



Prof. Alfonso Di Sabatino Martina

# Strategia e Valutazione

LEZIONE XIV – 30.03.23

DETERMINAZIONE CAPITALE ECONOMICO CON  
METODOLOGIE DIVERSE - ESEMPI



# Esempi

ESERCITAZIONE STIMA VALORE ECONOMICO

Metodi: Patrimoniale, Reddituale, Multipli

# Esercizio 1 – Determinare il Valore Aziendale con metodo patrimoniale semplice

ATTIVITA'		PASSIVITA'	
<b>ATTIVO IMMOBILIZZATO</b>		<b>PATRIMONIO NETTO</b>	
			<b>775.000</b>
<b>IMMOBILIZZAZIONI MAT</b>	<b>735.000</b>	CAPITALE SOCIALE	500.000
FABBRICATI INDUSTRIALI	155.000	RISERVA LEGALE	40.000
ATTREZZATURE	90.000	ALTRE RISERVE	177.000
IMPIANTI E MACCHINARI	490.000	UTILE DI ESERCIZIO	58.000
<b>IMMOBILIZZAZIONI IMMATERIALI</b>	<b>0</b>	<b>PASSIVITA' CONSOLIDATE</b>	
			<b>387.500</b>
<b>IMMOBILIZZAZIONI FINANZIARIE</b>	<b>60.000</b>	<b>FONDO TFR</b>	<b>120.000</b>
<b>PARTECIPAZIONI V/ALTRE IMPRESE</b>	<b>45.000</b>	<b>FONDO AMMORTAMENTO IMM MAT</b>	
		(fdo amm.to Fabbricati industriali)	55.000
		(fdo amm.to Attrezzature)	20.000
		(f.do amm.to Impianti e Macchinari)	175.000
<b>ALTRI TITOLI (BTP A 5 ANNI)</b>	<b>15.000</b>	<b>FONDO RISCHI SU CREDITI</b>	10.000
		FINANZIAMENTO SOCI FRUTTIFERO	7.500
<b>ATTIVO CIRCOLANTE</b>	<b>822.500</b>	<b>PASSIVITA' CORRENTI</b>	
			<b>455.000</b>
<b>RIMANENZE</b>	<b>537.500</b>		
di materie prime	87.500	DEBITI VERSO BANCHE	300.000
di prodotti finiti	450.000	DEBITI VERSO FORNITORI	155.000
<b>CREDITI</b>	<b>285.000</b>		
Clienti	285.000		
<b>TOTALE ATTIVO</b>	<b>1.617.500</b>	<b>TOTALE PASSIVITA' + NETTO</b>	<b>1.617.500</b>

# 1b – Stima dei Valori

- a) Valore corrente industriali valutato in € 140.000
- b) Valore di mercato delle attrezzature valutato in € 85.000
- c) Il valore d'uso corrente degli impianti e macchinari è valutato in € 285.000
- d) Le materie prime sono valorizzate con il metodo LIFO riconfermando la consistenza in € 87.500
- e) I prodotti finiti (valorizzati imputando i costi di produzione + quota di utile) sono stati valutati in € 465.000
- f) Le partecipazioni in altre imprese rappresentano il 10% delle quote di capitale della società BETA il cui patrimonio netto contabile è calcolato in € 398.000
- g) I crediti v/clienti è stata accertata l'inesigibilità per € 28.000
- h) Le altre poste del passivo sono state riconfermate nei valori di bilancio
- i) I titoli dello stato (vita residua a scadenza anni 8) iscritti al prezzo di costo, sono valutati al valore corrente di borsa

Codice Isin	Emittente	Nome	Cedola	Scadenza	Valuta	Prezzo Acquisto	Prezzo Vendita	Scheda
IT0004423957	Ministero Dell'Economia E Delle Finanze	Btp-1Mz19 4,50%	2,25	01/03/19	EUR	101,50	104,84	

- l) Il debito v/soci è fruttifero di interessi in linea con i tassi di mercato
- m) Gli altri elementi del passivo vengono riconfermati nella consistenza dei valori contabili

# Prospetto Rettifiche Patrimoniali

VOCE	VALORE CONTABILE	VALORE CORRENTE	RETTI.PATRIMONIALE
FABBRICATI INDUSTRIALI (al netto del Fondo)	100.000	140.000	40.000
ATTREZZATURE (al netto del fondo)	70.000	85.000	15.000
IMPIANTI E MACCHINARI (al netto del fondo)	315.000	285.000	-30.000
RIMANENZE DI MAT I	87.500	87.500	0
RIMANENZE DI PRODOTTI FINITI	450.000	465.000	15.000
PARTECIPAZIONI IN ALTRE IMPRESE	45.000	39.800	-5.200
TITOLI DELLO STATO	15.000	15.490	490
CLIENTI ITALIA (al netto del fondo)	275.000	257.000	-18.000
			0
<b>TOTALE ATTIVO (CONT   CORR   VARIAZ)</b>	<b>1.357.500</b>	<b>1.374.790</b>	<b>17.290</b>
			0
FONDO TFR	120.000	120.000	0
FINANZIAMENTO SOCI FRUTTIFERO	7.500	7.500	0
DEBITI VERSO BANCHE	300.000	300.000	0
DEBITI VERSO FORNITORI	155.000	155.000	0
<b>TOTALE PASSIVO</b>	<b>582.500</b>	<b>582.500</b>	
CAPITALE NETTO (ATTIVO - PASSIVO)	775.000	<b>792.290</b>	
	1.357.500	<b>PATRIMONIO NETTO</b>	
		<b>RETTIFICATO</b>	

# Valore Aziendale

- Il valore dell'impresa determinato con il metodo patrimoniale semplice è pari al valore corrente del patrimonio (ossia il Patrimonio Netto Rettificato)

$$W = K$$

$$W = 792.290$$

# Esercizio 1b) metodo reddituale

<b>CONTO ECONOMICO (RICLASSIFICAZIONE)</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>
Ricavi di vendita	726.000	818.000	862.000
+/- variazioni delle rimanenze di prodotti	-215.000	-321.000	-415.000
<b>=VALORE DELLA PRODUZIONE ATTUATA</b>	<b>511.000</b>	<b>497.000</b>	<b>447.000</b>
=- costo delle materie consumate	240.000	225.000	284.000
+/- variazioni delle rimanenze di mat. I	-50.000	-18.000	-84.000
- costo dei servizi consumati	50.000	45.000	30.000
<b>VALORE AGGIUNTO</b>	<b>271.000</b>	<b>245.000</b>	<b>217.000</b>
- costi per il personale	94.000	81.000	75.000
<b>MARGINE OPERATIVO LORDO</b>	<b>177.000</b>	<b>164.000</b>	<b>142.000</b>
- ammortamenti	78.000	70.000	60.000
- altri accantonamenti operativi	0	0	0
<b>REDDITO OPERATIVO</b>	<b>99.000</b>	<b>94.000</b>	<b>82.000</b>
+/- risultato della gestione finanziaria	-20.000	-15.000	-6.000
+/- risultato della gestione accessoria	-4.000		0
<b>REDDITO DELLA GESTIONE CARATTERISTICA+ACC+FIN</b>	<b>75.000</b>	<b>79.000</b>	<b>76.000</b>
+/- saldo della gestione straordinaria	7.200	-6.000	3.450
<b>REDDITO AL LORDO delle IMPOSTE</b>	<b>82.200</b>	<b>73.000</b>	<b>79.450</b>
- IMPOSTE sul REDDITO	22.194	19.710	21.451
<b>REDDITO NETTO DELL'ESERCIZIO</b>	<b>60.006</b>	<b>53.290</b>	<b>58.000</b>

# a) Normalizzazione Reddito

## **IL procedimento di normalizzazione del reddito prevede:**

- La neutralizzazione delle politiche di bilancio
- Eliminazione di costi e ricavi di natura straordinaria
- Eliminazione di costi e ricavi afferenti alla gestione accessoria
- Eliminazione di costi e ricavi riconducibili a elementi non trasferibili

## **Inoltre, Il processo di normalizzazione comporta:**

- La rideterminazione delle quote di ammortamento (da calcolarsi sui nuovi valori di “sostituzione” del cespite).
- Ricalcolo del peso fiscale

## b) Determinazione reddito medio prospettico

- La determinazione del reddito medio prospettico si basa su dati storici “normalizzati”
- E’ possibile procedere alla media ponderata dei redditi storici normalizzati
- Il fattore di ponderazione deve essere stimato, in genere si attribuisce un peso crescente (max 1) ai redditi più recenti e via via decrescente allorquando si considerano redditi che derivano da esercizi più “lontani” .
- Esempio fattore ponderazione

Anno	Fattore di Ponderazione
2010	1
2009	0,95
2008	0,90

# Normalizzazione reddito

<b>REDDITO DELLA GESTIONE CORRENTE</b>	<b>82.200</b>	<b>73.000</b>	<b>79.450</b>
eliminazione componenti gestione accessoria	4.000	0	0
eliminazione componenti gestione straordinaria	-7.200	6.000	-3.450
<b>REDDITO AL LORDO delle IMPOSTE</b>	<b>79.000</b>	<b>79.000</b>	<b>76.000</b>
rideterminazione peso fiscale	21.330	21.330	20.520
<b>REDDITO NETTO DELL'ESERCIZIO</b>	<b>57.670</b>	<b>57.670</b>	<b>55.480</b>

# Calcolo del reddito medio atteso

anno	Reddito normalizzato	Fattore di ponderazione	Reddito normalizzato ponderato
2008	<b>57.670</b>	0,90	51.903
2009	<b>57.670</b>	0,95	54.786
2010	<b>55.480</b>	1	55.480
Somatoria redditi normalizz. Pond.			162.169
Reddito medio atteso (media aritmetica)			<b>54.056</b>

# Calcolo del Valore d'impresa (W)

## Tasso Equo di redditività

TASSO EQUO (a+b)
<ul style="list-style-type: none"><li>• a) tasso Risk Free</li><li>• b) Premio per rischio<ul style="list-style-type: none"><li>• Rischio Generico (PrM)</li><li>• Rischio Specifico (<math>\beta</math>)</li></ul></li></ul>

a) Tasso risk free: 0,025 (2,5%)

**PrM**) Premio rischio generale mercato: (0,05) 5%

**$\beta$ impresa**) 0,7

$i = a + b$

$b = (\beta * PrM)$  (0,7\*0,05)

$i = 0,025 + 0,035 = 0,06$  (6%)

# Calcolo Valore di Impresa: metodo reddituale puro

Ipotesi 1) Vita azienda 15 anni

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

$$W = 54.056 * (1 - (1,06)^{-15}) / 0,06$$

$$W = 54.056 * (1 - 0,4172) / 0,06$$

$$W = 54.056 * (0,5828 / 0,06 =$$

$$W = 54.056 * 9,7133 = 525.065$$

**Nota Bene:** *in genere, quando si ipotizza una durata definita in un numero limitato di anni, il valore economico dell'impresa dovrebbe tener conto del valore residuo degli elementi aziendali previsto per il periodo n attualizzato per n anni*

- Ipotesi 2) Vita residua non determinata (formula rendita perpetua)

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

- **W = 54.056 / 0,06 = 900.933**

### 3) Metodo Misto

#### a) Criterio del valore medio

- Il criterio del valore medio è molto semplice e “semplicistico”:
- Si calcola la media aritmetica dei valori determinati con il metodo patrimoniale e reddituale:
- $W = W_k + W_r / 2$
- Nella nostra esercitazione (*ipotesi  $W_r$  determinata con attualizzazione rendita perpetua*):

$$W = 792.290 + 900.933 / 2 = \mathbf{846.611}$$

### 3) Metodo Misto:b) stima autonoma dell'avviamento (cfr. slide n.18)

- Il valore aziendale è dato dalla somma tra il Valore Patrimoniale Corrente e l'Avviamento
- L'Avviamento è calcolato attualizzando il (*l'eventuale*) sovrareddito (surplus di reddito) ad un tasso di valutazione "finanziario"
- Esercitazione:
- Sovrareddito (GOODWILL)  $= (R - Ki) = [54.056 - (792.290 * 0,06)] = (54.056 - 47.537) = 6.519$
- **Nell'ipotesi che il tasso "finanziario" sia pari a 0,052 (5,2%)** l'attualizzazione del sovrareddito (con ulteriore ipotesi di utilizzo della formula del valore attuale di una rendita perpetua) si avrà un valore dell'avviamento pari a:

$$A = \frac{(R - Ki)}{i_1}$$

- **A** =  $6.519 / 0,052 = 125.365$  (avviamento)
- **W** =  $792.290 + 125.365 = 917.655$

# Metodo dei Multipli (esercizio)

- Determinare il valore economico (W) al 31.12.2021 della società, operante nel settore logistica, TECHLOG SPA



Il perito valutatore ha proceduto ad una riclassificazione dei dati di conto economico per i periodi 2019--2020--2021 evidenziando le risultanze medie nel prospetto di cui alla pagina successiva

# Dati economici TechLog Spa (media triennio 2019 - 2021)

RICLASSIFICAZIONE CE TECHLOG SPA	Valori K€
RICAVI –	110.000
COSTI OPERATIVI (acquisti + costi del personale + oneri diversi di gestione)	-94.000
<b>EBITDA (Margine operativo lordo)</b>	<b>16.000</b>
-Ammortamenti	-9.200
<b>EBIT (Reddito operativo)</b>	<b>6.800</b>
Proventi/oneri finanziari	-1100
Imposte	-150
<b>UTILE NETTO</b>	<b>5.550</b>

VIENE SPECIFICATO CHE I DEBITI FINANZIARI DI TECHLOG SPA AMMONTANO A k  
**€3.520**

# Campione società operanti nel settore della Logistica

	ALFA	BETA	GAMMA
RICAVI – COSTI OPERATIVI ( <i>acquisti + costi del personale + 09oneri diversi di gestione</i> )	115.000 –100.000	122.000 –102000	125.000 –68.000
<b>EBITDA (Margine operativo lordo)</b>	15.000	20.000	57.000
-- Ammortamenti	–7.900	–12.600	–33.000
<b>EBIT (Reddito operativo)</b>	7.100	7.400	24.000
Proventi/oneri finanziari	1.050	–1.300	–14.000
Imposte	–250	–200	–200
<b>UTILE NETTO</b>	5.800	5.900	9.800

**ALFA:** CAPITALIZZAZIONE DI MERCATO €16.000, DEBITI FINANZIARI €3.800

**BETA:** CAPITALIZZAZIONE DI MERCATO €14.000, DEBITI FINANZIARI €2.600

**GAMMA:**CAPITALIZZAZIONE DI MERCATO €13.500, DEBITI FINANZIARI €4.000

# 1° Step. Confrontiamo le aziende

- Attraverso il foglio di calcolo si è proceduto alla comparazione dei principali indicatori reddituali di TECHLOG con quelli delle imprese campione di riferimento

INDICATORE	TECHLOG	ALFA	BETA	GAMMA
Utile Netto/Ricavi	5,05%	5,04%	4,84%	7,84%
EbitDA/Ricavi	14,55%	13,04%	16,39%	45,60%
Ebit/Ricavi	6,18%	6,17%	6,07%	19,20%

ATTENZIONE

IL CONFRONTO PERMETTE DI VERIFICARE FORTI ANALOGIE RIFERITE ALLE CAPACITA' REDDITUALI TRA LA AZIENDA TECHLOG (OGGETTO DI VALUTAZIONE) E LE AZIENDE ALFA E BETA (SI OSSERVI L'INDICATORE **EBIT/RICAVI** IL QUALE PRESENTA UNA VARIANZA MINIMA RISPETTO AGLI ALTRI)

STEP2 : selezione aziende campione e calcolo del multiplo  
(maggiormente rappresentativo)

- I rapporti espressi da Gamma SpA permettono di validarne l'esclusione, in quanto fortemente dissimile (sotto il profilo reddituale) dalle altre
- Si verifica una forte convergenza dell'indicatore Ebit/Ricavi per le altre imprese
- **Per il calcolo del valore economico di Techlog Spa si decide di utilizzare il multiplo EV/EBIT (Enterprise value/Reddito operativo)**

# Step3-Calcolo del multiplo; calcolo del Valore (W) di Techlog SpA

- $Ev_{\text{settore}}$  (enterprise value) = capitalizzazione (prezzo) di mercato (**W**) + debiti finanziari =

$$Ev_{\text{settore}} = (16.000 + 14.000) + (3800 + 2600) = 36.400$$

$$Ebit_{\text{settore}} = (7.100 + 7.400) = 14.500$$

$$(EV/EBIT)_{\text{settore}} = 36.400 / 14.500 = 2,510344828$$

OVVIAMENTE  
CONSIDERIAMO  
SOLAMENTE LE AZIENDE  
DEL SETTORE  
CONFRONTABILI

Sapendo che  $W = EV - \text{Debiti}$  la nostra incognita diventa  $EV_{\text{Techlog}}$

ABBIAMO CHE  $EV_{\text{TECHLOG}} = (EV/EBIT)_{\text{SETTORE}} * EBIT_{\text{TECHLOG}}$

$$EV_{\text{TECHLOG}} = 2,510344828 * 6.800 = 17.070$$

$$W = EV - \text{DEBITI} = 17.070 - 3.520 = \mathbf{13.550}$$

# Approfondimento Metodi Finanziari: Il Dividend Discount Model (DDM)

Il metodo perviene alla determinazione di valori attendibili quando l'impresa di riferimento pone in essere stabili politiche di erogazione dei dividendi

E' possibile determinare il prezzo teorico di equilibrio di una azione quotata considerando il valore attuale dei dividendi attesi e il prezzo di quotazione previsto in un determinato periodo

Se ipotizziamo un orizzonte temporale limitato ad un anno, avremo:

$$P_0 = \text{Div}_1 / (1+i) + P_1 / (1+i)$$

DOVE

$P_0$  = Valore attuale dell'azione (ovvero prezzo teorico di equilibrio)

$\text{Div}_1$  = Dividendo atteso per il prossimo anno

$P_1$  = Valore di quotazione previsto per il prossimo anno

$i$  = tasso di attualizzazione

# Il Dividend Discount Model (DDM)

....continua

Estendendo l'orizzonte temporale ad un periodo di "n" anni  
avremo:

$$P_0 = \frac{Div_1}{(1+i)} + \frac{Div_2}{(1+i)^2} + \dots + \frac{P_n}{(1+i)^n}$$

$$P_0 = \sum_{t=1}^n \frac{Div_t}{(1+i)^t}$$

$$P_0 = \frac{Div}{i}$$

CONSIDERANDO UN PERIODO INDEFINITO DI ANNI  
L'ATTUALIZZAZIONE PREVEDE L'UTILIZZO DELLA  
FORMULA DELLA RENDITA PERPETUA

## ESEMPIO (CALCOLO DEL VALORE TEORICO CON IL METODO DDM) SOCIETA' FINMECCANICA SPA

- a) Verificare la stabilità delle politiche di dividendo di Finmeccanica
- b) Determiniamo il tasso normale del settore (Metalmeccanico) – Rif. Listini  
Novembre 2010

società	prezzo di borsa	dividendo	tasso normale azienda
ANSALDO	9,5	0,31	3,26%
ASTALDI	5	0,13	2,60%
BEGHELLI	0,65	0,02	3,08%
CARRARO	2,5	0,165	6,60%
COFIDE SPA	0,62	0,015	2,42%
DANIELI & C	17	0,3517	2,07%
FINMECCANICA	10,5	0,41	3,90%
ITALCEMENTI	6,5	0,12	1,85%
PRIMA INDUSTRIE	7,5	0,65	8,67%
<b>TASSO MEDIO SETTORE</b>			<b>3,83%</b>

- c) Attualizzare (attraverso la formula del Valore attuale della rendita perpetua) il dividendo atteso (è possibile assumere, posta la stabilità della politica dei dividendi, l'ultimo dividendo erogato)

## ESEMPIO (CALCOLO DEL VALORE TEORICO CON IL METODO DDM SOCIETA' FINMECCANICA SPA)...continua

- Dividendo atteso (Div) = 0,41€
- Tasso di sconto (i) = 3,83%

$$P_0 = \frac{Div}{i} = \frac{0,41}{0,0383} = 10,70$$

VALORE TEORICO DEL  
PREZZO DI EQUILIBRIO DI  
FINMECCANICA (CON DDM)

RICORDIAMO CHE IL PREZZO MEDIO DEL 2010  
NEGOZIATO IN BORSA E' 10,50 MENTRE IL PREZZO  
DI BORSA DEL 12 NOVEMBRE 2010 ALLE ORE 15:51  
E' DI €9,46

		7,00	+0,00	10.01.21	7,00	7,71		Continua
	meccanica	9,46	-0,73	15.33.57	9,365	9,565	9,45	Negoziazione Continua
		0,70	+0,00	15.33.57	0,1075	0,75	0,70	Negoziazione

# Focus: *Applicazione del metodo reddituale*

- Talvolta il metodo DDM si dimostra inefficace (politiche di autofinanziamento che minano la stabilizzazione dei dividendi)
- In questi casi appare utile l'utilizzo di metodi che stimano i valori reddituali attesi.
- Analogamente al metodo reddituale utilizzato per la determinazione del W delle imprese è possibile determinare il Prezzo teorico delle azioni

$$P_0 = \sum_{t=1}^n \frac{Rc.a^t}{(1+i)^t}$$

$$P_0 = \frac{Div}{i}$$

Dove:

- $P_0$  = Prezzo di equilibrio (valore attuale dell'azione)
- $i$  = tasso di sconto (componenti Free + Premio Rischio) oppure Roe del settore
- $t$  = periodo temporale di riferimento