

LA VALUTAZIONE D'IMPRESA

di Maurizio Nizzola (*)

Il tema della valutazione delle imprese è divenuto in periodi relativamente recenti un argomento di grande rilevanza professionale. Le differenti operazioni straordinarie che vengono realizzate nel mondo imprenditoriale ed economico (fusioni, acquisizioni, spin-off, ricapitalizzazioni, ecc.) pongono costantemente la problematica del valore da attribuire all'azienda oggetto dell'operazione. Per fornire una risposta concreta al quesito ci siamo avvalsi del software direzionale [Domino B2[®]](#) realizzato da [Easy Share Finance](#), uno strumento di analisi e pianificazione finanziaria strutturato in vari moduli fra loro collegati ed integrati, che dedica una sezione alla valutazione impresa ed ai criteri metodologici più diffusamente applicati. Ritenendo necessario fornire alcune argomentazioni di natura teorica ed operativa, passiamo di seguito ad esaminare i metodi in uso, fornendo risposte alle problematiche ad essi connesse ed i criteri di calcolo e stima forniti dal software.



*) responsabile area consulenza e affari di Easy Share Finance S.r.l.

Come è noto in letteratura ¹ i metodi valutativi d'impresa possono in generale basarsi sull'analisi dei seguenti elementi:

- ☞ il patrimonio;
- ☞ i flussi di risultato;
- ☞ l'*economic profit*;
- ☞ le grandezze economiche e finanziarie di soggetti appartenenti al medesimo settore di attività (*comparable*).

In una visione integrata, gli approcci che ruotano intorno ai suddetti elementi costituiscono lo schema di analisi cui fare riferimento nel processo valutativo del *capitale economico aziendale*. Il valore del capitale economico come "Tema centrale dell'economia di un'impresa", quindi.

"...Da qualche anno è maturata in me la convinzione che la valutazione del capitale economico dell'impresa debba essere considerata un tema, se non il tema, centrale dell'economia aziendale. Tre ordini di ragioni confortano e dimostrano tale opinione. Un primo punto rilevante ma non decisivo è che la valutazione di un'impresa esige conoscenze attente a tutti gli aspetti della sua vita interna (dal marketing alla tecnologia, dalla finanza alla ricerca, dall'organizzazione alla contabilità), alle sue relazioni coi mercati e con l'ambiente esterno in generale, alla sua storia ed alle sue prospettive; il tutto da esprimere in forme sintetiche e da tradurre, infine, in un numero. Un secondo punto, che ormai viene alla luce nella letteratura internazionale, consiste nell'affermazione secondo la quale obiettivo primario dell'opera dei manager è "l'incremento del valore di mercato del capitale dell'impresa". Una terza ragione per affermare la centralità del valore delle imprese risiede nel fatto che il reddito di periodo nelle sue varie configurazioni (reddito contabile, di bilancio, di gestione, ecc.), è sempre meno atto ad esprimere una reale e soddisfacente misura dei risultati conseguiti. Il rimedio concettuale proponibile, cioè il reddito reale per l'investitore, è definito, a sua volta, essenzialmente dagli incrementi di valore che ottiene nel tempo il capitale economico..." (Luigi Guatri "La valutazione delle aziende: teoria e pratica a confronto" ed. Egea").

Nei successivi paragrafi saranno richiamati i dettagli di base connessi a ciascuna delle alternative di valutazione indicate.

A) METODO PATRIMONIALE

L'approccio si sostanzia nella stima dei singoli elementi del patrimonio aziendale che concorrono a determinare il capitale investito della società. Il metodo prevede, innanzitutto, l'individuazione dei singoli *asset* da considerare nel processo di stima. Invero, l'attività valutativa può considerare:

- a) i soli valori iscritti a bilancio (*metodo patrimoniale semplice*), ovvero
- b) estendersi anche a tutti gli altri elementi attribuibili a beni immateriali (*intangibile*), che sebbene non direttamente espressi nel sistema dei valori di bilancio, sono comunque ritenuti parte integrante del patrimonio aziendale e, in quanto tali, oggetto di esplicita stima (*metodo del patrimonio complesso*)²

Relativamente all'attività valutativa in senso stretto, il metodo si prefigge l'obiettivo di rappresentare gli elementi attivi e passivi del patrimonio "a valori correnti". Al riguardo, si sottolinea che laddove la natura dei beni oggetto di stima presenti un elevato contenuto tecnico, si rende necessario l'intervento di esperti con professionalità specifiche per ottenere valutazioni congrue, sia sotto l'aspetto economico che sotto quello fisico - tecnico. La potenziale plusvalenza derivante dall'applicazione del "valore corrente" è stata contemporaneamente ridotta dal previsto effetto fiscale. Tale rivalutazione è puramente indicativa e non ha valore peritale, avendo unicamente lo scopo di colmare parzialmente il divario tra questo metodo di valutazione aziendale e gli altri che verranno illustrati successivamente. La tabella seguente esplicita in modo chiaro i vari passaggi e la determinazione del valore.

PROVA 2		STIMA DEL VALORE - METODO PATRIMONIALE		
	Ultimo bilancio	Valore recupero/Valore corrente		valutazione alla data :
	2006	in %	in valore assoluto	16 giugno 2008
ATTIVO	COSTO STORICO	37,3%	← % effetto fiscale	COSTO RIV. NETTO
A) CRED. VERSO SOCI PER VERS. ANCORA DOVUTI	-	100%		-
IMMOBILIZZAZIONI				
I) Immobilizzazioni immateriali:				
1) Costi d'impianto e di ampliamento	-			

Totale immobilizzazioni immateriali	44.688			44.688
II) Immobilizzazioni materiali:				
1) Terreni e fabbricati	741.863			
- Fondo ammortamento	- 197.133			
= Valore netto Contabile	544.730	100%	1.500.000	1.143.684
2) Impianti e macchinari	1.364.481			
- Fondo ammortamento	- 955.845			
= Valore netto Contabile	408.636	100%	-	408.636
3) Attrezzature	250.312			
- Fondo ammortamento	- 172.510			
= Valore netto Contabile	77.802	100%	-	77.802
4) Altri beni	567.356			
- Fondo ammortamento	- 437.793			
= Valore netto Contabile	129.563	100%	-	129.563
5) Immobilizzazioni in corso e acconti	-			
- Fondo ammortamento	-			
= Valore netto Contabile	-	100%	-	-
Totale immobilizzazioni materiali	1.160.731			1.759.685

Per il valore dei cespiti l'operatore ha due opzioni: inserire la percentuale prevista di valore di recupero (casella gialla), o gli importi rivalutati dei cespiti casella arancio. L'immissione del valore disabilita la percentuale (il cui inserimento diviene superfluo), il programma calcola le imposte sulla plusvalenza e riporta un valore netto.

	VALORI STORICI	VALORI RIVAL. NETTI
VALORE PATRIMONIO NETTO	30.872.862	32.890.413

L'approccio basato sui flussi di risultato

L'approccio si fonda sulla logica secondo cui il valore atteso dei rendimenti futuri che l'azienda sarà in grado di generare esprime il valore economico del capitale. E' evidente quindi la differenza di metodo che intercorre tra questa alternativa e quella precedente. Se infatti il patrimonio netto rettificato fornisce una visione *statica* del capitale economico, la prospettiva di analisi assunta dall'approccio basato sui flussi fornisce una visione dinamica di tale grandezza. Peraltro, si dà minore importanza ai risultati conseguiti in passato, concentrando l'attenzione sulla capacità dell'azienda di produrre flussi di cassa ovvero flussi di reddito. Nel primo caso si parla di *metodo finanziario*, mentre nel secondo di *metodo reddituale*. In entrambi i casi è necessario stimare il tasso di attualizzazione pari al costo medio ponderato del capitale (WACC).

B) STIMA DEL COSTO MEDIO PONDERATO DEL CAPITALE (WACC)

La tabella stima il costo medio ponderato del capitale (Weight Average Capital Cost o WACC) dell'impresa oggetto di analisi. Il WACC rappresenta una media del costo finanziario delle fonti di finanziamento di impresa, ponderate per il loro ammontare. Le fonti finanziarie considerate sono due:

- i mezzi propri;
- i debiti finanziari (posizione finanziaria netta);

Il costo dei mezzi propri

Per stimare il costo dei mezzi propri è stata adottata la metodologia del *Capital Asset Pricing Model* (CAPM). Il CAPM è un modello di valutazione rischio-rendimento in cui si ipotizza che l'investitore diversifichi il rischio del proprio portafoglio aumentando i titoli presenti nello stesso. Solo la parte di rischio non diversificabile dovrà essere remunerata. Nel CAPM il rischio diversificabile è misurato dal "beta" la variabile applicata al mercato di appartenenza ed alle caratteristiche specifiche dell'azienda target. Il "trade off" per l'investitore è misurato da tre passaggi logici:

- 1) Qual'è il rendimento privo di rischio (R_f)?
- 2) Qual'è il sovra-rendimento medio dato dal mercato azionario (MRP) rispetto al R_f ?
- 3) Che rischio specifico si assume investendo in una specifica impresa?

I tre quesiti sono direttamente collegati alle tre componenti del costo dei mezzi propri (K_e) secondo il CAPM: $K_e = R_f + \text{beta} * \text{MRP}$

Il risk free rate

E' il rendimento che si ottiene con un rischio, misurato come beta rispetto al mercato, pari a zero. Poiché anche i titoli di Stato hanno un pur minimo rischio, occorre posizionarsi su titoli a più lunga scadenza, i quali risentono meno degli andamenti ciclici dell'economia. Il *risk free* esprime dunque il rendimento atteso dall'investitore avverso al rischio.

Il Market Risk Premium o MRP

E' il maggior rendimento atteso dal mercato azionario rispetto all'investimento in titoli di debito privi di rischio (*risk free rate*). Per calcolare o stimare l'MRP si può procedere osservando una serie storica sufficientemente lunga dei rendimenti del mercato azionario e dei titoli obbligazionari privi di rischio. Per il calcolo dei rendimenti osservati normalmente si applica la media geometrica (cfr.: "MRP Banca d'Italia geometrica"), tuttavia la scelta è demandata all'operatore su quattro opzioni differenti.

Stima del costo/opportunità dei mezzi propri ($K_e = \text{Rendimento risk free} + \text{beta} * \text{MRP}$)

Rendimento Titoli di Stato decennali: 3,49%

Calcolo del Beta: Beta unil. sett. (1,179), Raw Beta (1,280), sc. dim+illiq. (2,01), Beta prospet. (1,657), Beta soc. quot. ()

Sovra rendimento del mercato ($R_m - R_f$): 3,44%

Opzioni per la determinazione del sovra rendimento del mercato:

- MRP Banca d'Italia media geometrica
- Opzioni di riferimento
- MRP Banca d'Italia media aritmetica
- MRP Banca d'Italia media geometrica
- Ricerca AIAF n. 97/1999
- MRP Italia (Davis, 1995)

Il tasso del capitale proprio secondo questo modello è: 9,19%

Il coefficiente BETA

Il rischio specifico, non diversificabile, dell'impresa è catturato dal suo beta, cioè dal rendimento attribuibile all'ipotetica azione rispetto al settore di riferimento. Posto che il mercato ha un beta pari a 1, maggiore è il beta dell'azione (>1), maggiori saranno le variazioni nei suoi rendimenti (positivi o negativi) rispetto al mercato stesso. Se l'impresa non è quotata, si utilizza il beta medio di settore espressione della rischiosità caratteristica del business di riferimento (*Beta unlevered*) con l'aggiunta della struttura finanziaria con cui opera l'impresa oggetto di analisi.

La procedura seguita, particolarmente complessa, è importante per attribuire un giusto peso alla stima dei mezzi propri dell'impresa.

Calcolo del Beta	
Beta di settore	1,00
Indebitamento medio di settore	38,0%
Tax rate medio di settore	50,6%
Beta unlevered di settore	0,84
Tax rate 2005 azienda target	46,5%
D/E 2005 azienda target	107,4%
Raw Beta Azienda target	1,33
Sconto imprese a dimensioni limitate	20%
Raw Beta Azienda target	1,59
Sconto illiquidità	30%
Beta azienda target	2,07
Beta prospettico azienda target	1,69

Il Beta è calcolato partendo dall'analisi di società quotate appartenenti al settore simile, tale Beta viene definito *levered*. Per passare dal Beta levered a quello *unlevered* di settore si è applicato il tasso di indebitamento medio e *tax rate* medio del settore al quale appartiene la società oggetto di analisi. I dati medi di settore sono contenuti nella banca dati del software e desunti dell'analisi di Mediobanca (ultima edizione 2009). Applicando al *Beta unlevered* di settore il rapporto *D/E* e il *tax rate* della società si ottiene il *Raw Beta*, successivamente calcolando lo sconto per piccola dimensione e liquidità si ottiene il *Beta azienda target*. Il *Beta prospettico*, quello utilizzato nel calcolo, scaturisce applicando la formula di Blume, ovvero 2/3 del beta attuale più 1/3 del beta futuro di mercato (che è sempre ed in ogni istante per definizione =1). Il programma consente due scelte a seconda che l'azienda da analizzare sia o meno quotata in Borsa. In quest'ultimo caso l'operatore può inserire nella casella bianca il beta riferito alla società in questione.

	Beta uni. sett.	Raw Beta	sc. dim+illiq.	Beta prospet.	Beta soc. quot.	
Calcolo del Beta				0,975	0,975	il coefficiente BETA è stato determinato dall'utente (società quotate)

Qualora l'impresa non fosse quotata, il coefficiente beta viene determinato direttamente dal programma seguendo i criteri sopra riportati.

	Beta uni. sett.	Raw Beta	sc. dim+illiq.	Beta prospet.	Beta soc. quot.	
Calcolo del Beta	1,179	1,280	2,01	1,657		il coefficiente BETA e' stato calcolato dal programma

Il costo del capitale di debito

Il costo del debito è il costo di un finanziamento che l'impresa otterrebbe se si presentasse sul mercato (prestito obbligazionario o finanziamento sindacato) per un finanziamento a medio/lungo termine. Maggiore è il suo *standing* creditizio (non solo capacità di rimborso, ma anche la credibilità del *management*), minore sarà il suo costo della raccolta.

Il programma calcola il tasso in modo completamente automatico, attivando il foglio valutazione, sulla base del rating assegnato (sezione: "Basel 2 Internal Rating Based", *Pricing operazione di credito*).

Il tasso è costituito da due componenti :

- 1) il *tasso risk free* R_f : tasso euribor a 6 mesi da aggiornare periodicamente;
- 2) il tasso applicato all'impresa in base al rischio da essa generato per il finanziatore.

SOCIETA' 3		STIMA DEL COSTO MEDIO PONDERATO DEL CAPITALE (WACC)		
Tasso risk free				
Euribor 6 m.		1,00%		
Stima del costo del capitale di debito in base al rating assegnato				
Il Tasso del capitale di debito è:		5,87%		← rating
		S&P	FITCH	MOODY'S
		BBB+	BBB+	Baa1

C) METODO REDDITUALE

In questo caso il valore dell'azienda viene fatto dipendere dalla capacità della medesima di generare redditi futuri. Analogamente al metodo finanziario, il processo valutativo fa perno sull'attualizzazione di grandezze stimate mediante un appropriato tasso di sconto. Tuttavia, rispetto al metodo finanziario, sussistono alcune importanti differenze.

- Le grandezze oggetto di attualizzazione sono rappresentate dai redditi netti conseguibili durante l'orizzonte temporale con eventuale valore residuo o valore a regime stimato in ipotesi di rendita perpetua.
- La quantificazione dei redditi netti prevede una procedura cosiddetta di "normalizzazione", attraverso la quale si provvede a rimuovere i condizionamenti indotti dalle componenti straordinarie, da quelle estranee alla gestione corrente e in genere da tutte le politiche di bilancio che in varia misura potrebbero distorcere la stima del reddito effettivamente conseguibile in futuro.
- Poiché le grandezze esaminate si riferiscono a flussi di reddito netto è evidente che la prospettiva di analisi è quella dei soli azionisti e non anche di quella dei finanziatori

esterni. Per tale ragione, il tasso di attualizzazione da adottare quale fattore di sconto dei flussi stimati deve essere rappresentativo del solo costo del capitale proprio. Di contro, nel metodo finanziario il tasso di sconto deriva dalla media ponderata della remunerazione riconosciuta agli azionisti e di quella riconosciuta ai finanziatori esterni.

- La logica valutativa fa riferimento a flussi di reddito che sono già al netto della posizione debitoria, sicché il valore dell'azienda deriva dalla somma del valore attuale di tali flussi con l'eventuale valore residuo. Non è necessario fare riferimento ai debiti onerosi per sottrarli dal valore attuale dei flussi, come avviene invece nel metodo finanziario.

Quindi il concetto alla base di questo tipo di valutazione è che il valore dell'azienda è essenzialmente legato ai redditi che, sulla base delle attese, sarà in grado di realizzare. Si lega il valore dell'azienda (W), in modo esclusivo, al reddito atteso (R), da cui l'espressione generale: $W = f(R)$; si tratta di una funzione di capitalizzazione che lega W a R. La grandezza W si suppone, per ipotesi universalmente accolta, formata dalla serie dei valori attuali dei redditi futuri dell'impresa.

La funzione presenta una diversa struttura seconda che i redditi si presumano:

- 1) di durata indefinita;
- 2) di durata limitata nel tempo;
- 3) legati alla vita di una persona.

Nel primo caso la formula valutativa è la funzione del *valore attuale della rendita perpetua*. In generale l'assunzione di vita indefinita dell'azienda, corrispondente matematicamente all'assunzione della rendita perpetua, è un'ipotesi molto frequente in quanto si considera che l'azienda sia un istituto economico destinato a durare nel tempo.

Nel secondo e terzo caso assume il *valore attuale di una rendita posticipata di durata pari ad n anni*. Questa circostanza va considerata quando l'attività dell'impresa è condizionata dall'opera e dall'azione di determinati soggetti, per cui la redditività non possa essere valutata prescindendo da tali aspetti personali (il caso delle piccole imprese personalizzate).

Essendo importante la determinazione del reddito normalizzato, il software ripropone per ciascuno degli anni presi in considerazione la possibilità di normalizzare il reddito.

a) calcolo del reddito normalizzato

STIMA REDDITO NETTO NORMALIZZATO	CONSUNTIVO			FORECAST					
	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
UTILE NETTO	1.623.991	1.802.645	7.504.670	4.476.783	3.711.509	3.565.803	3.551.154	3.133.857	2.921.457
+/- partite straordinarie	13.829	-244.513	-5.491.271	0	0	0	0	0	0
effetto fiscale	33,00%	-4.564	80.689	1.812.119	0	0	0	0	0
+ accantonamenti		4.310	4.195	4.515	0	0	0	0	0
effetto fiscale	37,25%	-1.605	-1.563	-1.682	0	0	0	0	0
+ ammortamenti anticipati		0	0	0	0	0	0	0	0
effetto fiscale	37,25%	0	0	0	0	0	0	0	0
+ altri accadimenti straordinari di gestione		0	0	0	0	0	0	0	0
effetto fiscale	37,25%	0	0	0	0	0	0	0	0
+ compenso amministratori									
effetto fiscale	37,25%	0	0	0	0	0	0	0	0
		0	0	0	0	0	0	0	0
effetto fiscale	37,25%	0	0	0	0	0	0	0	0
effetto fiscale	37,25%	0	0	0	0	0	0	0	0
REDDITO NORMALIZZATO NETTO (R)	1.635.961	1.641.454	3.828.352	4.476.783	3.711.509	3.565.803	3.551.154	3.133.857	2.921.457

All'utile netto vengono sommate le imposte pagate e le componenti di natura straordinaria. All'analista è richiesto un intervento limitato all'individuazione delle ulteriori componenti che non rappresentano elementi ordinari d'esercizio (svalutazioni, rivalutazioni, componenti di costo/ricavo temporaneamente molto alte, ecc). Una volta individuato il

reddito normalizzato lo stesso deve essere depurato della componente imposte, ricalcolate sulla base della nuova configurazione di reddito. Quello che si ottiene è il reddito normalizzato netto.

2) **Il tasso di attualizzazione** applicato dal programma , in accordo a quanto riportato in precedenza, è il solo costo del capitale proprio.



3) **Calcolo del valore finale del capitale economico**

Il programma, rifacendosi ai concetti introduttivi, elabora il valore con le due opzioni:

Valore dell'impresa con applicazione della rendita perpetua

Per tenere conto della possibilità che il reddito normalizzato cresca durante l'orizzonte temporale considerato è stato inserito un fattore di crescita (*growth* o *g*), gestibile liberamente dall'operatore, che consente di correggere la valutazione per tenere conto della normale crescita del reddito.

Valore dell'impresa con applicazione della rendita posticipata di n anni

l'operatore dovrà selezionare il numero di anni preso a riferimento sia per gli anni a consuntivo, che per quelli a preventivo e opzionare un'eventuale % di previsione di crescita del reddito.

VALORE DELL'IMPRESA APPLICANDO LA FORMULA DELLA RENDITA PERPETUA									
	reddito medio ultimi 3 anni			reddito medio stimato successivi 6 anni					
Reddito medio euro	43.022			4.793.663					
Formulazione utilizzata	R / i			R / i					
VALORE DEL PATRIMONIO NETTO D'IMPRESA	523.514			58.331.395					
Fattore "g"									
previsione di crescita del reddito (inserisci opzioni)	0,00%	0,50%	1,00%	0,00%	0,50%	1,00%	1,25%		
VALORE DEL PATRIMONIO NETTO	523.514	557.429	596.043	58.331.395	62.110.323	66.412.796	68.795.581		
VALORE DELL'IMPRESA APPLICANDO LA FORMULA DI UNA RENDITA DI "n" ANNI									
	reddito medio ultimi 3 anni			reddito medio stimato successivi 6 anni					
Reddito medio euro	43.022			4.793.663					
Formulazione utilizzata	R * a _n / i			R * a _n / i					
inserisci numero anni	25			25					
VALORE DEL PATRIMONIO NETTO D'IMPRESA	450.830			50.232.668					
Fattore "g"									
previsione di crescita del reddito (inserisci opzioni)	0,00%	0,50%	1,00%	0,00%	0,50%	1,00%	1,25%		
VALORE DEL PATRIMONIO NETTO	450.830	470.536	491.671	50.232.668	52.428.465	54.783.291	56.024.853		

caselle di input rendita perpetua : % previsione crescita del reddito o fattore "g"

caselle di input rendita "n" anni : durata rendita e % previsione crescita.

I valori vengono espressi sia per i redditi dei tre anni di consuntivo (a titolo indicativo), sia per i sei di preventivo.

D) METODO FINANZIARIO O DISCOUNTED CASH FLOW

Il Metodo Finanziario o Metodo "Discounted Cash Flow" consiste nell'attualizzazione dei flussi finanziari futuri ed è riconosciuto come il più accreditato dalle moderne teorie aziendali che correlano il valore aziendale alla capacità di produrre un livello di flussi finanziari adeguato a soddisfare le aspettative di remunerazione di un investitore. Secondo la prassi prevalente, il valore del capitale proprio di un'azienda è dato dalla somma algebrica delle seguenti componenti ³:

- il valore attuale dei flussi di cassa operativi netti, che sarà in grado di generare in futuro (il cosiddetto *Enterprise Value*), scontati ad un tasso di attualizzazione pari al costo medio ponderato del capitale (WACC). In genere tale calcolo prevede la determinazione del valore attuale dei flussi di cassa operativi attesi per un periodo di previsione esplicito ed un valore finale (definito *Terminal Value*), corrispondente al valore attuale dei flussi successivi al periodo di previsione analitica. Il valore finale è sostanzialmente una grandezza di sintesi che rappresenta il valore attuale dei flussi di cassa operativi previsti per il periodo successivo all'orizzonte temporale esplicito della proiezione (nel nostro caso dopo il 2014).

STIMA DEI FLUSSI GENERATI DALLA GESTIONE CORRENTE		AL NETTO DEGLI INVESTIMENTI NECESSARI							
Stima del valore	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	
Variazione % Cap. Circolante della Gestione Corr.		8,6%	-18,0%	-12,5%	3,1%	0,7%	-3,5%	-5,8%	
Flusso di Cap. Circolante della Gestione Corr. (FCCGC)	5.016.116	5.447.084	4.466.734	3.907.262	4.027.340	4.056.711	3.915.385	3.686.577	
+/- variazione Cap. Circ. Netto	- 281.091	- 938.807	163.907	88.596	- 194.244	108.254	353.374	- 407.830	
= Cash Flow Gestione Corrente (FCGC)	4.735.025	4.508.277	4.630.641	3.995.859	3.833.096	4.164.965	4.268.759	3.278.746	
- Investimenti	- 3.230.201	- 1.862.847	366.359	- 1.700.000	- 1.900.000	- 200.000	- 2.200.000	- 300.000	
= Cash Flow Gestione Operativa (CFGD)	1.504.824	2.645.430	4.997.000	2.295.859	1.933.096	3.964.965	2.068.759	2.978.746	
Fattore di attualizzazione			0,93	0,87	0,80	0,75	0,70	0,65	
CFGD attualizzato			4.647.895	1.986.273	1.555.587	2.967.748	1.440.272	1.928.924	
SOMMA CASH FLOW GESTIONE OPERAT. PREVISTI NEL PERIODO DAL		2009	AL	2014			14.526.698		

- La posizione finanziaria netta consolidata, espressa a valori di mercato (nonostante si tratti di un'approssimazione, nella prassi spesso si utilizza la posizione finanziaria netta risultante dall'ultimo bilancio).

SOCIETA' 3		METODO FINANZIARIA DI STIMA DEL VALORE - DIVIDEND DISCOUNTED CASH FLOW (DDCF)							
FONTI FINANZIAMENTO	CONSUNTIVO			FORECAST					
Stato patrimoniale sintetico	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Immobilizzazioni nette	11.035.732	11.507.679	10.485.167	10.118.808	11.625.808	13.097.308	12.823.808	14.322.808	13.886.808
Immobilizzi finanziari	2.969.887	3.273.198	9.601.380	9.601.380	9.601.380	9.601.380	9.601.380	9.601.380	9.601.380
Posizione finanziaria verso il gruppo	1.579.335	1.083.159	939.462	939.462	939.462	939.462	939.462	939.462	939.462
Attività commerciali	12.232.410	12.415.177	13.248.008	13.084.101	12.995.505	13.189.749	13.081.496	12.728.121	13.135.952
Capitale investito	27.817.364	28.279.213	34.274.017	33.743.751	35.162.155	36.827.899	36.446.146	37.591.771	37.563.602
Posizione finanziaria attiva	- 401.549	- 529.576	- 403.893	- 1.605.894	- 4.936.499	- 7.604.614	- 12.084.744	- 14.370.197	- 18.192.046
Posizione finanziaria passiva	7.053.367	6.040.598	3.805.048	0	1.037.500	1.805.556	2.352.778	2.650.000	3.522.222
Posizione finanziaria netta	6.651.818	5.511.022	3.401.155	- 1.605.894	- 3.898.999	- 5.799.058	- 9.731.966	- 11.720.197	- 14.669.823
Capitale netto	21.165.546	22.768.191	30.872.862	35.349.645	39.061.154	42.626.957	46.178.111	49.311.969	52.233.425
Capitale acquisito	27.817.364	28.279.213	34.274.017	33.743.751	35.162.155	36.827.899	36.446.146	37.591.771	37.563.602

- Il valore di mercato di eventuali attività non inerenti alla gestione caratteristica o comunque non considerate ai fini delle proiezioni dei flussi di cassa operativi (*surplus asset*).

DETERMINAZIONE DEL VALORE D'IMPRESA AL TERMINE DEL PERIODO CONSIDERATO					
<i>il terminal value è calcolato sul FCGO, è quindi influenzato da investimenti in capitale fisso e circolante pari all'ultimo anno di previsione</i>					
Flusso di Cassa della Gestione Operativa (FCGO) previsto nell'anno	2014		2.978.746		
Flusso di cassa perpetuo			2.978.746		
Fattore "g"					
previsione crescita del cash flow nel lungo termine (inserisci opzioni)			0,00%	0,25%	0,50%
A) Stima del valore dell'impresa sulla base dei flussi a partire dall'anno	2014		25.681.464	26.565.375	27.512.644
B) Somma Cash Flow Gestione Operativa previsti periodo	2009	2014	14.526.698	14.526.698	14.526.698
Valore dell'attivo			40.207.862	41.092.073	42.039.342
(-) Saldo finanziario attivo / (-) Saldo finanziario passivo			- 3.401.155	- 3.401.155	- 3.401.155
VALORE DEL PATRIMONIO NETTO - METODO FINANZIARIO			36.806.707	37.690.918	38.638.187

Ai cash flow operativi per il periodo di analisi viene sommato il *Terminal Value*, quale flusso di cassa perpetuo calcolato sull'ultimo esercizio preventivo. Al valore dell'attivo viene dedotto l'ammontare del saldo finanziario netto (pari a quello desunto dall'ultimo esercizio consuntivo).

Il coefficiente "g" è il tasso di crescita del flusso di cassa atteso in perpetuo. Opportune riflessioni, relative al flusso di cassa dell'ultimo periodo di previsione, suggeriscono un approccio prudente nella stima del tasso "g", che dovrebbe essere scelto tendenzialmente pari a zero. Tale scelta deve comunque raffrontarsi con un'ottica settoriale e aziendale ed eventualmente orientarsi verso tassi differenti in casi particolari o qualora l'orizzonte di previsione esplicita fosse particolarmente breve. In ogni caso, l'adozione di un tasso diverso da zero dovrebbe essere sempre adeguatamente motivata.

Queste conclusioni potrebbero apparire penalizzanti, tuttavia si ritiene rappresentino, in un'ottica di lungo periodo, delle scelte ragionevoli per un approccio razionale alla stima del valore del capitale aziendale.

L'approccio basato sull'economic profit

La logica di fondo di questo approccio si basa sulla considerazione che il valore del capitale economico è determinato dalla somma di due fattori: il valore delle attività aziendali in essere; il valore dei redditi eccedenti il rendimento atteso delle medesime. Gli approcci più diffusi nella pratica operativa riconducibili a questa categoria sono: il *metodo misto* con evidenziazione dell'avviamento; il metodo dell'*Economic Value Added (EVA)*.

E) METODO MISTO

Il metodo misto correla il valore d'impresa sia al valore effettivo del suo patrimonio, sia alla capacità di generare flussi futuri. L'approccio utilizza quindi contemporaneamente il metodo patrimoniale (semplice o complesso) ed il metodo basato sui flussi di risultato (finanziario o reddituale).

La soluzione più diffusa in ambito operativo e professionale è quella del metodo misto patrimoniale-reddituale, secondo il quale il valore dell'azienda si ottiene sommando due elementi:

- il patrimonio netto rettificato;
- il sovra-reddito attualizzato, che quantifica l'avviamento ovvero la capacità dell'impresa di generare una redditività incrementale rispetto al rendimento normale di settore.

L'impostazione originale del metodo misto patrimoniale/reddituale con stima autonoma del *Goodwill* riporta ad una definizione di *n*, che si fonda su di una limitata durata del profitto,

in quanto si suppone che le condizioni generatrici di reddito non possano durare a lungo e siano quindi destinate ad estinguersi o ad attenuarsi nel corso di alcuni anni. E' evidente la natura prudentiale di tale atteggiamento, che dovrebbe portare ad una valutazione per difetto del *Goodwill*. Perciò, secondo la prassi un tempo più diffusa, *n* poteva variare tra 3 e 5 anni. In tempi recenti l'evoluzione concettuale che il metodo ha seguito, con l'abbandono della necessaria prevalenza della componente patrimoniale e la crescente rilevanza attribuita agli aspetti reddituali, ha condotto ad una sostanziale revisione di tali indicazioni. Per aziende dotate di elevata e stabile redditività, per le quali ragionevoli previsioni o attese possano spingersi oltre il quinquennio, i valori di *n* possono giungere a 8/12 anni. In tal senso si pronunciano sempre più spesso anche le stime peritali.

In sede di stima dell'azienda, la misura del "capitale investito" è di regola espressa dal valore patrimoniale. Il problema, in proposito, è la scelta dei vari modi di definizione di tale valore patrimoniale. La soluzione più semplice e più frequentemente adottata è nel senso del capitale netto rivalutato (K): il che identifica il valore patrimoniale con il costo odierno degli elementi attivi del capitale, s'intende salvo deduzione degli elementi passivi, per quanto necessario a loro volta aggiornati. In alternativa è talvolta consigliato il riferimento al capitale netto parzialmente rivalutato (K_p), cioè con rivalutazione limitata ai cespiti non soggetti ad ammortamento o con rivalutazione "controllata" dei cespiti soggetti ad ammortamento. Il metodo tipico di situazioni aziendali del settore industriale, nelle quali la scarsità dei risultati economici attesi non solo esclude il calcolo di un *Goodwill* (per carenza dei profitti), ma imporrebbe la decurtazione del capitale netto rettificato K a mezzo della stima di un valore di *Badwill*, per insufficienza di remunerazione dei capitali investiti ($R < i K$). In tale situazione appare spesso più agevole controllare e se del caso limitare la rivalutazione dei beni oggetto di ammortamento (tipicamente gli impianti delle aziende industriali), piuttosto che esprimere il costo di ricostruzione nel valore K e successivamente ridurre tale valore a mezzo della stima di un *Badwill*⁴. Sostanzialmente, nelle aziende industriali, l'omessa rivalutazione degli impianti, ha il preciso significato di contenere la dimensione del *Badwill*, riducendo peraltro il valore patrimoniale di partenza. La tabella elabora il valore seguendo due diversi criteri di stima

il metodo del valore medio che definisce il valore del capitale economico (W) come media aritmetica del capitale netto rettificato (K) e del valore di capitalizzazione del reddito atteso con la formula della rendita perpetua (R/i).

VALORE DELL'IMPRESA CON APPLICAZIONE DEL METODO DEL VALORE MEDIO SU RENDITA PERPETUA		
	reddito medio ultimi 3 anni	reddito medio stimato successivi 6 anni
Reddito medio euro	2.368.589	3.560.094
Formula utilizzata - rendita perpetua	R / i	R / i
Capitale netto rettificato	30.872.862	30.872.862
Stima del "goodwill" lordo	badwill !	15.143.987
Formula utilizzata: metodo del valore medio	$W = 1/2(K + R/i)$	
VALORE DEL CAPITALE ECONOMICO	30.872.862	38.444.856

il metodo della capitalizzazione limitata del profitto medio, che basandosi sul criterio di stima autonoma del Goodwill, calcola il valore economico dell'impresa quale somma del capitale netto rettificato e della capitalizzazione limitata del profitto medio (o sovra-reddito medio). Nella pratica il numero degli anni riferibili al calcolo del valore attuale della rendita varia da 5 a 8.

Il software consente di effettuare la scelta del periodo inserendo il numero relativo agli anni di calcolo nella casella bianca

VALORE DELL'IMPRESA CON APPLICAZIONE DEL METODO DELLA CAPITALIZZAZIONE LIMITATA DEL SOVRAREDDITO MEDIO		
	reddito medio ultimi 3 anni	reddito medio stimato successivi 6 anni
Reddito medio euro	2.368.589	3.560.094
Capitale netto a valori contabili	30.872.862	30.872.862
inserisci numero anni (minimo 5 - massimo 8)	8	8
Stima autonoma del "goodwill"	288.570	7.204.723
Formula utilizzata: capitalizzazione limitata del soprareddito medio	$K + a_{n,r} (R - i \times K)$	
VALORE DEL CAPITALE ECONOMICO	31.161.432	38.077.585

Per meglio chiarire il funzionamento di questo metodo, consideriamo tre ipotesi differenti:

1.a ipotesi : non vi è reddito, ma perdita

Reddito medio euro	- 764.350
Capitale netto a valori contabili	30.872.862
inserisci numero anni (minimo 5 - massimo 8)	8
Stima autonoma del "goodwill"	no profit !
Formula utilizzata: capitalizzazione limitata del soprareddito medio	
VALORE DEL CAPITALE ECONOMICO	30.872.862

il software segnala il mancato profitto e il valore indica il capitale netto a valori contabili.

2.a ipotesi : vi è reddito, tuttavia il valore attualizzato dello stesso con la formula della rendita (perpetua o di "n" anni) è inferiore al valore contabile, pertanto non vi è valore di avviamento

Reddito medio euro	750.000
Capitale netto a valori contabili	30.872.862
inserisci numero anni (minimo 5 - massimo 8)	8
Stima autonoma del "goodwill"	badwill !
Formula utilizzata: capitalizzazione limitata del soprareddito medio	
VALORE DEL CAPITALE ECONOMICO	32.890.413

il software segnala un *badwill* e il valore del capitale indicato è quello calcolato con il metodo patrimoniale.

3.a ipotesi : il reddito attualizzato con la formula della rendita (perpetua o di “n” anni) è superiore al valore contabile, pertanto si configura un avviamento o *goodwill*

Reddito medio euro	3.875.000
Capitale netto a valori contabili	30.872.862
inserisci numero anni (minimo 5 - massimo 8)	8
Stima autonoma del "goodwill"	8.578.193
Formula utilizzata: capitalizzazione limitata del soprareddito medio	
VALORE DEL CAPITALE ECONOMICO	39.451.055

Il software riporta quale valore il capitale netto a valori contabili, incrementato dal valore calcolato del goodwill.

F) METODO ECONOMIC VALUE ADDED (EVA®)

Un metodo di valutazione di particolare interesse, che offre una diversa rappresentazione del valore rispetto al DCF è l'EVA® (*Economic Value Added*).

L'EVA è una metodologia di determinazione delle performance d'azienda correlata all'obiettivo di massimizzazione del valore degli azionisti; viene utilizzata per misurare il valore creato, ossia il "profitto che residua dopo aver dedotto il costo del capitale utilizzato per generare quel profitto"⁵.

L'*Economic Value Added* si fonda sull'assunto per cui un'azienda crea valore laddove i profitti sono superiori al costo complessivo delle fonti di finanziamento.

La misura del valore generato o distrutto annualmente dall'azienda è data dal profitto operativo al netto delle imposte, (*NOTPAT*), dedotto un costo figurativo espressivo della remunerazione del capitale investito.

Dove:

NOTPAT (*Net Operating Profit After Tax*) = risultato operativo netto d'imposta;

WACC (*Weighted Average Capital Cost*) = costo medio ponderato del capitale investito;

CE (*Capital Employed*) = capitale investito netto, risultante dall'ultimo bilancio.

La formula è la seguente:

$$EVA = NOTPAT - (WACC \times CE)$$

La versatilità di utilizzo dell'EVA dipende anche dalla relazione che ha con tre importanti aree di decisione manageriale:

- decisioni operative (scelta delle ASA in cui operare, efficienza, pricing, ecc.);
- decisioni di investimento;
- decisioni di finanziamento (*leverage*, tipologia di strumenti finanziari, tassi d'interesse, ecc.).

I tre livelli decisionali indicati impattano direttamente sulla creazione del valore e quindi sull'EVA.

Per questa sensibile correlazione tra il valore dell'impresa e le aree di decisione manageriale, l'EVA viene utilizzato, oltre che per la valutazione delle aziende, per una serie di finalità gestionali, quali:

- ⇒ il supporto alla pianificazione strategica nella valutazione di strategie alternative (*capital budgeting*, *capital allocation*, ingresso/uscita da aree d'affari, ecc.);
- ⇒ la strutturazione di un sistema di *rewarding* basato sulla creazione di valore;
- ⇒ la valutazione di operazioni di finanza straordinaria (fissazione del *pricing* in operazioni

di M&A, IPO, restructuring, ecc.);

⇒ la comunicazione con gli investitori.

Dalla determinazione dell'EVA si giunge al calcolo del valore dell'impresa attraverso una grandezza intermedia definita MVA (*Market Value Added*) che matematicamente è equivalente al valore attuale di tutti gli EVA futuri.

Questo metodo, pur conducendo a risultati spesso quasi simili, offre una diversa rappresentazione del valore aziendale rispetto ai metodi tradizionali come il DCF. Il metodo dei flussi di cassa si fonda esclusivamente su risultati futuri ed il *terminal value* rappresenta una parte rilevante del valore d'impresa. L'EVA invece spiega una porzione considerevole del valore aziendale sulla base della performance conseguita fino ad oggi e delle aspettative di crescita a medio termine, calcolate partendo dal piano industriale.

Con questa formulazione l'area al di fuori del controllo del management, per quanto attiene la valorizzazione dell'azienda, viene sensibilmente ridotta ed il valore è espressivo non solo dei risultati che l'impresa sarà in grado di raggiungere in futuro, ma anche dei risultati conseguiti sino ad oggi.

Stato patrimoniale sintetico	CONSUNTIVO			FORECAST					
	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Immobilizzazioni nette	11.035.732	11.507.679	10.485.167	10.118.808	11.625.808	13.097.308	12.823.808	14.322.808	13.886.808
Immobilizzi finanziari	2.969.887	3.273.198	9.601.380	9.601.380	9.601.380	9.601.380	9.601.380	9.601.380	9.601.380
Posizione finanziaria verso il gruppo	1.579.335	1.083.159	939.462	939.462	939.462	939.462	939.462	939.462	939.462
Capitale circolante netto	12.232.410	12.415.177	13.248.008	13.084.101	12.995.505	13.189.749	13.081.496	12.728.121	13.135.952
Capitale investito	27.817.364	28.279.213	34.274.017	33.743.751	35.162.155	36.827.899	36.446.146	37.591.771	37.563.602
Posizione finanziaria attiva	-401.549	-529.576	-403.893	-1.605.894	-4.936.499	-7.604.614	-12.084.744	-14.370.197	-18.192.046
Posizione finanziaria passiva	7.053.367	6.040.598	3.805.048	0	1.037.500	1.805.556	2.352.778	2.650.000	3.522.222
Posizione finanziaria netta	6.651.818	5.511.022	3.401.155	-1.605.894	-3.898.999	-5.799.058	-9.731.966	-11.720.197	-14.669.823
Capitale netto	21.165.546	22.768.191	30.872.862	35.349.645	39.061.154	42.626.957	46.178.111	49.311.969	52.233.425
Capitale acquisito	27.817.364	28.279.213	34.274.017	33.743.751	35.162.155	36.827.899	36.446.146	37.591.771	37.563.602

STIMA DELLA COMPOSIZIONE DELLE FONTI DI FINANZIAMENTO									
Struttura finanziaria	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Posizione finanziaria	6.651.818	5.511.022	3.401.155	-1.605.894	-3.898.999	-5.799.058	-9.731.966	-11.720.197	-14.669.823
Capitale netto	21.165.546	22.768.191	30.872.862	35.349.645	39.061.154	42.626.957	46.178.111	49.311.969	52.233.425
Capitale acquisito	27.817.364	28.279.213	34.274.017	33.743.751	35.162.155	36.827.899	36.446.146	37.591.771	37.563.602
Posizione finanziaria	23,9%	19,5%	9,9%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Capitale netto	76,1%	80,5%	90,1%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Capitale acquisito	100,0%								

STIMA DEL FLUSSO ECONOMIC VALUE ADDED	EVA®							
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Flusso di cassa gestione corrente (FCGC)	5.016.116	5.447.084	4.466.734	3.907.262	4.027.340	4.056.711	3.915.385	3.686.577
variazione CCN	-281.091	-938.807	163.907	88.596	-194.244	108.254	353.374	-407.830
Investimenti	-3.230.201	-1.862.847	366.359	-1.700.000	-1.900.000	-200.000	-2.200.000	-300.000
Ammortamenti	2.758.254	2.885.359	0	193.000	428.500	473.500	701.000	736.000
Investimenti complessivi	-753.038	83.705	530.266	-1.418.404	-1.665.744	381.754	-1.145.626	28.170
Nopat - Net Operating Profit After Tax	2.257.862	2.561.725	4.466.734	3.714.262	3.598.840	3.583.211	3.214.385	2.950.577
Investimento iniziale	33.604.684	34.357.722	34.274.017	33.743.751	35.162.155	36.827.899	36.446.146	37.591.771
Capital charge	-2.442.887	-2.497.629	-3.030.139	-2.983.258	-3.108.658	-3.255.926	-3.222.175	-3.323.459
EVA®	-185.025	64.096	1.436.596	731.004	490.182	327.285	-7.790	-372.882
Fattore di attualizzazione			0,92	0,84	0,78	0,71	0,65	0,60
EVA® attualizzato			1.319.904	617.071	380.172	233.216	-5.100	-224.294

DETERMINAZIONE DEL VALORE CREATO A PARTIRE DALL'ULTIMO ANNO

EVA® calcolato all'ultimo anno

- 370.392

Fattore "g"

previsione crescita del cash flow nel lungo termine (inserisci opzioni)



0,00%	0,25%	0,50%	0,75%
-2.520.058	-2.593.393	-2.671.124	-2.753.659

A) Stima del valore dell'impresa sulla base dei flussi di EVA dell'ultimo anno

VALORE D'IMPRESA - METODO EVA®

	2009	2014	2.320.969	2.320.969	2.320.969	2.320.969
B) Somma dei flussi EVA® previsti per il periodo			2.320.969	2.320.969	2.320.969	2.320.969
C) Valore cumulato dei flussi EVA® (A+B)			-199.089	-272.424	-350.155	-432.690
D) Capitale di partenza a valori contabili			34.274.017	34.274.017	34.274.017	34.274.017
E) Valore totale dell'attivo (C+D)			34.074.928	34.001.593	33.923.862	33.841.327
F) (-) Saldo finanziario attivo / (-) Saldo finanziario passivo			-3.401.155	-3.401.155	-3.401.155	-3.401.155
VALORE DEL CAPITALE ECONOMICO - METODO EVA			30.673.773	30.600.438	30.522.707	30.440.172

Note e Bibliografia

1. Guatri L., Bini M. "Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende" Univ. Bocconi Editore, Milano 2005.
2. Si distingue in proposito, tra beni immateriali iscritti a bilancio (marchi, brevetti, ecc.) dotati di valore di mercato (metodi patrimoniali complessi di 1° grado) e beni immateriali non iscritti a bilancio che possono essere oggetto di autonomo trasferimento (rete di vendita, personale) dotati anch'essi di valore di mercato (metodi patrimoniali complessi di II grado).
3. Confronta il testo di Borsa Italiana "Guida alla Valutazione" ed. 2004, reperibile sul sito : www.borsaitaliana.it
4. cfr.: Luigi Guatri "La valutazione delle aziende – Teoria e pratica a confronto" ed. EGEEA, Milano 1990.
5. Per una miglior conoscenza della metodologia confronta i testi: J. M. Stern – J. S. Shiely, "The EVA Challenge", John Wiley & Sons, New York, 2001 e G.Bennett Stewart III "La ricerca del valore - Una guida per il management e gli azionisti" EGEEA 2000.