

dott. ...

RELAZIONE DI STIMA
DEL VALORE ECONOMICO DEL CAPITALE
DI PN S.P.A.

INDICE

	Pag.
1. <u>LA STIMA: CARATTERI GENERALI</u>	4
1.1. Finalità della stima	4
1.2. Oggetto della stima	5
1.3. Data di riferimento della stima e documentazione considerata	10
1.4. Limiti della stima	11
2. <u>I CRITERI METODOLOGICI DELLA STIMA</u>	13
2.1. L'approccio valutativo adottato	13
2.2. I metodi di valutazione impiegati	15
3. <u>IL METODO REDDITUALE</u>	25
3.1. Il reddito medio–normale atteso	25
3.2. Il tasso di capitalizzazione	30
3.3. Sintesi valutativa del metodo reddituale	33
4. <u>I METODI FINANZIARI <i>LEVERED</i> E <i>UNLEVERED</i></u>	34
4.1. I flussi di cassa operativi e i flussi di cassa per gli azionisti	34
4.2. I tassi K_e, K_d e WACC	36
4.3. La posizione finanziaria netta	39
4.4. Sintesi valutativa dei metodi finanziari	40
5. <u>CONCLUSIONI</u>	40

... *omissis* ...

2. **I CRITERI METODOLOGICI DELLA STIMA.**

2.1. **L'approccio valutativo adottato.**

La scelta dei criteri da applicare ai fini della valutazione economica del capitale delle imprese è diretta funzione delle caratteristiche dell'entità oggetto di stima. In altri termini, i criteri prescelti devono essere idonei a "catturare" gli elementi su cui si fonda il valore economico del capitale della specifica impresa considerata (i cosiddetti *driver* del valore).

In precedenza si è osservato che oggetto della presente valutazione è il valore economico del capitale di PN S.p.A. Peraltro, si è altresì osservato che tale società, in buona sostanza, si limita a detenere un'unica partecipazione corrispondente all'intero pacchetto azionario di N S.p.A. L'analisi della struttura e della natura dei legami esistenti tra le due entità giuridiche porta a concludere che i caratteri delle stesse debbano trovare congiunta considerazione in sede di determinazione del valore del capitale economico della controllante. In effetti, l'oggetto specifico della presente stima è rappresentato dal valore economico di GN, formato dall'insieme di PN S.p.A. e da N S.p.A.

In materia di valutazione di gruppi di società, la dottrina e la prassi valutative hanno sviluppato due principali approcci valutativi:

- a. un approccio che determina il valore economico complessivo del gruppo come "somma delle parti" che lo compongono;

-
- b. un approccio che considera in modo unitario il gruppo, superando le distinzioni giuridiche e/o operative tra le parti componenti.

Nel primo caso, il perito procede alla stima del valore economico delle singole società, divisioni o *business*, adottando per ciascuna componente i criteri ed i metodi valutativi di volta in volta ritenuti più efficaci per esprimere il contenuto economico della porzione di gruppo oggetto di stima. Il valore del gruppo viene poi determinato sommando il valore economico delle sue parti, singolarmente valutate. L'approccio in parola è preferibile quando:

- il perito non dispone di dati consolidati di gruppo e/o
- le attività presidiate dai diversi sottosistemi del gruppo presentano, a causa della loro disomogeneità, *driver* di valore differenti, che non possono essere colti appieno se non con l'applicazione contestuale di differenti criteri valutativi.

Nel secondo caso, invece, il perito individua uno o più criteri valutativi in grado di esprimere complessivamente e con singoli algoritmi di calcolo il valore economico dell'intero gruppo oggetto di stima. Si tratta di un'impostazione particolarmente adatta, tra l'altro, alla valutazione di gruppi di imprese che insistono su un medesimo *business*, sia pure eventualmente in posizioni diverse lungo la filiera produttiva. Tale approccio, che fonda le proprie determinazioni su dati economici e finanziari consolidati, ha il pregio di neutralizzare i potenziali effetti distorsivi prodotti sugli algoritmi valutativi dalle politiche di gestione delle singole unità del gruppo e, tra queste, delle operazioni infragruppo.

Tornando alla fattispecie in esame nella presente valutazione, si ribadisce la semplice struttura societaria del Gruppo oggetto di stima, definito, ai fini di questa perizia, dalle sole PN S.p.A. e N S.p.A. Si tratta di un Gruppo *mono-business*, in cui solo una società presidia un'attività operativa, mentre l'altra concorre unicamente a formare l'assetto finanziario dell'aggregato.

Tutto ciò considerato, il sottoscritto perito ha ritenuto opportuno adottare un approccio valutativo unitario per la controllante PN S.p.A. e per il suo principale *asset*, la controllata N S.p.A., utilizzando principalmente, a questo scopo, i dati consolidati elaborati dal *management* del Gruppo.

Conseguentemente, il valore del capitale economico di PN S.p.A., la cui determinazione costituisce l'obiettivo di questa perizia, è stimato dal sottoscritto come valore del capitale economico di GN.

2.2. I metodi di valutazione impiegati.

La stima del valore di un gruppo aziendale postula scelte metodologiche ed applicative analoghe a quelle che caratterizzano la determinazione del valore di qualsiasi impresa.

La dottrina aziendale e la pratica professionale hanno elaborato differenti metodi per la determinazione del valore economico di imprese o di gruppi di imprese. Tra di essi si ricordano sinteticamente i seguenti:

- metodi patrimoniali, che stimano il valore economico del capitale d'impresa sulla base del valore corrente degli elementi attivi e passivi che integrano il patrimonio aziendale;

-
- metodi reddituali, che calcolano il valore economico del capitale d'impresa in funzione delle sole prospettive di reddito e, in via diretta, prescindono dalle condizioni quantitative e qualitative dei beni che costituiscono il patrimonio aziendale; tali metodi possono assumere alternativamente la prospettiva *asset side* (metodi reddituali *unlevered*) ovvero quella *equity side* (metodi reddituali *levered*);
 - metodi misti patrimoniali–reddituali, che associano i principi essenziali dei metodi reddituali e di quelli patrimoniali. Tra questi, il più diffuso è il cosiddetto metodo UEC, che procede alla stima autonoma del valore di avviamento in funzione delle prospettive di reddito, sommandone algebricamente il valore a quello del patrimonio netto aziendale espresso a valori correnti;
 - metodi finanziari, che si fondano sui flussi di cassa generati dall'azienda e disponibili per gli azionisti. Anche tali metodi possono assumere alternativamente la prospettiva *asset side* (metodi finanziari *unlevered*) ovvero quella *equity side* (metodi finanziari *levered*);
 - metodi dei multipli (o metodi di mercato), che determinano il valore del capitale d'impresa sulla base dei moltiplicatori impliciti nei prezzi di borsa quotati da società comparabili con quella oggetto di stima.

Ai fini della presente valutazione, la determinazione del valore del capitale economico di GN è fondata sull'impiego congiunto di più criteri di stima, a ciascuno dei quali è attribuita analogha capacità di espressione del valore ricercato. In particolare, la scelta del

sottoscritto perito ha tenuto conto sia delle caratteristiche economico-finanziarie di GN e del contesto economico di riferimento, sia della concreta disponibilità dei dati necessari per l'applicazione dei criteri valutativi sopra richiamati.

In proposito, valgono le seguenti considerazioni:

- l'esame dei dati storici di GN evidenzia un *trend* dei volumi di attività in costante crescita, come attestato dall'andamento del fatturato, passato negli ultimi sette anni da 10,1 milioni ad oltre 17,9 milioni di euro (con un saggio medio composto annuo di crescita – CAGR – pari a circa l'8,5%). Tale crescita si è realizzata preservando livelli di redditività che, sotto tale profilo, pongono GN in posizione di *leadership* rispetto ai propri concorrenti;
- il posizionamento di mercato di GN, incentrato su produzioni “fuori *standard*”, ad elevato contenuto tecnologico e qualitativo, costituisce un solido presupposto affinché il *trend* di sviluppo registrato negli ultimi anni possa conservarsi anche per il futuro. Questa circostanza, del resto, è confermata dalle attese esplicitate dal *management* di GN nella redazione del piano strategico del Gruppo per il periodo 2005-2012. Nel corso di tale periodo, l'azienda si attende di poter mantenere un saggio annuo di crescita (CAGR) pari a circa il 5,65%, portando le proprie vendite lorde dai 17,9 milioni di euro del 2004 ai 27,8 milioni di euro del 2012. Nel medesimo periodo, il *management* del Gruppo si attende di poter incrementare la redditività delle

-
- proprie vendite – misurata dall’incidenza dell’EBIT sul fatturato netto – dal 16,1% del 2004 al 25,1% del 2012;
- nel caso di specie, la dimensione patrimoniale – che concorre alla formulazione degli algoritmi valutativi dei metodi patrimoniali e misti attraverso il parametro del cosiddetto “patrimonio netto rettificato” – è relativamente poco influente, se valutata in rapporto alla capacità attesa di GN di produrre flussi finanziari e reddituali. Inoltre, l’esame dell’assetto patrimoniale attivo di GN evidenzia come questo si componga essenzialmente di classi di valore strettamente operative; in quanto tali, esse producono valore economico in capo al Gruppo non tanto attraverso la loro cessione sul mercato, con il realizzo del relativo teorico valore corrente, quanto piuttosto generando flussi di reddito e finanziari mediante la partecipazione ai cicli operativi che GN svilupperà in futuro;
 - nonostante le indagini svolte, non sono state individuate sul mercato aziende quotate aventi caratteristiche sufficientemente “comparabili” con quelle di GN; ancora, lo scrivente non ha reperito informazioni relative a transazioni avvenute sul mercato aventi ad oggetto quote del capitale di rischio di aziende comparabili a GN. Ciò, allo stato, comporta l’impossibilità di procedere al calcolo di “multipli di mercato” utilizzabili in sede peritale per determinare il valore di stima ricercato.

Le considerazioni ora richiamate hanno orientato il sottoscritto perito verso l’applicazione di criteri cosiddetti “economico-

analitici” fondati sulla misura dei flussi finanziari e reddituali di GN. Più precisamente, il sottoscritto ha assunto quali criteri valutativi il “metodo reddituale”, nella configurazione della rendita perpetua, e il “metodo finanziario”, sia nella configurazione *levered* sia in quella *unlevered*.

Come accennato, a ciascun criterio impiegato è stata attribuita una medesima capacità di espressione del valore ricercato.

Non è stato applicato il criterio dei multipli di mercato, in quanto, come detto, non si dispone di sufficienti elementi informativi.

Inoltre, non si è proceduto all’applicazione né di criteri patrimoniali né di criteri misti ritenendo che questi siano eccessivamente condizionati dalla dimensione patrimoniale dell’azienda alla data di riferimento della stima. Tale circostanza, in astratto non sempre disprezzabile, nel caso di specie non consentirebbe al procedimento valutativo di recepire adeguatamente il percorso di crescita atteso dal management di GN, ancorando la stima a quantità che non sono in grado di esprimere il valore del capitale economico dell’azienda che trova nella sua capacità di crescita un *driver* di indubbio rilievo.

La medesima considerazione ha indirizzato il sottoscritto perito verso metodi strutturalmente in grado di cogliere il suddetto *driver*, e ciò con l’intento di conseguire un elevato livello di significatività del risultato raggiunto. Quanto alla scelta di avvalersi di tre differenti algoritmi valutativi, posti su un medesimo piano di rilevanza, si segnala che tale scelta riposa sul fatto che i criteri selezionati, ancorché fondati su una matrice logico-concettuale in parte comune, sul piano applicativo si sviluppano lungo percorsi

valutativi differenti. Ciò è particolarmente apprezzabile ai fini di una valutazione dell'affidabilità dei valori a cui si perviene, in quanto le risultanze di ciascun metodo sono suscettibili di confermare o smentire quelle degli altri.

La sintetica illustrazione dei criteri sopra citati è riportata nei paragrafi che seguono.

... *omissis* ...