



Prof. Alfonso Di Sabatino Martina

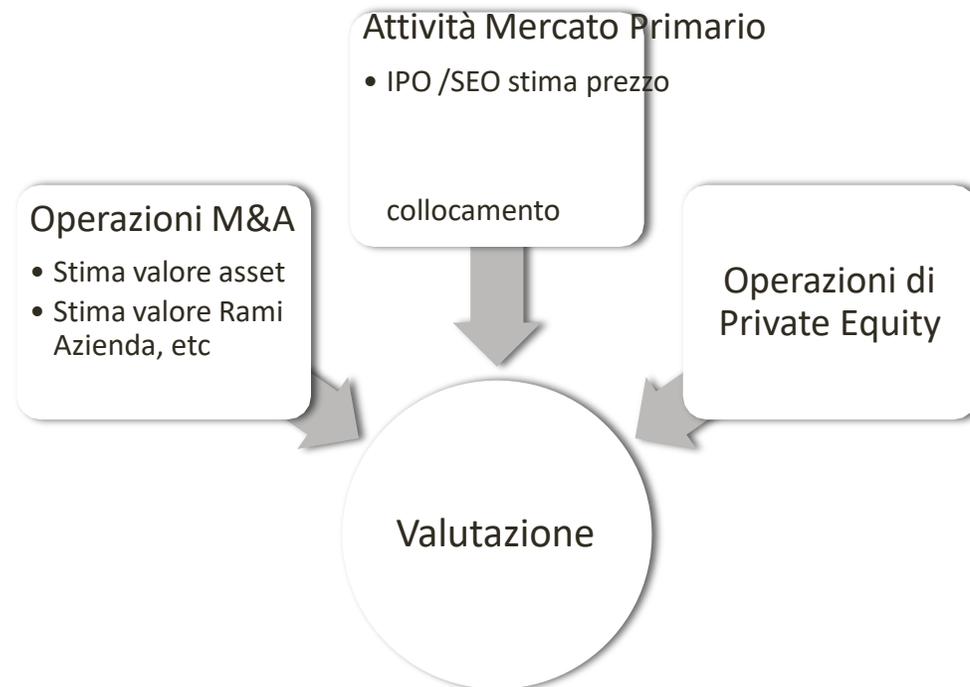
# Strategia e Valutazione

MODULO 2 – VALUTAZIONE D’AZIENDA  
LEZIONE X - – DEL 22/03/2023 “STIMA DEL  
CAPITALE ECONOMICO” – INTRODUZIONE AL  
METODO PATRIMONIALE E REDDITUALE

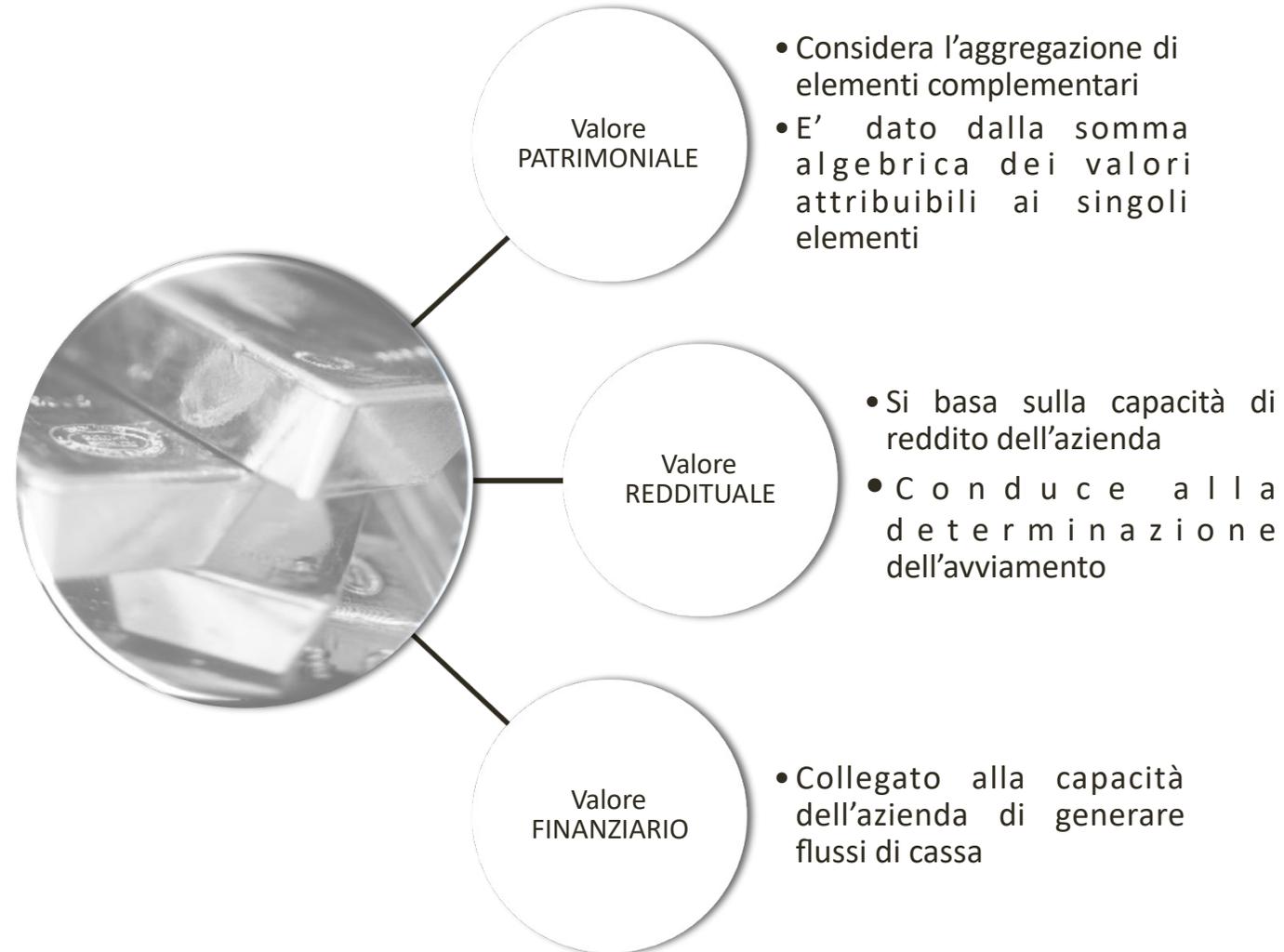


# Stima del Capitale Economico

- Il problema della valutazione del **capitale economico** è connesso alla determinazione del valore aziendale
- La valutazione rappresenta la strumentazione fondamentale che si utilizza nell'ambito delle attività di corporate e investment banking” (cfr. Forestieri, *Corporate & Investment Banking pag.63*):



# Le componenti del valore economico



# I metodi di Stima. Applicazioni

IL METODO PATRIMONIALE

IL METODO REDDITUALE

IL METODO MISTO (PATRIMONIALE – REDDITUALE)

I METODI FINANZIARI

- DCF (Discount Cash Flow)
- DDM (Dividend Discount Model)

METODO DEI MULTIPLI

# A) LA DETERMINANZIONE DEL VALORE PATRIMONIALE (K)



\*) cfr. C. Caramiello – *La Valutazione delle Aziende*, Giuffrè, 1993

# Riporto del Bilancio a valori Correnti –Procedimenti

Riporto a Valori Correnti Elementi dell'Attivo		LE IMMOBILIZZAZIONI
Elementi patrimoniali		Determinazione Valore Corrente
<b><i>Immobilizzazioni Immateriali</i></b>		
	Suscettibili di autonomo trasferimento (es. brevetti)	In base al plausibile valore di mercato
	Non suscettibili di negoziazione nel mercato (es. costi di impianto)	Può essere <b>accettato</b> (previa verifica del valore di funzionamento) <b>il valore espresso dal bilancio</b>
<b><i>Immobilizzazioni materiali</i></b>		
	Per i beni nuovi	costo di riacquisto o di riproduzione
	Per i beni usati	valore corrente “in uso”

# ...continua (riporto a valore corrente)

Riporto a Valori Correnti Elementi dell'Attivo		LE RIMANENZE
Elementi patrimoniali		Determinazione Valore Corrente
<b>RIMANENZE</b>		
	Materie prime	costo corrente di riacquisto
	Prodotti in corso di lavorazione	Costo di produzione (tenuto conto degli «stati di avanzamento»)
	Per i beni nuovi	costo di riacquisto o di riproduzione
	Prodotti Finiti	costo di produzione (eventualmente maggiorato dalla quota di utile ritraibile con la vendita)

# ...continua (riporto a valore corrente)

Riporto a Valori Correnti Elementi dell'Attivo		I CREDITI
Elementi patrimoniali		Determinazione Valore Corrente
<b>CREDITI</b>		
<b>Attenzione:</b> occorre anzitutto accertare l'esigibilità dei crediti		
<b>Crediti infru;feri</b>		Si calcola il valore attuale dei crediti in scadenza
<b>Crediti fru;feri</b>		
<i>Tassi in linea con quelli di mercato</i>		Il valore corrente dei crediti esigibili coincide con il valore nominale
<i>Tassi non in linea con quelli di mercato</i>	SE IL TASSO DI INTERESSE DI MERCATO > DEL TASSO DI INTERESSE SUL CREDITO	Occorre ridurre il valore nominale considerando il differenziale dei tassi
	SE IL TASSO DI INTERESSE DI MERCATO < DEL TASSO DI INTERESSE SUL CREDITO	Generalmente il valore corrente non viene incrementato ma si fa corrispondere al valore nominale del credito

# ...continua (riporto a valore corrente)

Riporto a Valori Correnti Elementi ATTIVO		TITOLI	
Elementi patrimoniali		Determinazione Valore Corrente	
<b>TITOLI a REDDITO FISSO</b>			
<b>Titoli quotati nei mercati</b>	Titoli prossimi alla scadenza	valore di rimborso	
	Titoli lontani dalla scadenza	prezzo corrente di borsa ( o, prudenzialmente, prezzo medio trimestrale)	
<b>Titoli non quotati nei mercati</b>	Titoli prossimi alla scadenza	Valore di rimborso	
	Titoli lontani dalla scadenza	<i>Saggi contrattuali in linea con i saggi di mercato</i>	Valore di rimborso
		<i>Saggi contrattuali non in linea con i saggi di mercato</i>	Valore di rimborso decurtato o maggiorato in base al differenziale tra i tassi

# ...continua (riporto a valore corrente)

Riporto a Valori Correnti Elementi ATTIVO		<b>PARTECIPAZIONI</b>
Elementi patrimoniali		Determinazione Valore Corrente
<b>PARTECIPAZIONI</b>		
	<b>DI CONTROLLO</b>	il valore corrente è espressione del valore economico della società partecipata
<b>NON DI CONTROLLO</b>	<b>QUOTATE</b>	Prezzo di mercato
	<b>NON QUOTATE</b>	valore del patrimonio netto rettificato

# ...continua (riporto a valore corrente)

Riporto a Valori Correnti Elementi del PASSIVO		I DEBITI
Elementi patrimoniali		Determinazione Valore Corrente
<b>DEBITI</b>		
<b>Debiti non onerosi</b>		Il valore dei debiti viene decurtato attualizzando il valore nominale al tasso di interesse di mercato
<b>Debiti onerosi</b>		
<i>Tassi in linea con quelli di mercato</i>		Il valore corrente dei debiti coincide con il valore nominale
<i>Tassi non in linea con quelli di mercato</i>	SE IL TASSO DI INTERESSE DI MERCATO > DEL TASSO DI INTERESSE DEI DEBITI	Occorre rettificare i debiti (in aumento) con capitalizzazione pari al differenziale dei tassi
	SE IL TASSO DI INTERESSE DI MERCATO > DEL TASSO DI INTERESSE SUL CREDITO	Occorre decurtare i Debiti, attualizzando il valore nominale al tasso di interesse di mercato

## B) DETERMINAZIONE DEL VALORE REDDITUALE

- IL **valore reddituale** si basa sulla capacità di reddito dell'azienda ossia sulla capacità di produrre redditi futuri.
- Si basa sul procedimento di attualizzazione del reddito (medio presunto futuro) utilizzando il tasso equo di redditività

$$W = Ra_{n-i} \quad \text{dove} \quad a_{n-i} = \frac{1-(1+i)^{-n}}{i}$$

Con riferimento a durata difficilmente determinabile è possibile ipotizzare una durata illimitata

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

# LA DETERMINAZIONE DEL REDDITO PROSPETTICO

- La soluzione cui viene dato maggior seguito è quella di considerare il reddito prodotto nel passato (in genere gli ultimi anni per rafforzare il grado di attendibilità)
- Si procede alla normalizzazione del reddito depurandolo delle componenti straordinarie (non ripetibili)
- Definire il *REDDITO PROSPETTICO* sulla base delle fasi richiamate (in genere media aritmetica dei redditi normalizzati o media aritmetica ponderata dei redditi normalizzati)

# Scelta del tasso equo di redditività

- Il tasso equo di redditività è formato da due componenti:

$$i = a + b$$

- TASSO PURO (*Risk Free Rate*): Compenso per l'impiego del capitale in attività "a rischio zero". Remunera l'investitore per la rinuncia al capitale.
- PREMIO PER IL RISCHIO: Il compenso per il rischio connesso all'investimento in settori specifici. Remunera l'investitore per la rischiosità del settore e dell'impresa. In genere tiene conto del premio per il rischio generale di mercato (**PrM**) e del coefficiente  $\beta$  espressivo della specifica rischiosità nell'impresa considerata; **b = PrM \*  $\beta$  (metodologia CAPM)**
  - **NOTA BENE**
  - Alcuni Autori individuano il tasso in funzione della redditività richiesta (ES: ROE MEDIO DEL SETTORE), Altri Autori evidenziano la possibilità di individuare il tasso equo di redditività con il procedimento "price-earning"

# Focus 1 – La stima del Beta

- Il **beta ( $\beta$ )** è il coefficiente che misura la variazione di un titolo rispetto al mercato (o alle variazioni di mercato).
- Il beta, pertanto, segnala la rischiosità specifica del titolo (o dell'impresa, nel ns caso) in quanto idoneo a rappresentare il comportamento differenziale rispetto al mercato
- Tra le più accreditate modalità di calcolo del  $\beta$ , consideriamo quella che esprime il coefficiente come **rapporto tra**:
  - **la covarianza dei rendimenti del titolo considerato e portafoglio di mercato**
  - **Varianza dei rendimenti di mercato**

**NB)** Ricordiamo infatti che la covarianza di due variabili definisce la dipendenza delle variabili stesse, ossia una misura di quanto varino assieme.

La varianza misura invece lo scostamento di una variabile rispetto alla media

# Focus $\beta$ ...calcolo

- Ipotizziamo di seguito il rendimento del titolo Fiat registrato in diverse date e, rispettivamente, il rendimento medio del comparto AUTOMOTIVE alle stesse date:

<b>data</b>	<b>Mercato</b>	<b>Fiat Spa</b>
02/01/12	10%	5%
03/01/12	12%	2,00%
04/01/12	14%	7%
07/01/12	16%	-1%
08/01/12	-15%	3%
09/01/12	-3%	5,00%

# Calcoliamo la Cov (Fiat/mercato)

- $Cov(x,y) = \sigma_{x,y} =$

$$\frac{1}{n} * \sum_{i=1}^n (x_i - \mu_x) * (y_i - \mu_y)$$

data	mercato	Fiat Spa
02/01/12	10%	5%
03/01/12	12%	2,00%
04/01/12	14%	7%
07/01/12	16%	-1%
08/01/12	-15%	3%
09/01/12	-3%	5,00%

Media Mercato 5,67%

Media Fiat = 3,50%

$R_{fiat} - Media_{fiat}$	$R_{merc} - Media_{merc}$	Calcoli		$(R_{fiat} - Media_{fiat}) * (R_{merc} - Media_{merc})$
5% - 3,50%	10% - 5,67%	1,50%	4,33%	0,07%
2% - 3,50%	12% - 5,67%	-1,50%	6,33%	-0,10%
7% - 3,50%	14% - 5,67%	3,50%	8,33%	0,29%
-1% - 3,50%	16% - 5,67%	-4,50%	10,33%	-0,47%
3% - 3,50%	-15% - 5,67%	-0,50%	-20,67%	0,10%
5% - 3,50%	-3% - 5,67%	1,50%	-8,67%	-0,13%

Sommatoria = -0,23%  
 $Cov_{F,M} = -0,23/6$   
 $= -0,000383333$

# Calcoliamo la Varianza (Mercato)

- $\text{Var}(x) = \sigma_x^2 = \frac{1}{n} * \sum_{i=1}^n (x_i - \mu_x)^2$

data	mercato
02/01/12	10%
03/01/12	12%
04/01/12	14%
07/01/12	16%
08/01/12	-15%
09/01/12	-3%

Media Mercato 5,67%

$R_{\text{merc}} - \text{Media}_{\text{merc}}$	Calcoli	
$(10\% - 5,67\%)^2$	$4,33\%^2$	0,00187489
$(12\% - 5,67\%)^2$	$6,33\%^2$	0,00400689
$(14\% - 5,67\%)^2$	$8,33\%^2$	0,00693889
$(16\% - 5,67\%)^2$	$10,33\%^2$	0,01067089
$(-15\% - 5,67\%)^2$	$-20,67\%^2$	0,04272489
$(-3\% - 5,67\%)^2$	$-8,67\%^2$	0,00751589
<b>SOMMATORIA</b>		<b>0,07373334</b>

Sommatoria=0,07373  
 Sommatioria/6=  
 = 0,01228889

# Ottenimento $\beta$

$\beta = \text{covarianza (Fiat /Mercato)} / \text{varianza (mercato)}$

$$\beta = \quad \text{--0,000383333} \quad / \text{0,01228889} \quad = \text{--0,031193487}$$

approssimazione  $-0,0312$

**Il beta è negativo ma ha un valore piuttosto basso.**

**Se il coefficiente è negativo il titolo si muove in direzione opposta a quella del mercato.**

**Tuttavia la volatilità in questo caso è piuttosto limitata.**

# METODO MISTO PATRIMONIALE – REDDITUALE

- E' un metodo complesso poiché basato su due serie complementari di conoscenze. La prima deve condurre al valore del patrimonio netto e la seconda all'eventuale avviamento. E' possibile distinguere due metodologie:

