

*Economia e Gestione delle Imprese I*

# ***LA VALUTAZIONE D'AZIENDA.***

Lezione 11

Castellanza,  
6 Dicembre 2006

## I metodi di valutazione

- ✓ Metodo PATRIMONIALE
- ✓ Metodo REDDITUALE
- ✓ Metodo MISTO patrimoniale - reddituale
- ✓ Metodi FINANZIARI
- ✓ Metodi di MERCATO

## Il metodo patrimoniale

- ✓ Consiste nella valutazione separata ed analitica dei singoli elementi dell'attivo e del passivo del capitale di funzionamento.
- ✓ I differenti componenti patrimoniali, attivi e passivi, sono valorizzati al loro valore corrente di realizzo alla data di riferimento della stima.

## Il metodo patrimoniale (*continua*)

Il valore dell'azienda ( $W$ )

=

patrimonio netto contabile rettificato in aumento o in diminuzione in funzione delle differenze riscontrabili tra i valori correnti degli elementi dell'attivo e del passivo ed i corrispondenti valori contabili ( $K$ )

## Il capitale netto rettificato

$$W_p = C_{nc} + [(p_1 + p_2 + \dots) + (m_1 + m_2 + \dots)] * (1 - t)$$

$C_{nc}$  = capitale netto contabile

$p_i$  = plusvalenze

$m_i$  = minusvalenze

### LE RETTIFICHE:

- ✓ rispondenza a corretti principi contabili
- ✓ accertamento di plusvalenze o minusvalenze
- ✓ rettifiche fiscali

## Le rettifiche

Le poste contabili più frequentemente corrette:

- ✓ immobili civili e aree fabbricabili
- ✓ immobilizzazioni tecniche
- ✓ partecipazioni in società controllate e collegate
- ✓ titoli a reddito fisso
- ✓ beni in rimanenza
- ✓ crediti
- ✓ fondi per rischi e spese future
- ✓ fondo imposte differite ed imposte differite attive

## Il metodo patrimoniale

Problematiche valutative:

- ✓ beni pertinenti ed estranei alla gestione caratteristica;
- ✓ inclusione nella valutazione dei soli beni materiali o altresì di quelli immateriali.

## I metodi patrimoniali: pregi e difetti

*"valore di una azienda in funzione del suo patrimonio netto"*

### Pregi:

- ✓ maggiore certezza e dimostrabilità dei dati
- ✓ esplicito collegamento tra valore del capitale economico e capitale netto di bilancio

### Difetti:

- ✓ valutazione "statica"
- ✓ valutazione indipendente dalla situazione del mercato



## La valutazione dei beni immateriali

- **CRESCENTE IMPORTANZA**
- **NOTEVOLE ALEATORIETA' E SOGGETTIVITA'**
- **BENI**
  - ✓ identificabili e separabili (marchi specifici, brevetti, licenze, ...)
  - ✓ non identificabili e non separabili dall'azienda (nome dell'azienda, avviamento, ..)
- **METODI DI VALUTAZIONE BENI IMMATERIALI**
  - ✓ metodo del costo
  - ✓ metodo del reddito
  - ✓ valutazione empirica

## Il metodo reddituale

- ✓ Il valore economico delle aziende dipende dalla capacità di produzione del reddito della società considerata.
- ✓ La configurazione di reddito può essere la successione di redditi dei singoli anni, ovvero un reddito medio.

## Il metodo reddituale *(continua)*

*"il valore dell'azienda deriva dalla sua capacità di produrre reddito"*

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

**R** = reddito da capitalizzare

**i** = tasso di attualizzazione

## Il reddito da capitalizzare (R)

### REDDITO MEDIO NORMALIZZATO

- ✓ **redditi**
  - storici
  - prospettici
- ✓ **medie**
  - semplici
  - ponderate
- ✓ **rettifiche**
  - elementi di carattere straordinario
  - effetti delle politiche di bilancio
  - rettifiche fiscali

## Il tasso di attualizzazione (i)

### 1. TASSO COME COSTO DI OPPORTUNITA'

$$i = r_f + s$$

**rf** free risk rate

**s** rischio specifico dell'impresa

✓ sulla base di valori dedotti dal mercato

$$s = \text{Beta} * (r_m - r_f)$$

✓ sulla base di esperienze passate

## Il tasso di attualizzazione (i)

### 2. TASSO COME COSTO DEL CAPITALE

$$i = i_d * [D / (D + E)] + i_e * [E / (D + E)]$$

D      ammontare del capitale di terzi

E      ammontare del capitale proprio

$i_d$     costo medio del capitale di terzi

$i_e$     costo medio del capitale proprio

$$i_e = r_f + \text{Beta} * (r_m - r_f)$$

## Le rettifiche

Le rettifiche di normalizzazione del reddito sono volte ad eliminare:

- ✓ componenti straordinari di reddito
- ✓ componenti "estranei" alla gestione
- ✓ politiche di bilancio
- ✓ correzione delle imposte
- ✓ correzione monetaria

## Il metodo misto patrimoniale - reddituale

- ✓ Tali metodi aggiungono al valore patrimoniale un avviamento positivo (goodwill) o negativo (badwill), determinato in relazione alla redditività dell'azienda rispetto a quella giudicata soddisfacente.
- ✓ L'avviamento è una correzione del valore patrimoniale introdotta per tenere conto della dimensione reddituale dell'azienda.



## Il metodo misto patrimoniale - reddituale (*continua*)

$$W = K + \underbrace{[R - (i * K)]}_{\text{Avviamento}}$$

dove:

K è il patrimonio netto rettificato (metodo patrimoniale)

R è il reddito medio normale

i è il rendimento giudicato soddisfacente (medio del settore di appartenenza)

## I metodi finanziari

*"valore di una azienda in funzione della dimensione e della distribuzione temporale dei flussi previsti"*

### Pregi:

- ✓ massima razionalità economica
- ✓ orientamento al futuro

### Difetti:

- ✓ numerosità e scarsa dimostrabilità delle stime
- ✓ scarsa oggettività

## La formula generale

$$W_f = \sum_{t=1}^n \frac{Fc_t}{(1+i)^t} + VR$$

**W** valore del capitale economico dell'azienda

**$Fc_t$**  flussi di cassa nei periodi da 1 a n

**i** tasso di attualizzazione

**n** numero dei periodi considerati

**VR** valore residuo dell'azienda relativo all'anno n+1

## Unlevered discounted cash flow

$$W_f = \sum_{t=1}^n \frac{Fc_t}{(1+i)^t} + VR + pfn + sa$$

- W** valore del capitale economico dell'azienda  
**Fc<sub>t</sub>** flussi di cassa nei periodi da 1 a n  
**i** tasso di attualizzazione  
**n** numero dei periodi considerati  
**VR** valore residuo dell'azienda relativo all'anno n+1  
**pfn** posizione finanziaria netta  
**sa** surplus assets

## Due considerazioni

### **POSIZIONE FINANZIARIA NETTA**

Si tratta della sommatoria delle attività e delle passività (onerose) finanziarie presenti in azienda alla data della valutazione. Se il risultato è un debito nei confronti dei terzi finanziatori lo si sottrae alle voci precedenti, viceversa si somma al valore d'azienda l'eventuale liquidità aziendale.

### **SURPLUS ASSETS**

Si tratta di attività e passività non operative, cioè beni e attività non inerenti il core business aziendale, la cui valutazione non è stata ricompresa nel piano previsionale di calcolo dei flussi.

## I flussi di cassa attesi

$Fc_t =$

- + Utile ante imposte ed interessi (EBIT)
- Imposte
- + Ammortamenti ed altri accantonamenti per costi differiti
- Investimenti
- + Disinvestimenti
- Incrementi di capitale circolante
- + Diminuzione di capitale circolante

---

**FLUSSO DI CASSA DISPONIBILE (*FREE CASH FLOW*)**

## Il tasso di attualizzazione (i)

### 1. SCELTA DEL PERIODO

- ✓ attendibilità stime
- ✓ ciclo di vita di progetti e tecnologie

### 2. SCELTA DEL TASSO

$$i = i_d * [D / (D + E)] + i_e * [E / (D + E)]$$

## Il valore residuo all'anno $n + 1$

- ✓ Attualizzazione rendita perpetua flusso anno  $n^{\text{mo}}$

$$VR = \frac{F_c^{\text{mo}} / (i-g)}{(1+i)^n}$$

$F_c^{\text{mo}}$  flusso di cassa normalizzato dell'ultimo anno

$(i-g)$  tasso della rendita perpetua, considerando anche il valore "g", che rappresenta il tasso reale di crescita attribuibile in futuro ai flussi di cassa



## I metodi empirici di mercato

### Pregi:

- ✓ aderenza alle logiche di mercato
- ✓ forte valenza "pratica"

### Difetti:

- ✓ scarsa validità teorica
- ✓ disomogeneità e difficoltà reperimento dati

## Alcune metodologie

### 1. APPROCCIO BORSISTICO

- a. Aziende quotate
- b. Aziende non quotate

Coefficienti moltiplicativi: P/E

P/Risultato operativo

P/MOL

P/Patrimonio netto

P/Fatturato

### 2. MULTIPLI TRANSAZIONI PASSATE