

Lorenzo Pozza

La valutazione del capitale economico d'impresa: il caso Tecno S.p.A.

1. La società oggetto di stima

La società Tecno è stata costituita nel 1960 per lo svolgimento dell'attività di produzione e commercializzazione di gas tecnici, ed in particolare di ossigeno, acetilene, azoto e argon.

Inizialmente, l'attività dell'azienda è orientata alla sola commercializzazione di gas tecnici. Nel 1962 viene realizzato il primo impianto di produzione su un'area di circa 10.000 mq.

Nel 1978 si procede alla costruzione di un secondo impianto produttivo, di dimensioni più ampie del primo e dotato di tecnologie particolarmente moderne. L'investimento in parola determina un rilevante incremento del volume d'affari, della quota di mercato e dell'occupazione. Così, la società Tecno, forte delle capacità produttive approntate, rafforza la propria presenza geografica nelle zone industriali dell'Italia centrale e settentrionale, creando numerosi depositi e centri di rivendita.

Nel 1985 viene realizzato nei pressi di Milano il terzo impianto di produzione, su un'area di oltre 15.000 mq. Tale impianto, di elevatissima capacità produttiva e tra i più avanzati d'Europa sul piano tecnologico, consente - grazie anche ad una incisiva azione commerciale - il raddoppio del volume d'affari ed un importante consolidamento della posizione competitiva nel mercato dei gas tecnici.

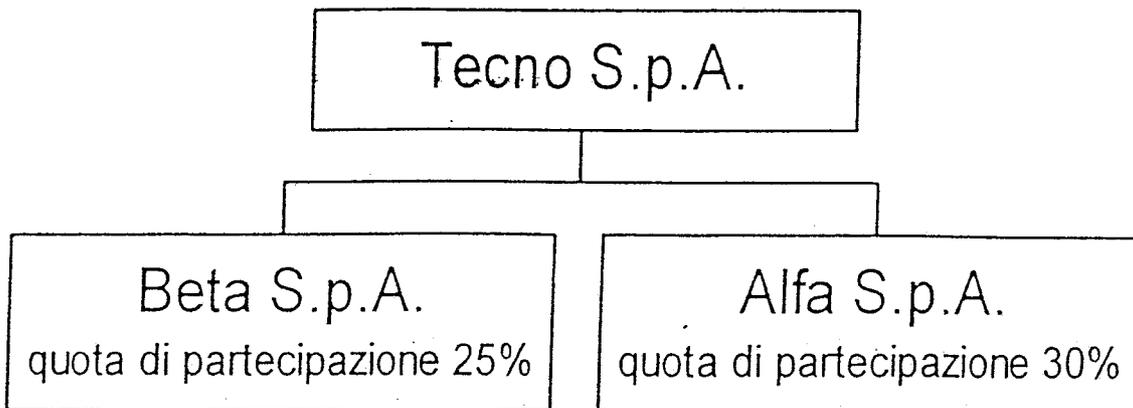
Il marcato sviluppo registrato negli anni '80 viene coronato nei primi anni '90 mediante la realizzazione di nuovi insediamenti produttivi nell'Italia centrale.

La società Tecno possiede, al 31/12/1995 due partecipazioni. La prima (Alfa) è stata acquisita nel 1988 ed è relativa ad una società industriale, dotata di un rilevante patrimonio impiantistico ancora oggi all'avanguardia per la produzione di argon. La seconda partecipazione (Beta) è stata acquisita agli inizi del 1993 e riguarda una società commerciale, caratterizzata da una struttura di vendita agile e capillare, in grado di servire aree geografiche in precedenza trascurate da Tecno.

Nel 1995 la società Tecno ha realizzato un fatturato di oltre 60 miliardi, avvalendosi dell'opera di 270 dipendenti e di circa 35 padroncini. In Italia, la quota di mercato raggiunta nel 1996 dalla società Tecno è risultata pari al 5,8%.

L'andamento del mercato dei gas tecnici nell'ultimo quinquennio è stato sostanzialmente stabile.

Le previsioni di sviluppo della domanda interna di gas tecnici sono strettamente legate alla ripresa dell'economia. Comunque non si prevedono repentini cambiamenti a breve della tendenza mediamente registrata nell'ultimo periodo, né delle dinamiche competitive all'interno del settore. Quest'ultimo, infatti, sembra aver raggiunto un proprio equilibrio sotto il profilo della concentrazione, anche a seguito delle numerose operazioni dirette in tal senso negli anni '80.



2. Il profilo patrimoniale

Il patrimonio netto contabile della società Tecno al 31/12/1995 risulta così composto (dati in milioni di lire):

Capitale sociale	10.000
Riserva legale	1.556
Altre riserve	3.782
Utili di esercizi precedenti	246
Utile dell'esercizio 1995	5.184
Totale patrimonio netto	20.768

Una analisi approfondita della reale consistenza patrimoniale della società Tecno pone in luce gli aspetti nel seguito illustrati:

a) Terreni, fabbricati ed impianti

La società risulta proprietaria di diversi terreni e fabbricati, nonché di un rilevante patrimonio impiantistico. Il valore corrente degli stessi è stato accertato da società di estimo dotata delle competenze necessarie ed all'uopo designata. Le conclusioni cui la società in parola è giunta sono nel seguito riassunte (dati in lire milioni):

	Valore lordo contabile al 31/12/95	Fondo d'ammortamento al 31/12/95	Valore netto contabile al 31/12/95	Valore corrente
Terreni	754	0	754	7.400
Fabbricati	10.546	3.563	6.983	11.100
Impianti	12.845	2.480	10.365	13.200

b) Magazzino

Il magazzino è costituito dal c.d. "parco bombole".

Nel bilancio al 31/12/95 il valore attribuito al magazzino è pari a 4.415 milioni; il criterio utilizzato è il LIFO. Ove il magazzino fosse valorizzato a FIFO il suo valore sarebbe di 5.000 milioni.

c) Partecipazioni

I dati disponibili circa le partecipazioni sono i seguenti (L./milioni):

	<u>Quota di partecipazione</u>	<u>Costo d'acquisto</u>	<u>Patrimonio netto contabile della partecipata (100%)</u>
Alfa	30%	800	10.800
Beta	25%	1.200	3.000

Le partecipate sono iscritte nel bilancio al 31/12/1995 al costo d'acquisto.

d) Beni in leasing

L'impresa ha finanziato la propria crescita anche ricorrendo al leasing finanziario per l'acquisizione di alcuni fabbricati. Il valore corrente di tali fabbricati è stato stimato pari a 4.300 milioni, mentre il valore attuale del debito residuo verso la società di leasing è pari a 3.600 milioni.

L'emersione dei plusvalori afferenti il profilo patrimoniale determinerà, in prospettiva, oneri fiscali la cui entità è oggi funzione:

- 1) della possibilità di differire tale onere fiscale su cinque anni;
- 2) della manifestazione temporale più o meno prossima di tale onere fiscale.

Le aliquote ritenute congrue per esprimere gli oneri fiscali latenti sul patrimonio sono le seguenti:

Terreni, fabbricati, impianti:	15%
Partecipazioni:	15%
Magazzino	40%

3. Il profilo reddituale

I risultati netti emergenti dai bilanci civilistici della società Tecno, nonché quelli previsti dal budget 1996 sono i seguenti (L./milioni):

	<u>1993</u>	<u>1994</u>	<u>1995</u>	<u>1996</u>
Risultato netto di esercizio	3.040	4.162	5.184	5.800*

* Risultato stimato ante imposte

Con riguardo a tali risultati si segnalano i seguenti aspetti di rilievo:

- a) il carico fiscale riflesso in tali risultati è ricollegabile ad eventi non ripetibili in prospettiva. Grazie al regime particolarmente favorevole accordato dal fisco in relazione all'ubicazione di alcuni degli impianti produttivi è ragionevole stimare un carico fiscale prospettico di circa il 40%. Le imposte scontate dai risultati sopra riportati sono state le seguenti:

	1993	1994	1995	1996
Imposte	1.156	1.268	1.975	

- b) i redditi sopra riportati riflettono i seguenti componenti straordinari relativi alla chiusura di alcuni impianti (nel 1994) e alla vendita di un fabbricato (nel 1995);

	1993	1994	1995	1996
Plusvalenze (minusvalenze)		(450)	1.550	

- c) nel 1993 la società ha proceduto ad una rilevante svalutazione del magazzino per l'inatteso deterioramento di una parte rilevante del parco bombole. La svalutazione è ammontata a 900 milioni;
- d) nel 1995 è stato effettuato un accantonamento a fondo rischi diversi per 380 milioni. Tale accantonamento, indeducibile fiscalmente, ha determinato la costituzione di un fondo di pari importo iscritto nel passivo del bilancio al 31/12/95. Esso, in realtà, non appare finalizzato a fronteggiare alcun rischio specifico d'impresa. La sua natura è pertanto assimilabile a quella delle riserve;
- e) si consideri che i terreni non sono ammortizzati, mentre i fabbricati sono ammortizzati con l'aliquota del 3% e gli impianti con quella del 20%. Gli ammortamenti contabilizzati negli esercizi considerati sono stati i seguenti:

	1993	1994	1995	1996
ammortamenti impianti	1.745	1.717	1.857	2.156
ammortamenti fabbricati	280	298	246	310

- f) i canoni di leasing contabilizzati nei bilanci civilistici del periodo 93-95 e nel budget 1996 sono i seguenti:

	1993	1994	1995	1996
canoni di leasing	450	465	425	380

I canoni di leasing, come è noto, sono composti da una quota capitale e da oneri finanziari. La quota capitale implicita nei canoni sopra riportati è la seguente:

	1993	1994	1995	1996
quota capitale canoni	200	230	260	280

INFORMAZIONI AGGIUNTIVE

A) Per l'adozione del metodo UEC

1. Tasso di rendimento del settore: 6%.
2. Tasso di attualizzazione: 8%.
3. Periodo di attualizzazione: 5 anni.

B) Per l'adozione del metodo reddituale

1. Tasso di capitalizzazione: 8%.

C) Per entrambi i metodi

1. Coefficienti di correzione monetaria:

<u>Anno</u>	<u>Coefficiente</u>
1993	1,12
1994	1,05
1995	1
1996	0,97

TECNO S.P.A.

Dati in L. milioni

Patrimonio netto rettificato:

31/12/95

Capitale sociale	10.000
Riserva legale	1.556
Altre riserve	3.782
Utili portati a nuovo	246
Utile dell'esercizio	5.184
Patrimonio netto contabile	20.768

Rettifiche:

	rett. lorda	aliquota	eff. fiscale	rett. netta
Plusvalenza terreni	6.646	15,0%	(997)	5.649
Plusvalenza fabbricati	4.117	15,0%	(618)	3.499
Plusvalenza impianti	2.835	15,0%	(425)	2.410
Magazzino	585	40,0%	(234)	351
Partecipazioni	2.440	15,0%	(366)	2.074
Beni in leasing	700	15,0%	(105)	595
Riserva rischi diversi	380	0%		380
Totali	17.323		(2.745)	14.958

Patrimonio netto rettificato

35.726

TECNO S.P.A.

Dati in L. milioni

Reddito medio-normale atteso:

	1993	1994	1995	1996
Reddito netto da bilancio	3.040	4.162	5.184	5.800
<i>Rettifiche:</i>				
Storno delle imposte	1.156	1.268	1.975	
Storno plusvalenze / minusvalenze		450	(1.550)	
Storno svalutaz. straord. magazzino	900			
Storno acc. lo fondo rischi diversi			380	
Storno quota capitale canoni di leasing	200	230	260	280
Storno degli ammortamenti contabili imp.	1.745	1.717	1.857	2.156
Storno degli ammortamenti contabili fabb.	280	298	246	310
Redditi rettificati ante imp. e amm. li	7.321	8.125	8.352	8.546
Correzione monetaria	1,12	1,05	1,00	0,97
Reddito a lire 31/12/95	8.200	8.531	8.352	8.290
Pesi	1	1	1	1
Reddito medio ante amm.li e imposte	8.343			
Amm.li val. corrente fabbricati al 3%	(333)			
Amm.li val. corrente impianti al 20%	(2.640)			
Amm.li val corr. beni in leasing al 3%	(129)			
Reddito ante imposte	5.241			
Imposte	40,0%	(2.096)		
Reddito medio normale atteso	3.145			

Valore economico di Tecno

<u>UEC</u>		<u>Reddittuale</u>	
Patrimonio netto rettificato =	35.726	R =	3.145
Reddito medio normale atteso =	3.145	tasso i =	8,0%
Rendimento sodd. di settore (i) =	6,0%		
Tasso di attualizzazione (i') =	8,0%	W = R/i	39.308
Orizzonte temporale (n) =	5		
Goodwill =	3.997		
Valore economico =	39.723		