aziendale inerente il finanziamento di investimenti mantenendo sempre valida la regola d'oro, ossia che gli investimenti in attivo fisso devono sempre essere finanziati con capitale a lungo termine.

***Weaknesses* (punti di debolezza):** tra i punti di debolezza vi è l'aspetto geografico caratterizzato dal fatto che oltre il 60% del fatturato è generato in Europa. Questo aspetto è dovuto principalmente da due fattori. Il primo è che l'azienda essendo nata in Germania e avendo la sede principale in Svizzera ha sempre avuto maggiore contatto con i Paesi confinanti. Il secondo fattore consiste nell'evoluzione economica americana e soprattutto asiatica che hanno avuto avvio solo dopo quella europea. Un altro aspetto negativo risiede nei ricavi generati dai servizi dopo vendita che rappresentano unicamente il 10% dei ricavi totali. Considerando che normalmente questi servizi generino un margine maggiore, è auspicabile che in futuro la ponderazione dei ricavi sia più omogenea.

***Opportunities* (opportunità):** l'opportunità più grande che si presenta è data dalla caratteristica che il settore dell'intralogistica si trova unicamente nella sua fase iniziale e deve ancora iniziare la vera fioritura. A questo si aggiunte una continua crescita del cosiddetto *e-commerce* che porta con sé un aumento notevole della richiesta di sistemi di automazione e movimentazione. Da non dimenticare la ripresa economica dell'Europa e il continuo sviluppo degli Stati Uniti e dell'Asia, entrambi Paesi in cui Interroll Holding AG è presente e continua ad investire molto.

***Threats* (minacce):** le minacce sono date da fattori esterni poco prevedibili e con impatto incerto. Per l'azienda valutata si prevedono minacce date da una mancanza di personale qualificato, come per esempio ingegneri, e da una crisi economica generale. Il rallentamento della crescita generale cinese per ora non è ancora da considerare una minaccia, siccome il settore dell'intralogista registra ancora tassi di crescita molto elevati in quel Paese.

STUDENTSUPSI

4.6 Prospettive

Interroll Holding AG ha investito molto nella sua impronta strategica. Solo negli Stati Uniti, il gruppo ha investito recentemente USD 40 milioni per rinnovare e consolidare la propria produzione. Dopo l'acquisizione della ditta Portec negli Stati Uniti, Interroll Holding AG ha acquisito anche la ditta Pert Ingegneria in Cina, il partner di *joint-venture* di Portec. Con queste acquisizioni, la società ha acquistato nuovi prodotti che ora sono in fase di adeguamento agli standard del gruppo svizzero. Dopo l'ottima crescita passata, anche i prossimi anni la società si aspetta ottimi *trend* di crescita nei suoi mercati americani. Anche la *Material Handling Industry* per gli Stati Uniti (MHI)[4] prevede una forte crescita a una cifra percentuale solo negli Stati Uniti e questo include anche mercati finali meno dinamici.

Attualmente il settore *e-commerce* è quello più attrattivo in quanto molto dinamico e comprende due dei mercati finali come la distribuzione e l'immagazzinaggio. I corrieri e la posta devono o costruire nuove strutture per ampliare la loro capacità o rinnovare la loro struttura attuale (esempio Brasile Post) in modo da essere in grado di gestire l'aumentare futuro del volume dei pacchi. D'altra parte, anche molte aziende come società di commercio elettronico devono ammodernare e aggiornare i loro impianti di distribuzione o costruire nuova capacità. Il concetto di nuova capacità è un argomento particolarmente enorme in Asia e negli Stati Uniti, mentre in Europa si parla più di modernizzazione soprattutto nelle regioni in cui questo processo è stato rinviato durante la crisi finanziaria, come per esempio in Italia o in Spagna.

Gli aeroporti sono un altro argomento in grado di supportare la crescita del gruppo Interroll Holding AG in futuro. Con l'acquisizione di Portec (leader nella trasportatori aeroportuali negli Stati Uniti), l'azienda è in grado di sfruttare i prodotti della società acquisita attraverso la propria rete di produzione e distribuzione a livello mondiale anche in regioni come l'Europa e l'Asia. Secondo una ricerca vi sono attualmente circa 2500 progetti nel settore aeroportuale, con un volume di circa USD 400 miliardi. La sola Cina costruirà decine di nuovi aeroporti fino al 2020. Interroll Holding AG, essendo impostata molto bene, potrà sicuramente trarre forte beneficio da queste tendenze. (Roese, Kauschke, Burns, Schneider, & Smith)

Forte sviluppo è previsto anche dall'automazione generale. La società valutata ha un prodotto creato appositamente per la movimentazione di cibo e bevande in grado di aumentare l'efficienza in questi settori. I prodotti possono essere utilizzati in ambienti puliti e sono caratterizzati da una bassa manutenzione, il che significa che possono anche essere puliti molto facilmente. Inoltre Interroll Holding AG è una delle poche aziende a possedere certificati d'igiene.

[4] MHI è l'associazione di movimentazione dei materiali, logistica e *supply chain* più grande della nazione. MHI offre formazione, networking e soluzioni per i loro soci, i loro clienti e l'industria nel suo complesso attraverso la programmazione e degli eventi. (Material Handling Institute, s.d.)

STUDENTSUPSI

Un’altra area di crescita è *l'outsourcing*. Interroll Holding AG è il più grande produttore mondiale di rulli. Molti dei suoi clienti sono OEM più piccoli ma ci sono anche clienti più grandi. Nel settore si nota una certa tendenza degli OEM più grandi di fermare la produzione degli stessi rulli e di praticare *l’outsourcing*. In questo caso l’impresa valutata è un partner privilegiato in quanto ha la capacità di prendere in consegna la produzione da parte dei clienti più grandi e di consegnare i prodotti in tempi brevi e a condizioni favorevoli.
Sebbene il servizio dopo vendita non sia ancora rilevante per Interroll Holding AG, vi è un potenziale proveniente da quel lato. Attualmente il servizio corrisponde al 10% delle vendite, ma potrebbe salire a circa il 15% nel prossimo futuro grazie ad un aumento delle vendite di nastri trasportatori e selezionatrici. La società ha anche iniziato un proprio centro di assistenza per la riparazione di rulli in Spagna, dal quale il gruppo potrà trarne beneficio offrendo contratti di servizio ove possibile. Questo aspetto è molto positivo in quanto normalmente i ricavi da servizi hanno un margine maggiore.
La società ha anche sviluppato nuovi prodotti che saranno un fattore chiave per la crescita in futuro. Un esempio è il motore 24Volt entrato nel mercato pochi anni fa. È molto efficiente e riduce sia i costi energetici, sia il livello di rumore rispetto alle unità 400Volt comunemente utilizzati. Gli ordini per questo tipo di prodotto, cresciuti in tutte le regioni, dimostrano il bisogno del mercato per questo bene.
Il secondo nuovo prodotto che sosterrà la crescita rientra nella gamma di Portec. Prima dell'acquisizione Portec era concentrata sul mercato degli Stati Uniti e ora Interroll Holding AG esporta i prodotti in tutto il mondo. La società americana vuole ulteriormente aprire il mercato aeroportuale, anche se i prodotti vengono già utilizzati da aziende postali come SF Express.
Il più grande input a lungo termine però si prevede dalla piattaforma modulare per trasportatori. Questo prodotto è stata la novità più grande nella storia di Interroll Holding AG ed è stato lanciato in Europa già alla fine del 2014 e ha superato ogni aspettativa. Il lancio progressivo in Asia e negli Stati Uniti è prevista per il 2015, ma i primi impatti positivi sono attesi nel 2016. Il prodotto è standardizzato ma venduto come moduli che lo rende molto versatile per i clienti quando il mercato cambia rapidamente e ha bisogno di adeguamenti in centri di distribuzione. Rispetto ai concorrenti il prodotto permette tempi di consegna molto brevi (oggi circa 4 settimane, obiettivo 2 settimane contro le 10 settimane dei concorrenti). Per la società svizzera, grazie alla piattaforma modulare per trasportatori, dovrebbe quindi esserci una crescita con margini interessanti.

STUDENTSUPSI

5 Applicazione dei metodi di valutazione

Dopo aver elaborato una base informativa contenente l'analisi dei dati contabili e finanziari dell'azienda Interroll Holding AG, con le relative sensazioni e stime riguardo il futuro prossimo e del settore dell'intralogistica, si può procedere con l'applicazione delle formule per ottenere l'effettivo valore aziendale. Questo calcolo sarà proposto attraverso l'applicazione di diversi metodi, illustrati in dettaglio nei capitoli precedenti. Bisogna premettere che queste valutazioni saranno effettuate applicando diverse semplificazioni rispetto agli elementi teorici visti nel capitolo 4, ciò è necessario dal momento in cui non si possiedono i mezzi per ottenere determinate informazioni utili a rendere le varie valutazioni più precise.

Per riuscire ad applicare tutti metodi di valutazione si necessitano informazioni sui *budget* futuri. In base ai dati raccolti tramite l'analisi del settore e l'analisi dell'azienda con i relativi dati contabili e finanziari si è deciso di adottare stime eseguite da esperti del mestiere in quanto considerate più accurate. Di seguito vengono quindi riportati i principali punti del *business plan* di Interroll Holding AG dal 2015 al 2019, il quale è stato elaborato dal Senior Analyst della MainFirst Bank di Zurigo. A differenza della valutazione aziendale effettuata dall'esperto si è deciso di effettuare la valutazione su 5 anni piuttosto che 10 per due principali motivi: il primo perché i dati previsionali che vanno oltre 4-5 anni sono poco attendibili, e il secondo perché si stima che Interroll Holding AG abbia un ciclo di circa 5 anni. È comunque necessario precisare che trattandosi di una valutazione effettuata dall'esterno dell'azienda, i dati disponibili sono talvolta generali e non permettono sempre di poter effettuare delle stime precise. Per ovviare a questa problematica sono state prese in considerazione una serie di ipotesi, considerate attendibili in base alle molteplici informazioni ottenute dalle analisi svolte precedentemente.

Nei prossimi paragrafi si cerca di collegare le proiezioni dell'analista con le informazioni e le analisi presentate in precedenza.

Tabella 6: Conto economico previsionale in Mio di CHF

CONTO ECONOMICO	**2014**	**2015**	**2016**	**2017**	**2018**	**2019**
Cifra d'affari	**335**	**362**	**388**	**413**	**431**	**448**
EBITDA	**44**	**54**	**59**	**65**	**70**	**74**
Ammortamenti	-19	-20	-19	-18	-18	-17
EBIT	**25**	**34**	**40**	**47**	**52**	**57**
EBT	**25**	**35**	**40**	**47**	**53**	**57**
Imposte	-6	-7	-8	-10	-12	-13
UN	**19**	**27**	**32**	**37**	**41**	**45**

Fonte: Elaborazione dell'autore sulla base dei conti previsionali stabiliti dalla MainFirst Bank

STUDENTSUPSI

Nella proiezione del conto economico consolidato i ricavi aumentano in media del 6% che è circa in linea con i dati storici. È interessante notare come questi valori si discostino mediamente verso l'alto solo del 4% da valori teorici stabiliti tracciando una tendenza dal passato (Allegato 3). L'analista prevede che le vendite tra il 2014 e il 2019 crescano in questa misura, basandosi soprattutto sullo sviluppo del mercato e sul posizionamento della società considerando che nei prossimi anni la stessa riesca a mantenere e a sviluppare ulteriormente una posizione di vantaggio competitivo nei confronti dei suoi concorrenti. Nonché considera la previsione di una ripresa della congiuntura economica e l'aumento delle vendite nel mercato americano e asiatico. Il salto più grande dell'utile netto è previsto nell'anno corrente dal 2014 al 2015 con un utile finale previsto di CHF 27 milioni. Il motivo dell'incremento di CHF 8 milioni risiede principalmente nel fatto che durante l'anno 2014 vi siano stati costi straordinari dovuti soprattutto ad acquisizioni.
Come riferito dall'analista, non si ci aspetta grandi cambiamenti a livello di struttura finanziaria e si prevede che l'azienda continui a mantenere il *focus* sulla solidità e la crescita controllata, senza quindi incorrere in debiti finanziari. Tutti dati sono da considerarsi coerenti con le analisi eseguite in precedenza.

Tabella 7: Bilancio previsionale in Mio. di CHF

BILANCIO	**2014**	**2015**	**2016**	**2017**	**2018**	**2019**
Attivo fisso	**141**	**153**	**149**	**145**	**141**	**139**
Goodwill	18	18	18	18	18	18
Attivo circolante	**138**	**144**	**173**	**205**	**238**	**273**
Scorte	42	45	47	49	48	50
Crediti PFP	70	70	71	75	79	82
ML	24	29	56	80	111	141
Capitale proprio	**200**	**217**	**238**	**261**	**288**	**317**
Capitale di terzi oneroso	0	0	0	0	0	0
Capitale di terzi	**78**	**79**	**84**	**88**	**91**	**94**
Debiti PFP	52	31	36	40	43	46
Totale bilancio	**278**	**297**	**322**	**350**	**380**	**412**
SCNop	60	84	82	84	83	85

Fonte: Elaborazione dell'autore sulla base dei conti previsionali stabiliti dalla MainFirst Bank

L'elemento più significativo che si può osservare dai dati previsionali del bilancio sono i mezzi liquidi che a fine 2014 erano di CHF 24 milioni e nel 2019 sono previsti CHF 141 milioni. Questo forte incremento è stimato in particolar modo facendo riferimento ad un aumento notevole del *cash flow*. L'azienda infatti non deve né rimborsare prestiti né pagare

STUDENTSUPSI

interessi e se gli investimenti rimarranno costanti, tutta la liquidità resterà a disposizione aumentando di conseguenza il capitale proprio.

Tabella 8: *Cash flow* previsionale in Mio. di CHF

CASH FLOW	**2014**	**2015**	**2016**	**2017**	**2018**	**2019**
EBITDA	**44**	**54**	**59**	**65**	**70**	**74**
Interessi e imposte	-6	-7	-8	-10	-11	-12
Variazione SCNop	-8	0	2	-3	1	-2
Altre voci operative	-2	-2	-2	-2	-2	-2
CF operativo	**28**	**44**	**51**	**51**	**58**	**57**
Investimenti	-15	-32	-15	-15	-15	-15
FCF unlevered	**12**	**13**	**36**	**36**	**43**	**43**
Attività finanziarie	0	0	0	0	0	0
Dividendi	-7	-8	-10	-11	-12	-13
Misure relative al capitale	-1	0	0	0	0	0
Vaziazione netta di cassa	**4**	**4**	**27**	**25**	**31**	**29**

Fonte: Elaborazione dell'autore sulla base dei conti previsionali stabiliti dalla MainFirst Bank

Dai *cash flow* previsionali emerge come la sostanza circolante netta operativa non registri particolari variazioni, mentre l'aumento delle imposte è proporzionale all'aumento del reddito. Gli investimenti, con eccezione del 2015, sono costanti ed equivalgono a CHF 15 milioni annui, interamente impiegati per la ricerca e lo sviluppo. È previsto che la politica dei dividendi rimanga invariata, infatti già in passato Interroll Holding AG ha sempre remunerato i proprio azionisti.

5.1 Il metodo patrimoniale

Il metodo patrimoniale applicato è quello semplice. La scelta del metodo risiede nella mancanza d'informazioni disponibili riguardo agli attivi immateriali non capitalizzati. Tale metodo esprime il valore aziendale come il patrimonio netto rettificato, ossia:

$$Valore\ aziendale = K = 200'330'000\ CHF$$

$$Valore\ dell'azione = \frac{200'330'000\ CHF}{854'000\ azioni} = 235\ CHF$$

STUDENTSUPSI

Interroll Holding AG, effettuando la rendicontazione contabile seguendo i principi contabili IFRS presenta un bilancio consolidato già stabilito secondo un approccio di *true and fair value*. Tutte le voci infatti presentano un valore che rispecchia il valore corrente dei beni e non quello di costo. In questo modo il patrimonio netto aziendale rettificato è il medesimo presente nel bilancio della società, pari a CHF 200'330'000. Tale cifra è uniformemente suddivisa tra attivi fissi e attivi circolanti. Fra quelli fissi, un ruolo importante è svolto dagli attivi immateriali capitalizzati dall'azienda per un totale di circa CHF 50 milioni, composti da *goodwill*, *software*, patenti e brevetti, e relazioni con i clienti. Essi, avendo soddisfatto tutti i criteri sono già presenti nel bilancio e di conseguenza nel patrimonio netto citato in precedenza. Sono ammortizzati secondo la loro vita utile e il loro valore è corretto attraverso degli *impairments* ogni qualvolta che gli indicatori mostrino una mancata correlazione tra il valore esposto a bilancio e il valore corrente. L'azienda infine non presenta attivi estranei all'attività corrente da non considerare nell'applicazione di questo metodo.

5.2 Il metodo reddituale

Per applicare il metodo reddituale si è scelto di esprime la redditività futura dell'azienda in base al reddito medio atteso che esprime la misura dei redditi futuri con un risultato di media, ossia la media dei redditi di più esercizi. Nel calcolo della media vengono solitamente compresi redditi dell'ultimo esercizio trascorso, di quello in corso e dei due o tre anni successivi. Disponendo già di dati previsionali non è necessario adottare tecniche particolari per la determinazione della previsione del reddito, quale per esempio il metodo di proiezione dei risultati storici. Si è deciso di calcolare il reddito medio prospettico considerando complessivamente quattro anni, tre dei quali prospettici. Questa scelta è basata dall'aumento dell'incertezza nei dati previsionali andando oltre le tre annualità future.

Tabella 9: Calcolo del reddito medio prospettico

Anno	**2014**	**2015**	**2016**	**2017**	**Media**
Utile netto	19 000 000	27 000 000	32 000 000	37 000 000	**28 750 000**

Fonte: Elaborazione dell'autore sulla base del conto economico previsionale

Per quanto riguarda il denominatore della formula del metodo reddituale, occorre calcolare il tasso d'attualizzazione opportuno. In questo caso, siccome a numeratore si trova il risultato netto, è necessario che a denominatore ci sia un tasso coerente, ovvero il costo del capitale proprio. Il tasso di attualizzazione è individuato con l'applicazione del modello CAPM (*Capital Asset Pricing Model*).

STUDENTSUPSI

$$K_e = r_f + \beta * P = r_f + \beta * P = 1.75\% + 0.9 * 6.0\% = 7.15\%$$

Per l'applicazione del CAPM, si è scelto di utilizzare tassi di rendimento standard, mentre il fattore Beta è basato su una stima. In particolare il Beta di Interroll Holding AG è di 0.68, ma per motivi prudenziali si è volutamente deciso di applicare un fattore leggermente più alto, ossia di 0.9. In questa maniera, aumentando il rischio sistemico, si aumenta il costo del capitale proprio e di conseguenza si abbassa il valore dell'azienda. Ciononostante questo valore è comunque ancora più basso del fattore Beta utilizzato dall'analista che ha valutato la società, infatti è stato più prudenziale e ha considerato nella sua valutazione un Beta di 1.1. Per quanto concerne le altre due variabili, la rendita d'investimento esente rischio e la maggiorazione per il rischio azionario si è deciso di fare riferimento ai valori standard utilizzati dall'analista finanziario.
A questo punto bisogna utilizzare i due risultati ottenuti nella formula del metodo reddituale inserendo il risultato netto medio prospettico a numeratore e il tasso di attualizzazione a denominatore. La formula che sarà utilizzata in questo caso è quella che ipotizza una durata di vita dell'azienda indefinita.

$$Valore\ aziendale = \frac{R}{i} = \frac{28'750'000\ CHF}{7.15\%} = 402'097'902\ CHF$$

$$Valore\ dell'azione = \frac{402'097'902\ CHF}{854'000\ azioni} = 471\ CHF$$

5.3 Il metodo misto

Dopo aver calcolato il valore aziendale della Interroll Holding AG con il metodo patrimoniale e con quello reddituale, è possibile calcolare il metodo misto. Per rendere più veritiero il valore calcolato con il metodo misto, è necessario stabilire una ponderazione adatta tra il peso patrimoniale e reddituale. L'impresa, pur essendo operativa nel settore intralogistico e quindi avendo un'importante patrimonializzazione, presenta un'elevata redditività, con un ROE intorno al 10%. Per questo motivo, la ponderazione sarà effettuata attribuendo il doppio del peso alla componente reddituale.

$$Valore\ aziendale = \frac{(2 * valore\ di\ reddito) + (1 * valore\ di\ sostanza)}{3} =$$
$$= \frac{2 * 402'097'902 \quad + 200'330'000}{3} = 334'841'935\ CHF$$

STUDENTSUPSI

$$Valore\ dell'azione = \frac{334'841'935\ CHF}{854'000\ azioni} = 392\ CHF$$

5.4 Il *Discounted Cash Flow*

Il metodo *discounted cash flow* è applicato utilizzando una configurazione *unlevered*, la cui pianificazione dei prossimi cinque anni si trova ad inizio capitolo. Per calcolare il valore di Interroll Holding AG con questo metodo, occorre calcolare il tasso di attualizzazione di riferimento che, utilizzando la configurazione *unlevered,* corrisponde al costo medio ponderato del capitale totale (WACC). Il costo del capitale proprio, pari a 7.15%, è già stato calcolato e illustrato insieme all'applicazione del metodo reddituale, mentre per il calcolo del costo del capitale di terzi si è fatto riferimento al tasso d'interesse standard di 4.3% utilizzato dall'Senior Analyst della MainFirst Bank. Questo tasso è successivamente stato defiscalizzato applicando un'aliquota fiscale ipotetica del 20%. Siccome la società non presenta debiti onerosi, il rapporto capitale di terzi oneroso e capitale proprio sul capitale totale è rispettivamente di 0 e 1. La formula e le variabili utilizzate per il calcolo del WACC e il suo risultato sono espressi nel calcolo seguente:

$$WACC = K_d(1-t)\frac{D}{D+E} + K_e\frac{E}{D+E} = 4.3\% * (1-20\%) * 0 + 7.15\% * 1 = 7.15\%$$

Per procedere alla valutazione, bisogna poi applicare il tasso di attualizzazione ottenuto ai *free cash flow unlevered* stimati dal 2015 al 2019. Nella tabella successiva è presente anche l'anno 2014 solo come punto di partenza per il calcolo della valutazione dell'azienda. In seguito occorre calcolare il *terminal value*. Per eseguire questa operazione si utilizza la cosiddetta *perpetuity formula* proiettando i dati del 2019 e applicando al *free cash flow unlevered* di quell'anno il tasso di crescita desiderato così come definito dalla formula. Il tasso di crescita indica l'aumento annuale stimato del *free cash flow* di Interroll Holding. In questo caso si è deciso di utilizzare un tasso di crescita relativamente moderato in vista dello sviluppo del mercato e del ciclo aziendale. L'azienda in passato ha registrato una forte crescita e si stima che questa continuerà almeno per i prossimi 5 anni crescendo ed espandendosi maggiormente. Dopo di che ci si aspetta una stabilizzazione con una crescita controllata del 1.5% (diverso dal 2% dell'analista finanziario). Questa percentuale è coerente considerando i tassi di crescita delle variabili analizzate precedentemente durante l'analisi dell'ambiente.

$$TV = \frac{FCFF_n(1+g)}{WACC-g} = \frac{43 * (1+1.5\%)}{7.15\% - 1.5\%} = 772$$

STUDENTSUPSI

A questo punto, sommando il totale dei *cash flow* attualizzati e il valore residuo si ottiene il valore lordo dell'azienda a cui bisogna aggiungere la liquidità in eccesso, gli attivi estranei all'attività corrente e sottrarre i debiti onerosi. Per questi dati aggiuntivi si considera il loro valore al momento della valutazione e in questo caso quelli presenti sul bilancio a di fine 2014. La liquidità in eccesso è stata calcolata moltiplicando un *current ratio* stimato di 200% agli attivi circolanti. Il risultato così ottenuto è stato in seguito confrontato con l'effettivo ammontare di liquidità presente in azienda. Non avendo informazioni riguardo il *current ratio* obiettivo di Interroll Holding AG è stato necessario fare delle ipotesi e si è deciso di utilizzare un valore considerato "normale". L'impresa non dispone di attivi estranei all'attività corrente e non ha debiti onerosi.

Tabella 10: Valutazione aziendale secondo il metodo DCF

Metodo DCF	**2014**	**2015**	**2016**	**2017**	**2018**	**2019**	**TV**
EBIT		**34**	**40**	**47**	**52**	**57**	
Ammortamenti		20	19	18	18	17	
Imposte		-7	-8	-10	-11	-12	
Altre voci operative		-2	-2	-2	-2	-2	
1° Flusso		**45**	**49**	**53**	**57**	**60**	
SCNop		0	2	-3	1	-2	
2° Flusso		**45**	**51**	**50**	**58**	**58**	
In/disinvestimenti		-32	-15	-15	-15	-15	
FCF Unlevered		**13**	**36**	**35**	**43**	**43**	**44**
Capitalizzazione TV							772
FCF attualizzati	**645**	**12**	**31**	**28**	**33**	**30**	**510**

Liquidità in eccesso	16
Attivi estranei	0
Debiti finanziari	0
Valore aziendale in Mio. CHF	**661**
Numero di azioni	854 000
Valore azionario in CHF	**775**

Fonte: Elaborazione dell'autore sulla base dei conti previsionali

STUDENTSUPSI

Tabella 11: Parametri utilizzati per il DCF

Variabile	
Fattore di crescita - g	1,50%
Tasso d'interesse zero richio - Rf	1,75%
Premio per il rischio - P	6,00%
Beta	0,9
Aliquota fiscale - T	20%
Costo del capitale di terzi - Kd	4,30%
Costo del capitale proprio - Ke	7,15%
Capitale proprio in Mio di CHF - E	200
Capitale di terzi oneroso in Mio di CHF - D	0

Fonte: Elaborazione dell'autore

Come emerge dalla valutazione di Interroll Holding AG, quasi l'80% del valore aziendale è influenzato dal *terminal value*, che a sua volta è condizionato dal WACC. Il WACC, infatti, è uno degli elementi più importanti e delicati del metodo finanziario, poiché è usato come tasso di capitalizzazione del *terminal value* e come fattore di attualizzazione. Al variare di questo tasso, la valutazione aziendale potrebbe subire forti cambiamenti, e per questo motivo è consigliabile verificarne la validità effettuando un'analisi della sensibilità. Per quanto concerne invece i parametri Rf, P e Beta utilizzati per l'applicazione del metodo DCF si tratta degli stessi applicati anche per il metodo reddituale.

Tabella 12: Analisi di sensibilità del prezzo dell'azione

Beta	*WACC*	*Fattore di crescita*				
		0%	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%
0,6	5,35%	874	1041	1157	1307	1510
0,7	5,95%	781	909	995	1102	1240
0,8	6,55%	705	806	871	951	1051
0,9	7,15%	642	723	775	836	910
1	7,75%	589	655	696	745	802
1,1	8,35%	544	599	632	671	716
1,2	8,95%	505	551	579	610	647

Fonte: Elaborazione dell'autore

Nel caso in esame, non essendoci debiti onerosi, il WACC è influenzato soprattutto dalla variabile Beta e di conseguenza dal costo del capitale proprio. Con un Beta di 0.9,

STUDENTSUPSI

rispettivamente con un tasso di attualizzazione di 7.15% e un fattore di crescita del 1.5% si ottiene un valore azionario di CHF 775.

5.5 Il metodo EVA

Il metodo EVA, come visto nel capitolo teorico, va a verificare se l'azienda ha ottenuto o meno un rendimento del capitale investito superiore al costo dello stesso. Per poter affermare quanto detto, bisogna verificare se il reddito operativo normalizzato al netto delle imposte (NOPAT) sia maggiore o inferiore al capitale investito moltiplicato per il costo di quest'ultimo. Nel caso in esame il costo del capitale è stato calcolato utilizzando il medesimo WACC impiegato anche nella valutazione dell'azienda con il metodo DCF. Anche per quanto concerne il parametro di crescita applicato al *terminal value* si è fatto riferimento a quello utilizzato precedentemente. A fine periodo del 2014 Interroll Holding AG aveva un *net operating asset* di circa CHF 200 milioni, al quale è stato aggiunto il *maket value added* stabilito dalla stima dei rendimenti futuri.

Tabella 13: Valutazione aziendale con il metodo EVA

Metodo EVA	**2014**	**2015**	**2016**	**2017**	**2018**	**2019**	**TV**
NOA iniziale	**200**	**218**	**238**	**262**	**289**	**318**	
WACC su anno precedente		14	16	17	19	21	
Calcolo dell'EVA							
Utile netto		**27**	**32**	**37**	**41**	**45**	
Interessi		0	0	0	0	0	
NOPAT		**27**	**32**	**37**	**41**	**45**	
Interessi su NOA		-14	-16	-17	-19	-21	
EVA		**13**	**16**	**20**	**22**	**24**	**25**
Capitalizzazione TV							**437**
Valore attualizzato		**12**	**14**	**16**	**17**	**17**	**289**

NOA iniziale	**200**
Market Value Added	365
Valore aziendale lordo	**565**
Debiti finanziari	0
Valore aziendale netto in Mio. CHF	**565**
Numero di azioni	854 000
Valore azionario	**662**

Fonte: Elaborazione dell'autore sulla base dei conti previsionali

STUDENTSUPSI

5.6 Confronto dei risultati

Questo capitolo è focalizzato sull'analisi dei risultati ottenuti calcolando il valore aziendale di Interroll Holding AG tramite metodologie differenti fra loro. Approfondendo le differenze tra i risultati dei diversi metodi di valutazione e confrontando il valore dell'azienda con la capitalizzazione azionaria emergono aspetti interessanti.

Tabella 14: Confronto tra valutazioni aziendali e valore di mercato

Metodo	Valore aziendale	Valore del titolo	Capitalizzazione azionaria al 31.12.2014
Patrimoniale	200 330 000	235	465'000'000 oppure 545 CHF per azione
Reddituale	402 097 902	471	
Misto	334 841 935	392	
DCF	661 850 000	775	
EVA	565 348 000	662	

Fonte: Elaborazione dell'autore

Il valore di mercato considera le aspettative che gli investitori hanno rispetto all'azienda. Il titolo dell'azienda, quotato nella borsa svizzera, è un titolo che negli ultimi anni ha registrato una forte crescita nonostante sia stato coinvolto da tre grandi accadimenti negativi dovuti alla congiuntura economica internazionale. Prima del 2008 il titolo veniva scambiato a quasi CHF 600 per azione, con la crisi ha registrato il suo punto più basso a CHF 169.50. In seguito è iniziata una ripresa che, ad eccezione degli anni 2011 e 2014, è stata relativamente costante.

Figura 17: Evoluzione del titolo di Interroll Holding AG

Fonte: (VZ Finanzportal, s.d.)

STUDENTSUPSI

Dall'aumento del prezzo delle azioni negli ultimi anni si può dedurre come le aspettative rispetto all'azienda stiano aumentando.
Per quanto riguarda il metodo patrimoniale, l'unico ostacolo riscontrato è stata l'assenza di informazioni relativamente agli attivi immateriali non capitalizzati per poter applicare il metodo complesso. Il metodo presenta un valore nettamente inferiore a tutte le altre metodologie applicate. Questo risultato non è sorprendente poiché il metodo non considera la capacità dell'azienda di generare reddito, che nel caso di Interroll Holding AG è assai elevato. Questo metodo infatti, non è adatto per la valutazione di aziende che registrano crescite come l'azienda in questione.
Il metodo reddituale ha presentato limiti inerenti al reddito medio prospettico che è stato calcolato secondo un approccio di media attesa utilizzando *budget* redatti da un'analista finanziario. Questo metodo presenta un valore quasi doppio risetto al metodo precedente pari CHF 471 per azione.
Il metodo misto presenta il più basso grado di incertezza rispetto agli altri metodi applicati in quanto combina i vantaggi del metodo patrimoniale con quelli del metodo reddituale. Si è applicata una ponderazione di 2/3 per il valore reddituale e 1/3 per quello patrimoniale. Questa ponderazione rende più soggettiva la valutazione dato che non è possibile conoscere quella reale.
Il metodo EVA, che appartiene ai metodi più innovativi, dovrebbe teoricamente portare allo stesso risultato del DCF ma probabilmente a causa di stime errate questo non è così, infatti vi è uno scostamento di quasi CHF 100 per azione.
Facendo riferimento alla teoria trattata e guardando i vantaggi e gli svantaggi di ogni metodo di valutazione (Allegato 4), si presuppone che il metodo più completo e dettagliato per effettuare la valutazione di Interroll Holding AG sia quello finanziario dei flussi di cassa attualizzati. Tuttavia, a causa dei limiti riscontrati e le ipotesi effettuate durante la sua applicazione, si ritiene opportuno specificare che il risultato ottenuto con tale metodo è da considerarsi unicamente una stima. Purtroppo operando dall'esterno dell'azienda, molti dati non sono accessibili e di conseguenza non si è a conoscenza del valore deli investimenti futuri, del dettaglio degli ammortamenti e di altri importanti dati necessari per la determinazione dei *cash flow* futuri. Il valore effettivo di Interroll Holding AG in data 31.12.2013 risulta dunque, secondo il metodo finanziario, di CHF 661 Mio. che corrisponde ad un valore per azione di CHF 775.
Al 31.12.2014 vi erano 854.000 azioni in circolazione che venivano scambiate al loro prezzo di CHF 545 ciascuna, portando ad una capitalizzazione azionaria di circa CHF 465 Mio. Confrontando questo valore con il valore ottenuto dalla valutazione aziendale con il metodo DCF si nota un netto discostamento, il che significherebbe che il titolo di Interroll Holding AG sia sottovalutato. Oggi però, il 14 settembre del 2015 il titolo è scambiato ad un valore di CHF 723.50. Negli ultimi 9 mesi infatti vi è stato un andamento molto positivo dovuto in

STUDENTSUPSI

particolar modo all'ottimo primo semestre del 2015. Il fatturato rispetto al primo semestre dell'anno precedente è cresciuto del 9.1% e l'utile netto addirittura del 78.8% arrivando a CHF 12.8 Mio. rispetto a CHF 7.1 Mio. del 2014. Il titolo ha quasi raggiunto il valore aziendale di CHF 775 ma è tuttora sottovalutato.

STUDENTSUPSI

6. Conclusione

Lo scopo principale di questa ricerca era quello di eseguire una valutazione aziendale di Interroll Holding AG, confrontando se la capitalizzazione azionaria corrisponde al valore intrinseco della società. Questo obiettivo è stato raggiunto, e si è ora in grado di rispondere alla domanda di ricerca posta inizialmente dicendo che il valore di mercato è da considerarsi sottovalutato.

Dopo aver eseguito una profonda analisi della letteratura sui diversi approcci e principi di valutazione aziendale, si è proceduto con l'applicazione al caso reale. Il punto di partenza era costituito principalmente dal rapporto annuale 2014. Trattandosi di una società quotata in borsa, con molti dati riservati e di conseguenza non disponibili al pubblico, il primo passo è stato quello di intervistare il CEO di Interroll Holding AG cercando di ottenere informazioni utili. Interviste successive, avvenute con esperti del settore e analisti finanziari, hanno in seguito permesso di completare al meglio la raccolta dati necessari per procedere con le analisi sul settore e sull'azienda di riferimento. I risultati emersi hanno permesso di definire il settore dell'intralogistica come un campo molto ampio, infatti la movimentazione dei materiali e la logistica sono considerate la spina dorsale dell'economia mondiale. Tutti i beni presenti nelle nostre case, nelle imprese e nei centri commerciali sono arrivati grazie alla movimentazione dei materiali e alla logistica. Dalle materie prime ai prodotti finiti ogni elemento del commercio fisico è stato su un nastro trasportatore, su un elevatore o su un altro tipo di attrezzatura negli impianti di produzione e nei centri di distribuzione. Ogni bene prima di essere messo su un camion, un aereo, una nave o un vagone attraversa un sistema logistico per poi essere spedito alla sua prossima destinazione. Secondo il Dipartimento dei Trasporti, il sistema di trasporto merci degli Stati Uniti gestisce annualmente circa 18 miliardi di tonnellate di materiali e beni per un valore complessivo di $ 16 trilioni. In media corrisponde a più di 48 milioni di tonnellate di merci del valore di oltre $ 46 miliardi spostati ogni giorno dell'anno (Gue, Akcali, Erera, Ferrell, & Forger, 2014).

Queste cifre danno una buona idea di quanto sia veramente grande e importante il settore dell'intralogistica. Soprattutto grazie alla crescita demografica e al progresso tecnologico si stima che il settore abbia registrato un progresso medio annuo del 4%. Da questo andamento positivo anche Interroll Holding AG è riuscita a trarne beneficio. Perseguendo una strategia che punta alla crescita controllata mantenendo il *focus* sulla solidità, l'azienda negli ultimi 5 anni ha visto incrementare sia il fatturato, sia l'utile netto senza compromettere né la liquidità, né la solidità. Le vendite infatti sono salite di oltre CHF 100 Mio. passando da CHF 234 Mio. a CHF 335 Mio. nel 2014 e registrando così una redditività media del 10%. Nel contempo la liquidità ha superato i valori considerati "normali" presentando un *current ratio* del 227% nel 2014. Interroll Holding AG non avendo debiti onerosi e finanziando tutto l'attivo fisso principalmente con il capitale proprio gode di un'ottima solidità. Ciononostante si osserva come tale eccesso di liquidità e solidità comprometta in parte il conseguimento

STUDENTSUPSI

di una redditività ottimale per l'impresa, e potrebbe pertanto procedere alla distribuzione di utili senza intaccare la propria capacità di far fronte agli impegni verso terzi.
Per l'applicazione dei metodi di valutazione si è deciso di utilizzare budget redatti da un analista finanziario che da diversi anni valuta Interroll Holding AG con lo scopo di attenuare almeno in parte l'incertezza data dalla valutazione stessa. I risultati a cui si è pervenuti applicando i diversi approcci hanno permesso di identificare nel metodo finanziario quello più idoneo per effettuare il confronto fra il valore effettivo ed il prezzo del titolo. Siccome il valore intrinseco così ottenuto è di CHF 775 per azione, contro i CHF 545 dati dal mercato in data 31.12.2014, si può ora affermare che il prezzo del titolo è sottovalutato. Tuttavia durante il primo semestre 2015 l'azienda ha registrato una crescita molto forte che ha alzato le aspettative degli investitori. Il corso del titolo è salito e ha superato i CHF 720. Anche nel prossimo futuro ci si aspetta un andamento molto positivo della società in quanto posizionata come *leader* di mercato in un settore con un enorme potenziale.
Il limite più grande di questa tesi è che considerando la molteplicità di ipotesi e stime effettuate durante il processo di valutazione di Interroll Holding AG, il risultato a cui si è pervenuto non è da considerarsi preciso. Ciononostante si ritiene che il presente elaborato possa essere considerato una buona base di partenza per una valutazione aziendale più approfondita, effettuata utilizzando possibilmente dati "secondari" interni all'azienda, quali: *budget*, stime, cifre previsionali, nonché informazioni relative al suo *knowhow* e alle sue strategie.
Gli ultimi tre anni scolastici alla SUPSI hanno contribuito a sviluppare e ad approfondire le mie capacità personali traendone molti benefici. Avendo avuto la fortuna di seguire l'azienda qui valutata fin dalla mia nascita, sono finalmente in grado di comprendere almeno in parte l'andamento degli affari della stessa. Ho voluto cercare di mettere in pratica quanto imparato durante tutti i moduli seguiti durante la formazione di economia aziendale svolgendo una valutazione come se fossi del mestiere. Tutte le analisi eseguite sul microambriente, macroambiente e sui dati contabili della società si fondano infatti su un'approfondita ricerca sul campo, descrivendo l'andamento passato, stimando le variabili future e infine cercando di dare un proprio contributo.

STUDENTSUPSI

Bibliografia

Balducci, D. (2006). *La valutazione dell'azienda.* Edizioni FAG Srl.

Banderali, F. (s.d.). *La valutazione di azienda con il metodo reddituale.*

Bartolazzi, F. V. (2007). Analisi del macroambiente: minacce e opportunità.

Bellavita, S., Cera, S., Lagreca, M., Massari, M., Mele F., Rippa, D. & Visciano, N. (2005). *Guida alla valutazione*. Milano: Borsa Italiana

Berla, L. (2013). *Conto dei flussi di liquidità e analisi contabili.* Manno: SUPSI.

Brealey, A., Myers, S. & Marcus, A. (2009). *Fundamentals of corporate finance*. New York: McGraw Hill.

Cereghetti, C. (2014). *Valutazione aziendale*. Manno: SUPSI.

Damodaran, A. (2009). *The Dark Side of Valuation: Valuing Young, Distressed, and Complex Businesses*. New Jersey: FT Press

Damodaran, A. (2012). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset.* John Wiley & Sons.

Damodaran, A. (2014). *Valutazione delle aziende.* Santarcangelo di Romagna: Maggioli S.p.A.

Damodaran, A., & Roggi, O. (2011). *Finanza aziendale.* Milano: APOGEO.

Fernandez, P. (2007). *Company valuation methods. The most common errors in valuations*. Barcelona: IESE Business School.

Gue, K., Akcali, E., Erera, A., Ferrell, B., & Forger, G. (Gennaio 2014). Material Handling & Logistics. *U.S. Roadmap* Luoni, L. (2012). *Economia Aziendale.* Manno: SUPSI.

La Bella, A., & Battistoni, E. (2008). *Economia e organizzazione aziendale.* Apogeo Editore.

Luoni, L. (2013). *Corporate Finance.* Manno: SUPSI.

Roese, B., Kauschke, P., Burns, M., Schneider, U., & Smith, J. (s.d.). Global airlines and airports statement of capabilities. *Rising to your challenges*.

Ruske, K. D., Kauschke, P., Reuter, J., & Montgomery, E. (s.d.). Transportation & Logistics 2030. *Volume 5: Winning the talent race*.

STUDENTSUPSI

Fonti elettroniche:

Dipartimento federale dell'economia. (Febbraio 2009). *Resoconto tematico 1: Popolazione mondiale, benessere.* Tratto da Confederazione Svizzera.

Geohive. (s.d.). *Population pyramids: world*. Tratto da Geohive: http://www.geohive.com/earth/world_age.aspx

Interroll Holding AG. (s.d.). Tratto da Interroll.com: www.interroll.com

Intralogistica. (s.d.). Tratto da Wikipedia: https://it.wikipedia.org/wiki/Intralogistica

Material Handling Institute. (s.d.). *About MHI*. Tratto da Material Handling Institute: http://www.mhi.org/about/

Red Bull. (s.d.). *Homepage*. Tratto da Red Bull: http://energydrink-it.redbull.com/

Reuters. (s.d.). *Interroll Holding AG*. Tratto da Reuters: http://www.reuters.com/finance/stocks/financialHighlights?symbol=INRN.S

Sapere.it. (s.d.). *Indici di bilancio*. Tratto da Sapere.it: http://www.sapere.it/sapere/strumenti/studiafacile/economia-aziendale/L-azienda/Analisi-del-bilancio-ed-equilibri-aziendali/Indici-di-bilancio.html

Statista. (s.d.). *Entwicklung der Weltbevoelkerung*. Tratto da Statista: http://de.statista.com/statistik/daten/studie/1716/umfrage/entwicklung-der-weltbevoelkerung/

Valutazione Azienda in 24 ore. (s.d.). *Metodo patrimoniale complesso*. Tratto da Valutazione Azienda in 24 ore: http://www.valutazioneazienda.it/1/metodo_patrimoniale_complesso_6546470.html

Valut-azione.net. (s.d.). *Analisi PEST*. Tratto da valut-azione.net: http://www.valut-azione.net/saperi/strategia/analisi-pest/

Valut-azione.net. (s.d.). *Analisi SWOT*. Tratto da Valut-azione.net: http://www.valut-azione.net/saperi/strategia/analisi-swot/

VZ Finanzportal. (s.d.). *Kurse und Märkte*. Tratto da VZ Finanzportal: https://kurse.vermoegenszentrum.ch/vermoegenszentrum/details/details.jsp?listingId=637289,4,1

World Bank Group. (s.d.). Tratto da World Bank Group: http://de.statista.com/statistik/daten/studie/1716/umfrage/entwicklung-der-weltbevoelkerung/

STUDENTSUPSI

Glossario

Attività correnti: Attività svolte dall'impresa convertibili in liquidità nel breve termine, generalmente un anno**.**

Attività estranee: Attività che non costituiscono la gestione caratteristica dell'impresa. Considera elementi del patrimonio destinati a finalità esterne all'azienda.

Capitalizzazione azionaria: È il valore di mercato di una società calcolato moltiplicando il numero delle sue azioni per il loro prezzo di mercarto.

Costo del capitale proprio: Rappresenta il tasso di rendimento minimo che una azienda deve offrire ai propri azionisti al fine di remunerare i fondi da questi ricevuti.

***Current ratio*:** Indicatore che esprime la capacità di un'azienda di far fronte ai suoi impegni a breve termine, ed è calcolato dividendo le attività correnti (comprensive dei soli mezzi liquidi necessari) per le passività correnti.

EBIT: Risultato aziendale prima degli oneri finanziari e delle imposte. Esprime il reddito che l'azienda è riuscita a generare dalla sua attività operativa.

***Free cash flow*:** Rappresenta il flusso di cassa disponibile per l'azienda ed è dato dalla differenza tra il flusso di cassa dalle attività operative e il flusso di cassa per investimenti in capitale fisso.

***Goodwill*:** Avviamento. Valore intangibile di un'azienda.

IFRS: Principi contabili internazionali che indicano i criteri attraverso i quali devono essere valutate le singole voci di bilancio.

Partecipazione: Investimenti in quote di capitale o in titoli azionari acquistati da una società al fine di svolgere un'attività di controllo su un'altra società.

***Trading*:** Contrattazione, vendita.

***True and fair view*:** Rappresentazione corretta e veritiera del conto annuale.

Terminal Value: Rappresenta il valore dei flussi di cassa dopo la pianificazione dettagliata.

Valore contabile: Valore di un bene iscritto a bilancio.

Valore venale: Valore effettivo di un bene.

WACC: (Weighted Average Cost of Capital) è il costo medio ponderato del capitale ed è un tasso che esprime la media ponderata fra il costo del capitale proprio ed il costo del capitale di debito.

STUDENTSUPSI

Allegati

Allegato 1 – Conti di Interroll Holding AG

Tutti i conti sono in migliaia di CHF.

BILANCIO	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Immobilizzazioni materiali	85 579	82 945	82 107	76 828	83 266	85 969
Immobilizzazioni immateriali	39 525	37 988	40 687	39 152	53 054	49 874
Immobilizzazioni finanziarie	923	912	932	890	732	626
Imposte differite attive	202	821	715	2 118	3 387	4 150
Attivo fisso	**126 229**	**122 666**	**124 441**	**118 988**	**140 439**	**140 619**
Attività possedute per la vendita	1 300	1 088	950			
Scorte	38 092	31 510	45 100	35 595	38 119	42 273
Imposte correnti	1 711	650	528	741	706	457
Crediti PFP e altri crediti	39 974	45 239	57 654	57 439	58 164	70 428
Mezzi liquidi	8 387	10 110	10 522	14 109	20 797	24 380
Attivo circolante	**89 464**	**88 597**	**114 754**	**107 884**	**117 786**	**137 538**
Totale attivo	**215 693**	**211 263**	**239 195**	**226 872**	**258 225**	**278 157**
Capitale azionario	12 810	8 540	8 540	8 540	8 540	8 540
Riserva da capitale	140 636	158 918	26 630	20 427	13 740	6 416
Azioni porprie			-21 018	-17 670	-1 641	-2 008
Differenze di conversione	-20 422	-40 001	-43 856	-44 319	-45 454	-41 104
Utili riportati			172 989	192 385	211 916	228 486
Partecipazioni di minoranza					145	
Capitale proprio	**133 024**	**127 457**	**143 285**	**159 363**	**187 246**	**200 330**
Debiti finanziari a lungo termine	1 444	5 600	5 271	5 025	253	153
Imposte differite passive	10 476	10 580	2 441	2 300	5 071	5 286
Oneri sociali	6 303	7 298	6 211	6 345	2 824	5 766
Accantonamenti a lungo termine					5 902	6 000
Capitale di terzi a lungo termine	**18 223**	**23 478**	**13 923**	**13 670**	**14 050**	**17 205**
Debiti finanziari a breve termine	11 118	17 388	22 850	396	320	317
Imposte correnti	6 359	5 805	9 264	9 068	9 831	8 029
Debiti PFP e altri debiti	46 969	37 135	49 873	44 375	46 779	52 276
Capitale di terzi a breve termine	**64 446**	**60 328**	**81 987**	**53 839**	**56 930**	**60 622**
Capitale di terzi	**82 669**	**83 806**	**95 910**	**67 509**	**70 980**	**77 827**
Totale passivo	**215 693**	**211 263**	**239 195**	**226 872**	**258 226**	**278 157**

Elaborazione propria sulla base del rapporto annuale 2014 di Interroll Holding AG

STUDENTSUPSI

CONTO ECONOMICO	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Fatturato	**233 987**	**283 069**	**271 932**	**307 155**	**316 334**	**335 306**
Costo della merce	-98 749	-115 808	-123 657	-128 056	-131 878	-143 585
Costo del personale	-81 522	-84 281	-83 908	-89 694	-94 131	-103 507
Variazione inventario	4 621	-3 400	10 566	-5 951	-771	1 825
Altri costi operativi	-48 129	-53 509	-48 908	-52 798	-52 516	-55 112
Altri proventi operativi	8 620	9 692	10 193	10 456	8 341	9 178
EBITDA	**18 828**	**35 763**	**36 218**	**41 112**	**45 379**	**44 105**
Deprezzamento	-10 856	-10 912	-10 497	-10 824	-11 389	-10 919
Ammortamento	-4 870	-4 464	-5 320	-5 469	-6 799	-7 805
EBIT	**3 102**	**20 387**	**20 401**	**24 819**	**27 191**	**25 381**
Oneri finanziari	-3 152	-1 550	-1 234	-1 274	-1 689	-954
Proventi finanziari	1 743	1 589	1 316	540	145	993
Risultato finanziario	**-1 409**	**39**	**82**	**-734**	**-1 544**	**39**
Utile prima delle imposte	**1 693**	**20 426**	**20 483**	**24 085**	**25 647**	**25 420**
Imposte	4 023	-6 003	-2 290	-4 689	-5 041	-6 232
Utile netto	**5 716**	**14 423**	**18 193**	**19 396**	**20 606**	**19 188**

CASH FLOW	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Cash flow operativo	20 388	18 689	14 513	38 176	44 484	27 756
Cash flow investimento	-26 399	-27 184	-20 144	-7 942	-39 436	-15 417
Cash flow finanziario	-7 864	10 943	6 311	-26 573	2 572	-9 374
differenze di cambio	630	-725	-268	-74	-932	618
diff ML	**-13 245**	**1 723**	**412**	**3 587**	**6 688**	**3 583**

Elaborazione propria sulla base del rapporto annuale 2014 di Interroll Holding AG

STUDENTSUPSI

Allegato 2 – Calcolo del ciclo finanziario

Per il calcolo del ciclo finanziario era necessario scomporre le voci di bilancio "Crediti PFP e altri crediti" e "Debiti PFP e altri debiti", in quello che sono effettivamente solo i crediti e i debiti per forniture e prestazioni.

Ciclio finanziario	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Crediti PFP	32 660	40 843	51 332	50 272	48 735	59 459
Scorte	38 092	31 510	45 100	35 595	38 119	42 273
Debiti PFP	12 312	14 717	26 467	23 234	25 234	28 192
Fatturato		283 069	271 932	307 155	316 334	335 306
Acquisti merce		109 226	137 247	118 551	134 402	147 739
Costo merce		-115 808	-123 657	-128 056	-131 878	-143 585

(tutti i valori sono in migliaia di CHF)

$$Tempo\ medio\ pagamento\ clienti = \frac{Crediti\ PFP\ medi}{Vendite} * 365$$

$$Permanenza\ media\ scorte\ a\ magazzino = \frac{Scorte\ medie}{Costo\ della\ merce} * 365$$

$$Tempo\ medio\ pagamento\ fornitori = \frac{Debiti\ PFP\ medi}{Vendite} * 365$$

Ciclio finanziario	2009	2010	2011	2012	2013	2014
TMPC		47	62	60	57	59
PMSM		110	113	115	102	102
TMPF		45	55	77	66	66

(in giorni)

$$Ciclo\ finanziario = PMSM + TMPC - TMPF$$

Ciclio finanziario	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Ciclio finanziario		112	120	99	93	95

(in giorni)

STUDENTSUPSI

Allegato 3 – Analisi del conto economico

Crescita in %	2010	2011	2012	2013	2014	Media su 5 anni	Media su 4 anni
Fatturato	20,98%	-3,93%	12,95%	2,99%	6,00%	**7,80%**	**4,50%**
EBITDA	89,95%	1,27%	13,51%	10,38%	-2,81%	**22,46%**	**5,59%**
EBIT	557,22%	0,07%	21,66%	9,56%	-6,66%	**116,37%**	**6,16%**
UN	152,33%	26,14%	6,61%	6,24%	-6,88%	**36,89%**	**8,03%**

Tenendo in considerazione gli ultimi 5 anni del conto economico e tracciando delle linee di tendenza verso il futuro si ottiene quanto segue:

CONTO ECONOMICO	2015	2016	2017	2018	2019
Fatturato	**355 458**	**373 790**	**392 122**	**410 454**	**428 786**
Costo della merce	-151 301	-159 209	-167 118	-175 026	-182 934
Costo del personale	-104 033	-108 184	-112 334	-116 484	-120 635
Variazione inventario	-1 113	-1 759	-2 405	-3 051	-3 697
Altri costi operativi	-55 411	-56 435	-57 458	-58 482	-59 506
Altri proventi operativi	9 313	9 285	9 256	9 228	9 199
EBITDA	**52 914**	**57 489**	**62 064**	**66 639**	**71 214**
Deprezzamento	-11 107	-11 166	-11 225	-11 284	-11 344
Ammortamento	-7 971	-8 594	-9 218	-9 842	-10 465
EBIT	**33 836**	**37 728**	**41 620**	**45 512**	**49 405**

(tutti i valori in migliaia di CHF)

Questi valori non considerano in alcun modo variazioni nelle variabili ambientali e aziendali come le prospettive future della società. Ciononostante è interessante notare come il fatturato di questo conto economico si discosti in media solo del 4% rispetto al conto economico stabilito dall'analista finanziario.

Variazione fatturato	2015	2016	2017	2018	2019	Media
Fatturato analista	362	388	413	431	448	
Fatturato "stimato"	355	374	392	410	429	
delta	**2%**	**4%**	**5%**	**5%**	**4%**	**4%**

STUDENTSUPSI

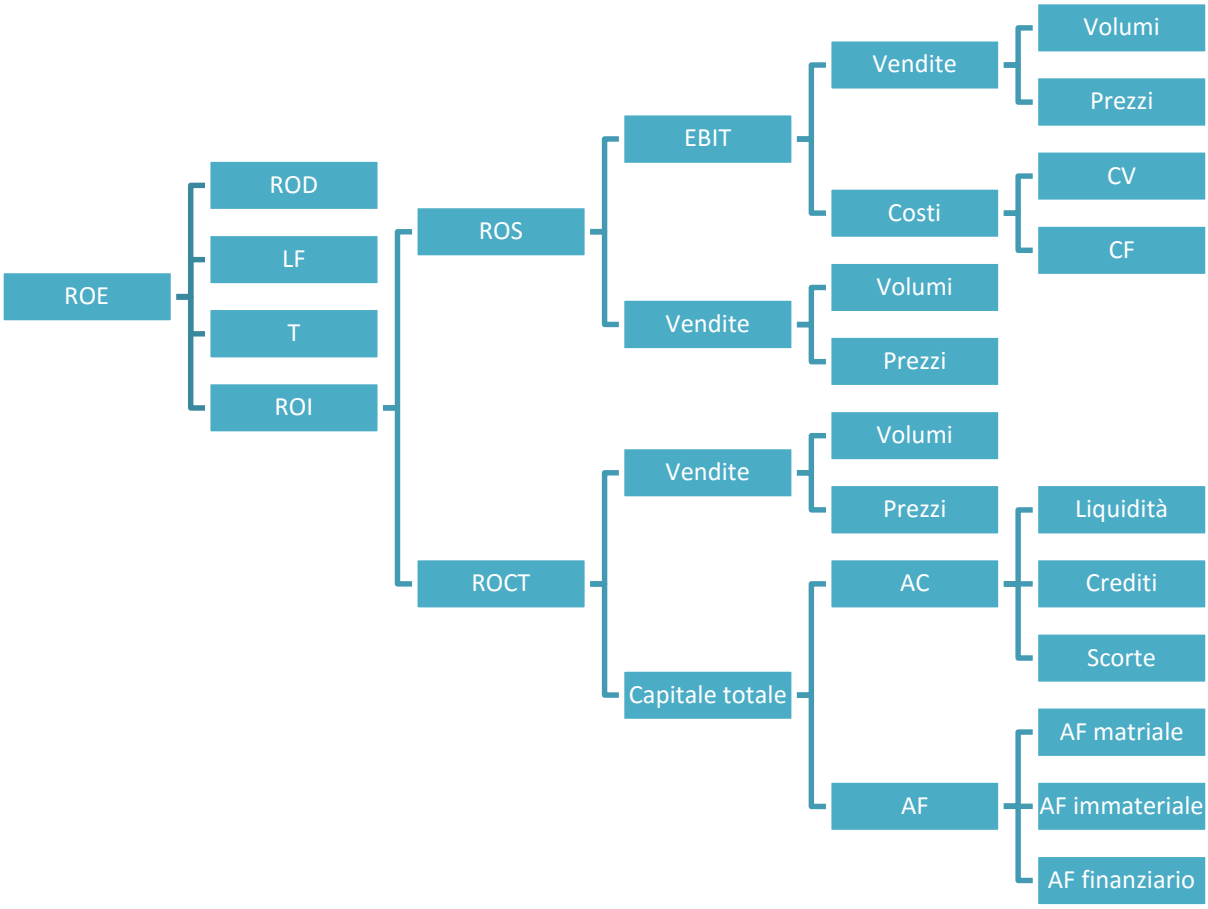
Allegato 4 – Vantaggi e svantaggi dei metodi di valutazione

PROFILO DEI PRINCIPALI METODI DI VALUTAZIONE		
METODO	VANTAGGI	LIMITI
PATRIMONIALE	• valutazione dei valori oggettivi del capitale • bassa incidenza di ipotesi soggettive • basso grado di incertezza • buona attendibilità complessiva • notevole diffusione professionale • facilità di applicazione • garanzie di cautela e prudenza	• scindibilità degli elementi dell'azienda • assenza di dati di valutazione reddituali • metodo orientativo • staticità di valutazione • inadattabilità ad aziende con basso capitale fisso
REDDITUALE	• valutazione della capacità reddituale • linearità teorica • contenuta incidenza di ipotesi soggettive • basso grado di incertezza • discreta attendibilità complessiva • buona diffusione professionale • unitarietà della valutazione	• assenza di dati di valutazione del capitale • eccessivo valore attribuito all'avviamento • non applicabilità nelle aziende con elevato grado di patrimonializzazione • margine di errore possibile nell'approssimazione del tasso e nella stima del reddito da capitalizzare • mancata evidenziazione di riserve latenti • ipotesi di stabilità e rigidità di mercato e dei redditi nel tempo
FINANZIARIO	• valutazione dei flussi di cassa attesi • natura monetaria del reddito • metodo teoricamente rigoroso ed evoluto • valutazione dinamica della gestione • valorizzazione del capitale umano e del management	• assenza di dati di valutazione del capitale • elevata presenza di ipotesi soggettive • scarsa credibilità globale • scarsa diffusione professionale • alto grado di incertezza • non applicabilità nelle aziende con scarsa movimentazione monetaria • difficoltà di applicazione
MISTO	• valutazione dei valori del capitale e della capacità reddituale • completezza di valutazione • metodo di riscontro e controllo • valutazione autonoma dell'avviamento • basso grado di incertezza • notevole diffusione professionale • valutazione di valori oggettivi • considerazione della diversità di rischio (diversità di tassi)	• assenza di linearità teorica • contenuta diffusione professionale • non applicabilità nelle aziende con bassa redditività • schematismo di valutazione • margine di errore possibile nell'approssimazione dei tassi e nella stima del sovrareddito • possibilità di errore del risultato per l'approssimazione dei tassi e per le stime dei valori

Balducci, D. (2006). *La valutazione dell'azienda.* Milano: Edizioni FAG.

STUDENTSUPSI

Allegato 5 – Fattori determinati della redditività



In particolare:

$$ROE(ROI) = \left[ROI + \frac{CT}{CP}(ROI - ROD)\right] * (1 - T)$$

$$ROI = ROS * ROCT$$

$$ROS = \frac{EBIT}{Vendite}$$

$$ROCT = \frac{Vendite}{CApitale\ totale}$$

STUDENTSUPSI