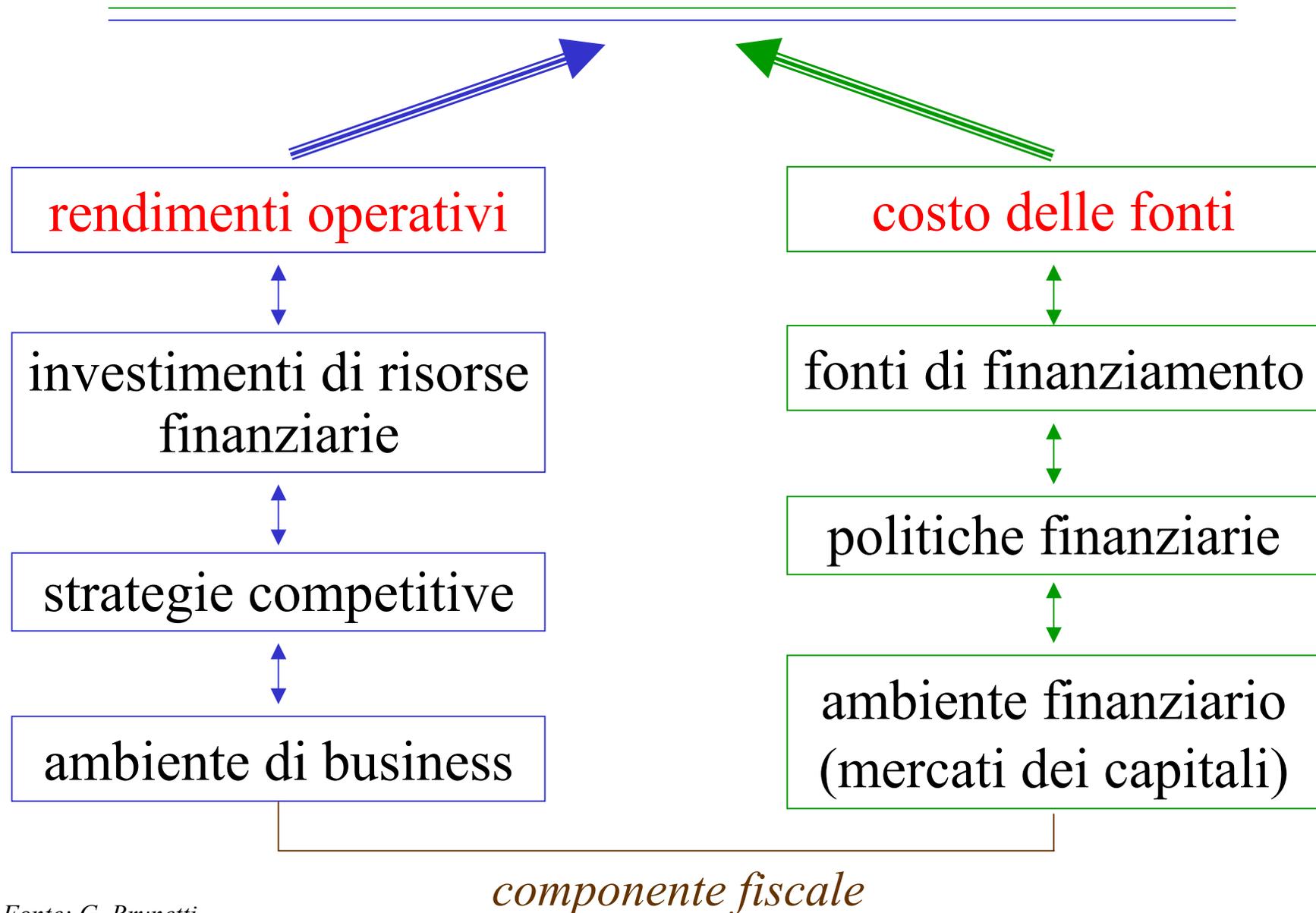
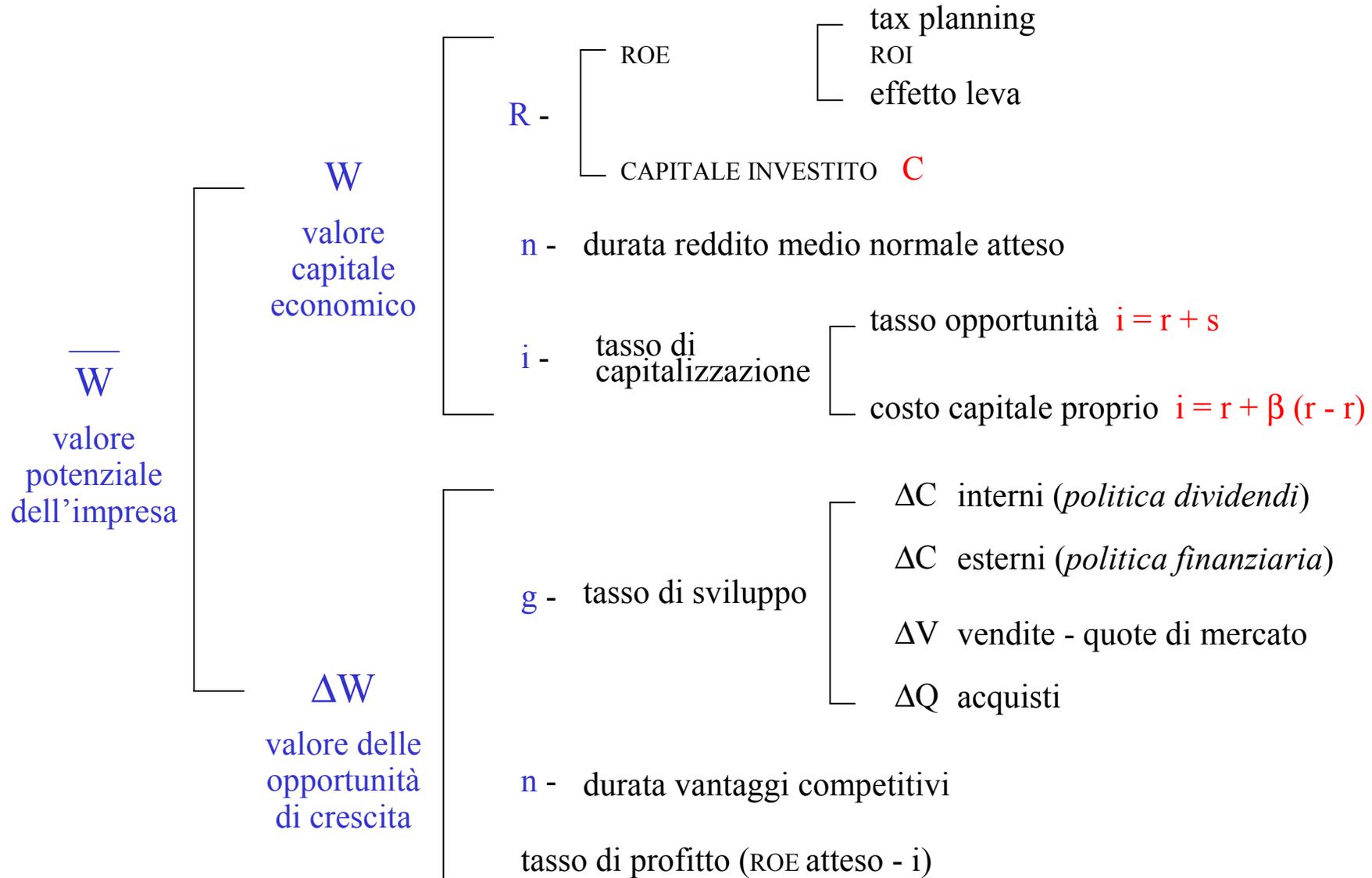


# DETERMINANTI DEL VALORE ECONOMICO

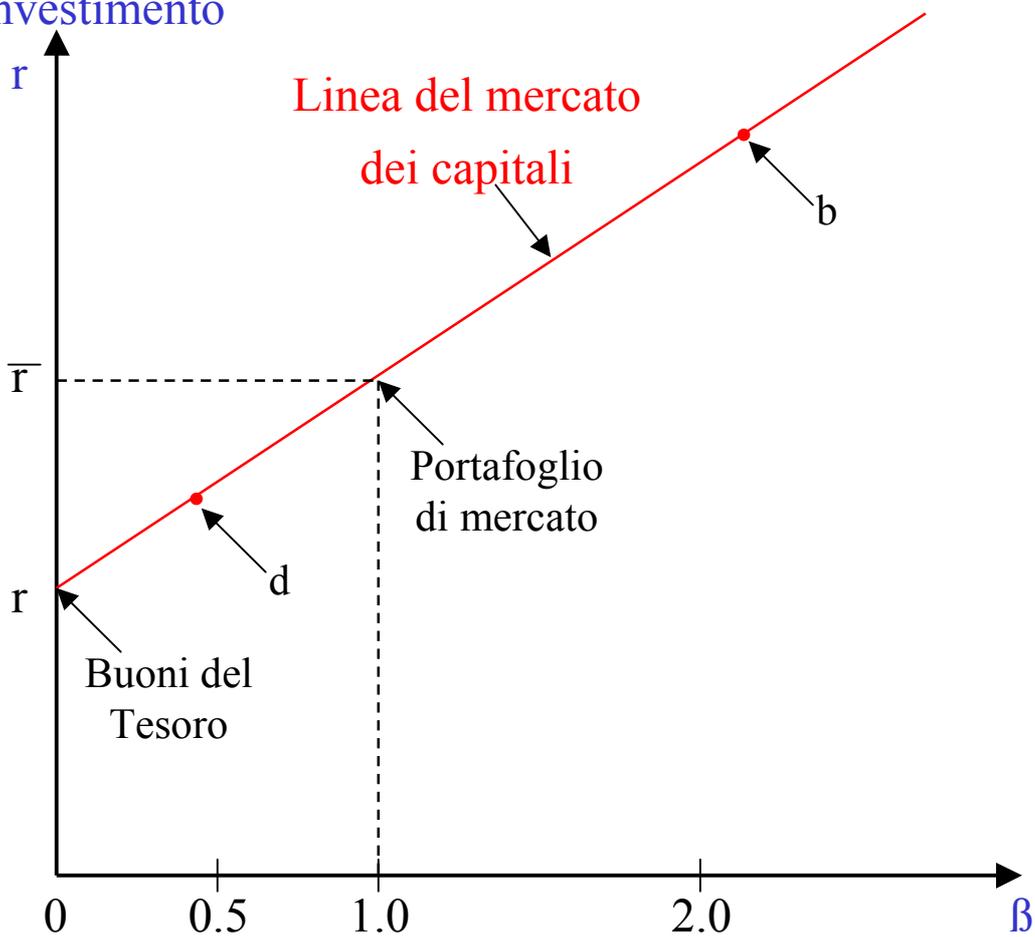


# LEVE DEL VALORE



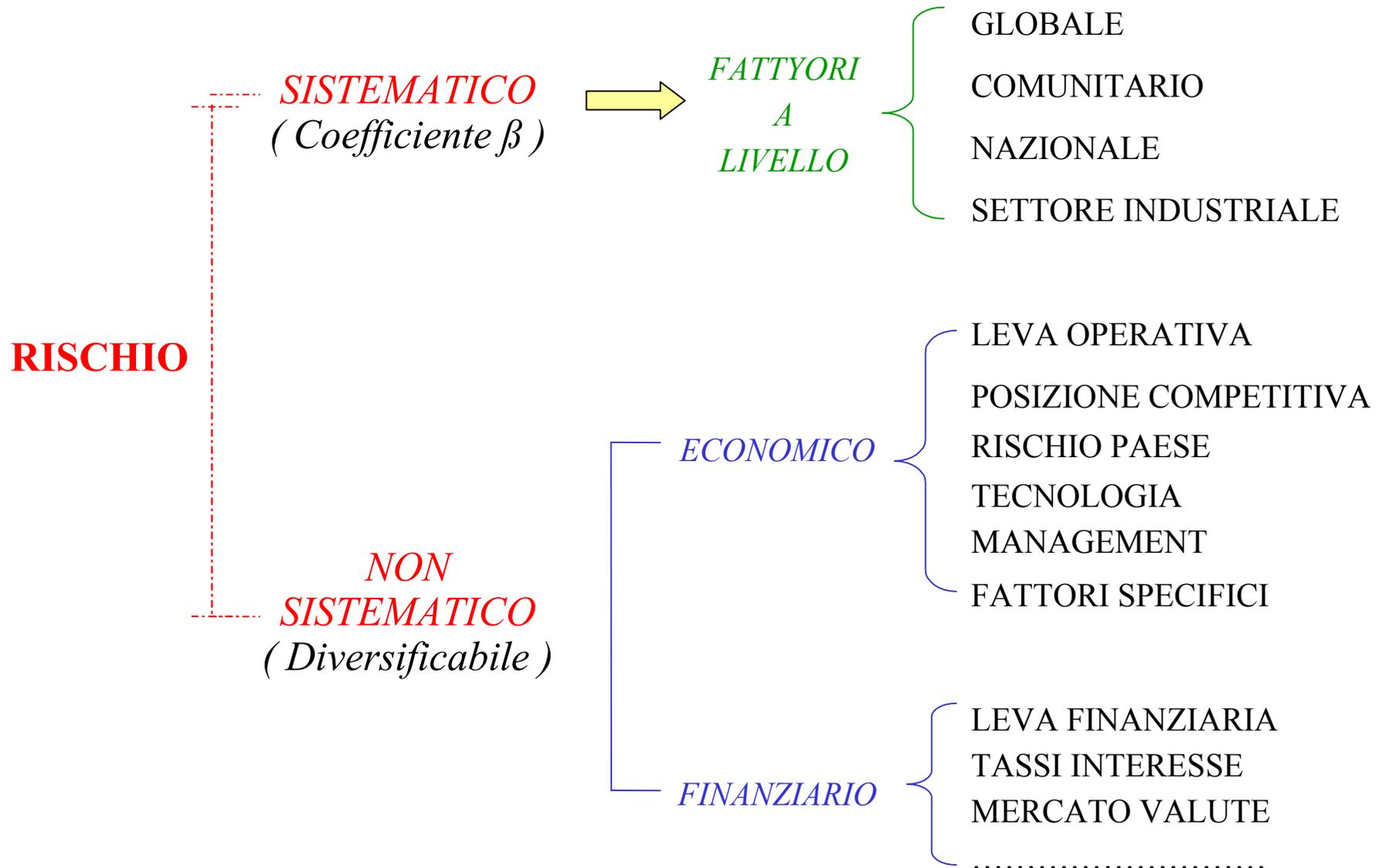
# RELAZIONE TRA RISCHIO E RENDIMENTO

Rendimento atteso  
dell'investimento

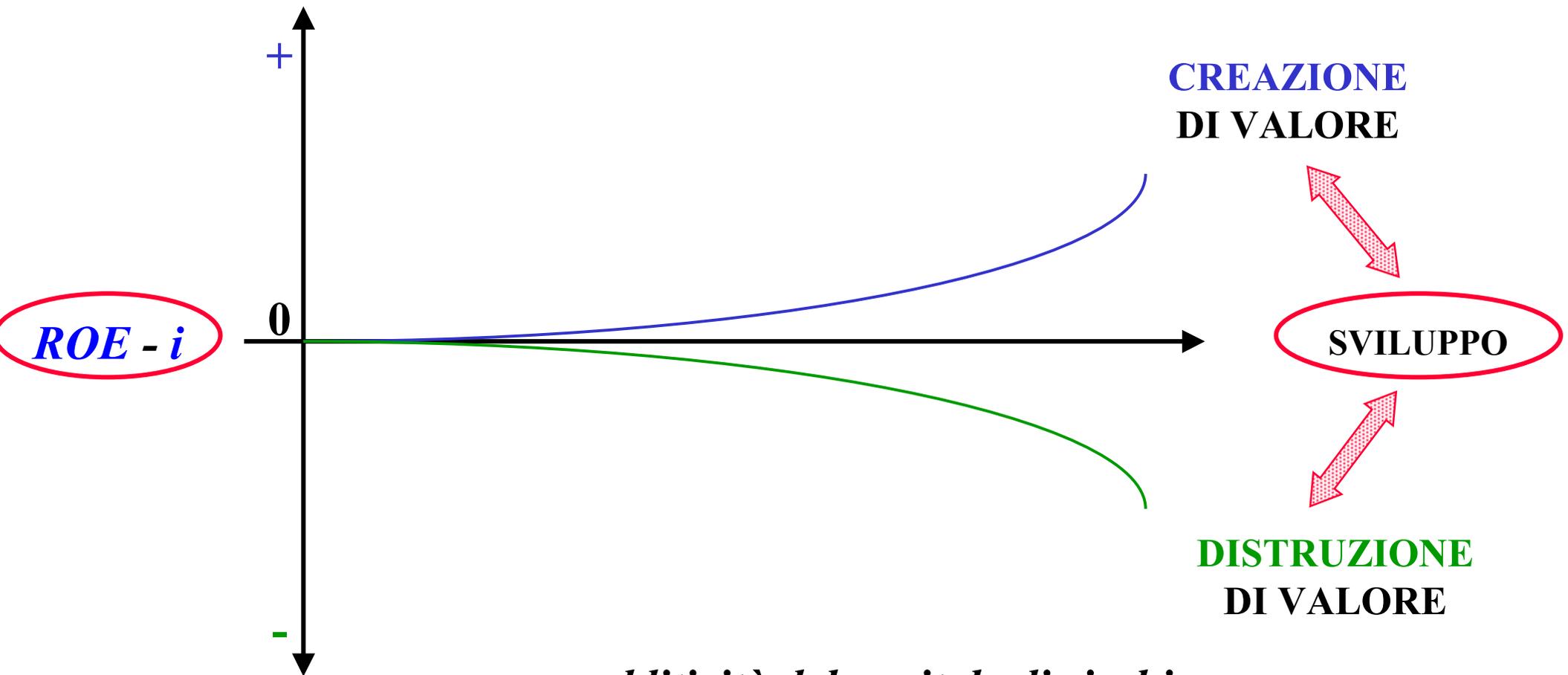


$$i = r + \beta (r - r)$$

# Analisi del rischio d'impresa



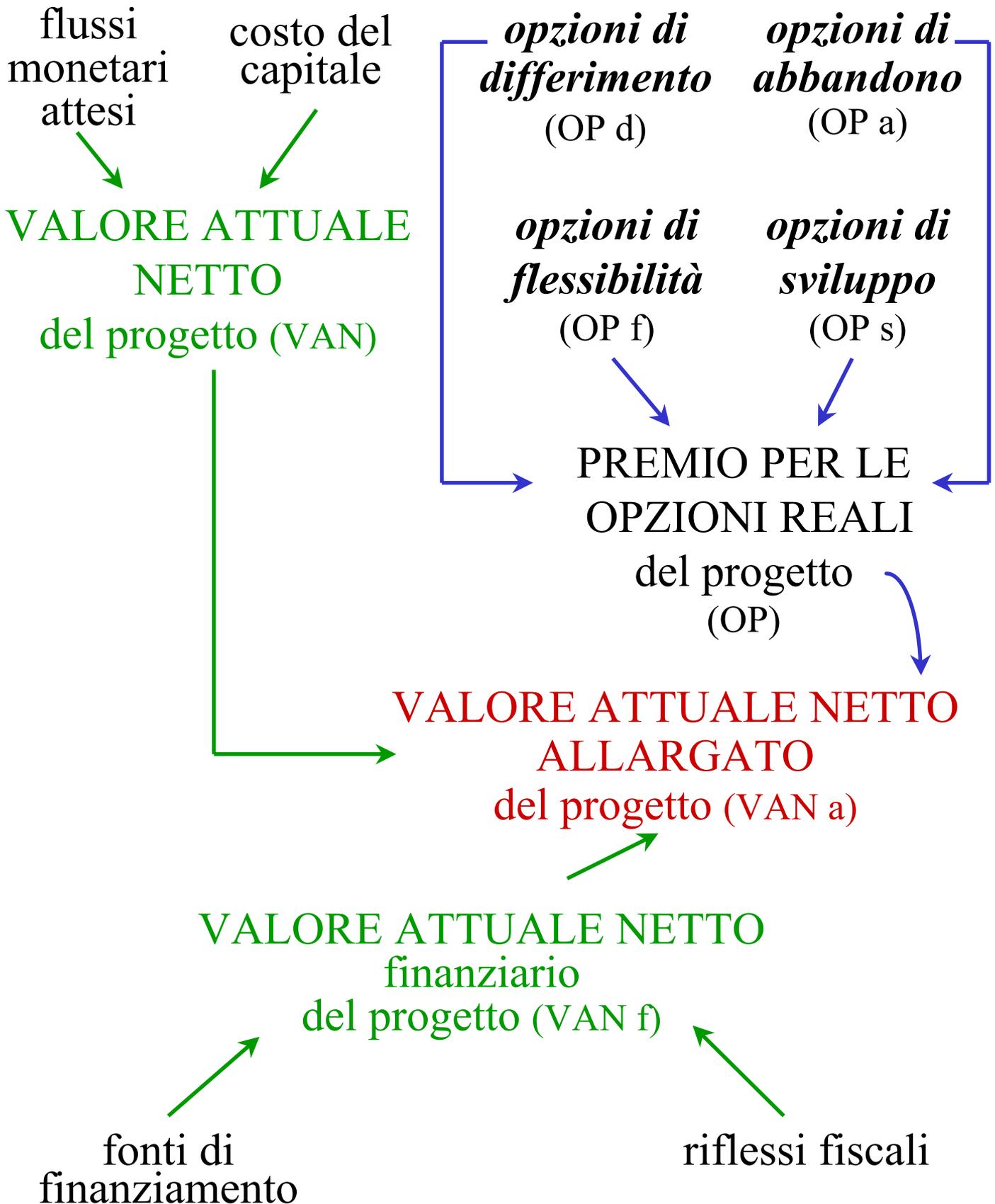
# CREAZIONE DI VALORE E CRESCITA



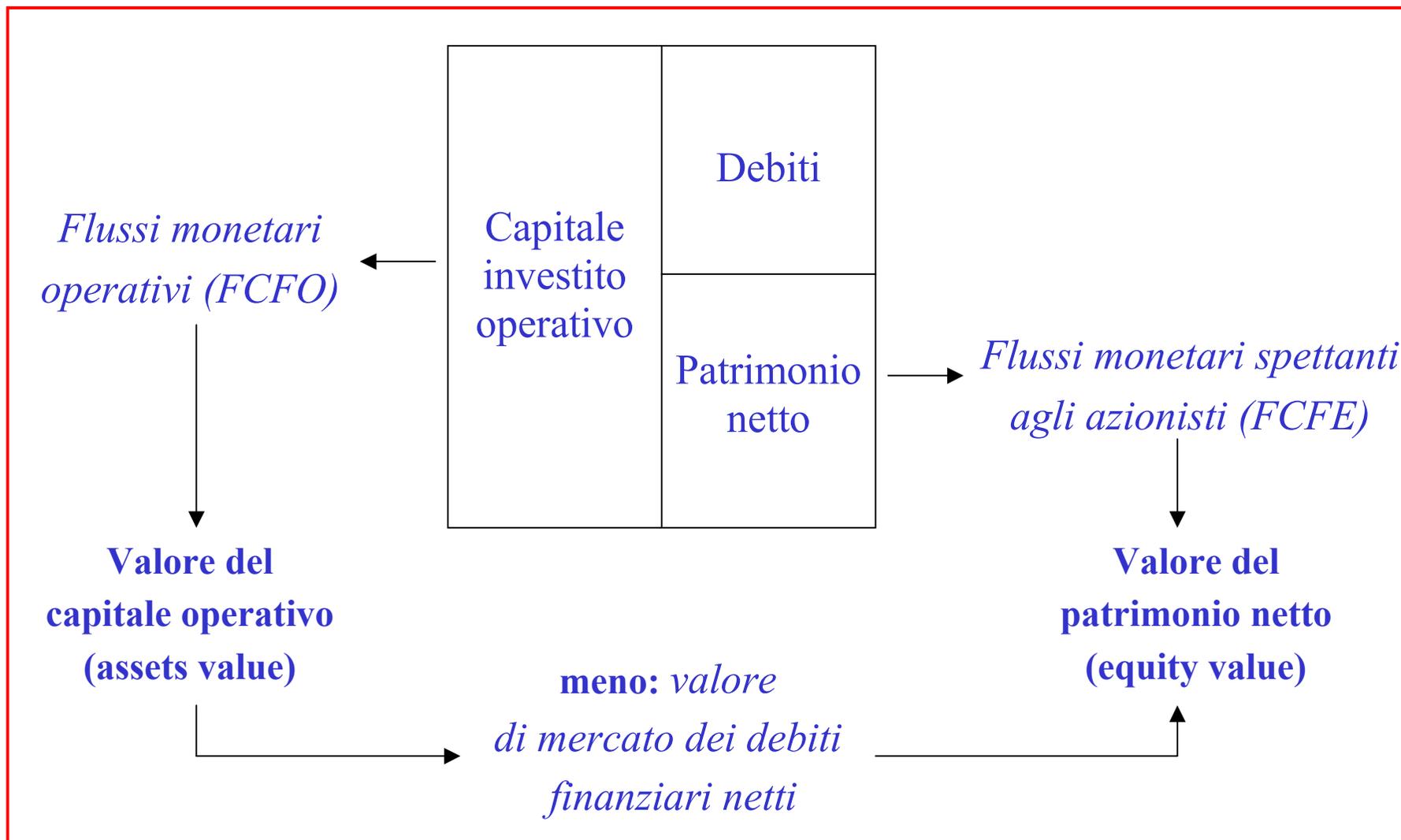
$ROE$  = *redditività del capitale di rischio*

$i$  = *costo del capitale di rischio*

# Modello finanziario



## LOGICA DEI METODI FINANZIARI



# METODI DI MISURAZIONE DEL VALORE

## ① METODI FINANZIARI

★ UNLEVERED      *AL LORDO DEGLI OF*

$$W = \sum_1^n CF_j \cdot v^t + V_f \cdot v^n - D$$

$$i = \frac{D}{D + Cn} i_d + \frac{Cn}{D + Cn} i_c$$

$$i_d = \frac{Of}{D} \quad i_c = r + \beta(\bar{r} - r)$$

★ LEVERED      *AL NETTO DEGLI OF*

$$W = \sum_1^n CF_j \cdot v^t + V_f \cdot v^n$$

$$i = i_c = r + \beta(\bar{r} - r)$$

# CALCOLO DEI FLUSSI DI CASSA

## ■ FORMULA UNLEVERED

- ( + ) Vendite
- ( - ) Costi operativi monetari
- ( = ) Margine Operativo Lordo (MOL)
- ( - ) Ammortamenti e accantonamenti
- ( = ) Reddito operativo (RO o *EBIT*)
- ( - ) Imposte
- ( = ) Reddito operativo netto
- ( + ) Ammortamenti e accantonamenti
- ( = ) Flusso di cassa operativo
- ( ± )  $\Delta$  investimenti in capitale fisso e circolante
- ( = ) Flusso di cassa disponibile *per l'impresa*

## ■ FORMULA LEVERED

- ( + ) Vendite
- ( - ) Costi operativi monetari
- ( = ) Margine Operativo Lordo (MOL)
- ( - ) Ammortamenti e accantonamenti
- ( = ) Reddito operativo (RO o *EBIT*)
- ( - ) **Oneri finanziari netti**
- ( = ) Risultato ante imposte
- ( - ) Imposte
- ( = ) Utile netto
- ( + ) Ammortamenti e accantonamenti
- ( = ) Gestione corrente
- ( ± )  $\Delta$  investimenti in capitale fisso e circolante
- ( ± )  $\Delta$  capitale proprio e indebitamento netto
- ( = ) Flusso di cassa disponibile *per l'azionista*

## ② METODI PATRIMONIALI

### ☆ SEMPLICE

$$W = K \quad K = C_B \rightarrow \textit{rivalutato}$$

### ☆ COMPLESSO

$$W = K' \quad K' = K + I$$

■ RIVALUTAZIONE DEL “CAPITALE DI BILANCIO” → **K**

● LIMITI DELLA SITUAZIONE PATRIMONIALE CONTABILE

- Valori storici (eventuali rivalutazioni parziali)
- Moneta a potere d'acquisto variabile
- Mancata rilevazione degli intangible assets
- Parziale rilevazione delle passività potenziali

● RETTIFICHE DI VALORE

- Eliminazione dei costi sospesi capitalizzati
- Valutazione degli investimenti

    <      durevoli  
            non durevoli

in base ai valori correnti

*Effetti della fiscalità latente sulle plus-minusvalenze*

- Integrazione accantonamenti per passività potenziali

## ■ DETERMINAZIONE DEL VALORE DEL “PATRIMONIO INTANGIBILE” I →

- ▶ Intangibili di **area Marketing**  
Marchi – Licenze – Portafoglio lavori – ...
- ▶ Intangibili di **area Tecnologica**  
Brevetti – Know How – ...
- ▶ **Risorse Umane**  
Solo in alcune particolari situazioni

### METODI VALUTATIVI

#### **Criteri analitici di stima**

- Costi di riproduzione dei beni
- Redditi differenziali
- Royalties

#### **Criteri empirici**

- Parametri utilizzati nelle negoziazioni comparabili

Banche → Depositi

Assicurazioni → Portafoglio premi

Imprese commerciali      Reti di →

### ③ METODI REDDITUALI

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

$$W = a_{n \overline{|\!|} i''} \cdot R + V_f \cdot v^n$$

$$a_{n \overline{|\!|} i''} = \frac{1 - v^n}{i''} = \frac{1 - (1 + i'')^{-n}}{i''}$$

$$v^n = (1 + i'')^{-n}$$

$$V_f = \frac{R_n}{i'''}$$

## **RELAZIONI TRA:**

**FLUSSI DI REDDITO – TASSI DI CAPITALIZZAZIONE –**

**INTENSITÀ DI RISCHIO – VALORE ECONOMICO**

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

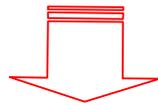
$$W = R \cdot a_{\overline{n}|i''} + V_f$$

### **ESEMPIO**

Flusso → 20

$i'' = 0,15$

$W = 133$



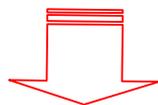
$$W = R \overline{a}_{\overline{5}|0,15} + V_f$$

$$W = 66 + 67 = 133$$

Flusso → 20

$i'' = 0,10$

$W = 200$



$$W = R \overline{a}_{\overline{5}|0,10} + V_f$$

$$W = 75 + 125 = 200$$

#### 4 METODI MISTI

$$W = \left[ K + \overbrace{(R - Ki) \cdot a_{n-i'}}^A \right] + B$$

$$W = \frac{1}{2} \cdot \left( \frac{R}{i''} + K \right)$$

$$\begin{cases} W = K + A & B = 0 \\ W = 1/2 (R / i'' + K) \end{cases}$$

$$\begin{cases} W = K + A \\ K + A = 1/2 (R / i'' + K) \end{cases}$$

$$\begin{cases} W = K + A \\ A = 1/2 R / i'' + 1/2 K - K \end{cases}$$

$$\begin{cases} W = K + A \\ A = 1/2 (R / i'' - K) \end{cases}$$

# Confronto tra metodi di valutazione del CAPITALE ECONOMICO

- 1)  $W = R / i''$
- 2)  $W = K$
- 3)  $W = K + (R - iK) a_{\overline{n}|i'}$
- 4)  $W = 1/2 (K + R / i'')$

## PARAMETRI VALUTATIVI

R

K

n

Tassi di

capitalizzazione

attualizzazione

i

i'

i''

## ESAME DI UN CASO SEMPLIFICATO

Si suppone, dati  $K - i - i' - n$ , di valutare un'azienda funzionante, in ipotesi diverse di livello di redditività attesa, espressa da  $R$ .

Se si pone:  $K = 100$   
 $i = i' = i'' = 8\%$   
 $n = 5$  anni

$R$	(1) $W=R/i''$	(2) $W=K$	(3) $W=K+$ $(R-iK)a_{\overline{n} i'}$	(4) $W=1/2$ $(K+R/i'')$	(5) come (3) per $i'=13\%$
30	375	100	187,78	237,5	177,4
20	250	100	147,88	175,0	142,24
10	125	100	107,98	112,5	107,04
8	100	100	100,00	100,0	100,00
5	62,5	100	88,03	81,25	89,44
2	25	100	76,06	62,5	78,88
0	0	100	68,08	50,0	71,84
- 5	- 62,5	100	48,13	18,75	54,24
- 10	- 125	100	28,18	- 12,5	36,64
- 20	- 250	100	- 11,72	- 75,0	1,44
- 30	- 375	100	- 51,62	- 137,5	- 33,76

# CRITERI DI SCELTA DEL METODO VALUTATIVO

## Livello di $R$

$$R > iK$$

$$W = K + (R - iK) a_{\overline{n}|i'}$$

la conclusione è tanto più valida in quanto si abbia  $i' > i$   
*oppure*

$$W = K$$

se esistono condizioni limitative dello sviluppo  
aziendale non considerate dalla formula;

$$R = iK$$

le quattro soluzioni singole si equivalgono;

$$0 < R < iK$$

$$W = 1/2 (K + R / i'')$$

$$W = K + (R - iK) a_{\overline{n}|i'}$$

con l'applicazione della tecnica della rivalutazione  
controllata e verificando che  $i \geq i'$

$$R < 0$$

$$W = K - \Sigma P$$

in cui  $K$  = patrimonio rettificato ma non rivalutato;

$\Sigma P$  = perdite attese per i prossimi esercizi (2–5) in  
valore assoluto o attualizzato

# VALUTAZIONE DEI GRUPPI

## TIPOLOGIA DI RIFERIMENTO

- ⇒ integrazione tecnico-produttiva
- ⇒ comportamento direzione di gruppo

## STIMA DEL VALORE ECONOMICO

### *1. Metodo di consolidamento*

- ⇒ Gruppi strategici con alto grado di concentrazione finanziaria, cioè a basso utilizzo della “leva azionaria”
- ⇒ Valutazione su base consolidata per settori omogenei di attività

## ***2. Metodo di valutazione “a cascata”***

⇒ Gruppi finanziari e patrimoniali con ampio utilizzo della “leva azionaria”

\* Rischio di duplicazione nel calcolo dell'avviamento  $\left\langle \begin{array}{c} + \\ - \end{array} \right\rangle$  della capogruppo

### **CORPORATE DISCOUNT**

*Valore di borsa della holding*  $\left\langle \right\rangle$  *Valore economico portafoglio partecipazioni*

# TIPOLOGIE DI GRUPPI

**grado di integrazione tecnico-economica**

**comportamento direzionale**

	ALTO	BASSO
UNITARIO	GRUPPI STRATEGICI	GRUPPI FINANZIARI
FRAZIONATO	GRUPPI OPERATIVI o FORMALI	GRUPPI PATRIMONIALI

# VALUTAZIONI ANCORATE AI PREZZI PROBABILI

## 1. *Metodo delle società comparabili*

### □ RIFERIMENTO AD UN CAMPIONE DI SOCIETÀ QUOTATE OMOGENEE

Multiplo  $\frac{P_i}{X_i} = \frac{P_\alpha}{X_\alpha}$

$$P_\alpha = \frac{P_i}{X_i} \cdot X_\alpha$$

### □ PARAMETRI DI PERFORMANCE

- |                |          |
|----------------|----------|
| ▪ E (Earnings) | P/E      |
| ▪ EBIT         | P/EBIT   |
| ▪ EBITDA       | P/EBITDA |
| ▪ MOL          |          |
| ▪ FCF → CF     | P/CF     |
| ▪ V            | P/V      |

Particolarmente complessa è la scelta  
delle società comparabili

## ***2. Metodo delle transazioni comparabili***

### **□ RIFERIMENTO A “PREZZI” RIGUARDANTI IL CONTROLLO DI PACCHETTI AZIONARI**

- ⇒ di controllo
- ⇒ di minoranza

Tali prezzi già inglobano

- i premi di maggioranza
- gli sconti di minoranza

### **□ PER RENDERE COMPARABILI I CONFRONTI SI FA USO DEI MOLTIPLI-CATORI GIÀ EVIDENZIATI**

### **□ UTILIZZAZIONE DEL METODO**

Valutazione di società

- a ristretta base azionaria
- non quotate nei me

# RELAZIONI TRA DIVERSE ESPRESSIONI DI VALORE

## ▲ PARAMETRI DI MISURAZIONE DEL VALORE CREATO

**W**      CAPITALE ECONOMICO

**C<sub>B</sub>**      CAPITALE DI BILANCIO

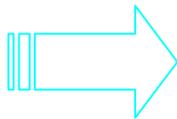
**W<sub>M</sub>**      VALORE DI MERCATO

## ▲ **W ↔ C<sub>B</sub>**

$$W = \frac{R_n}{i''} \quad \begin{array}{l} R_n = \text{reddito medio futuro} \\ i'' = \text{tasso di capitalizzazione} \end{array}$$

$$\frac{W}{C_B} = \frac{R_n}{C_B} \cdot \frac{1}{i''} \quad \begin{array}{l} \text{ROE} \\ \equiv \\ i'' \end{array}$$

DA CUI



$$W = \frac{\text{ROE}}{i''} \cdot C_B$$

ROE

$W / C_B$

$= i''$

$= 1$

$> i''$

$> 1$

$< i''$

$< 1$

profitto  $\Rightarrow$  ROE  $- i''$



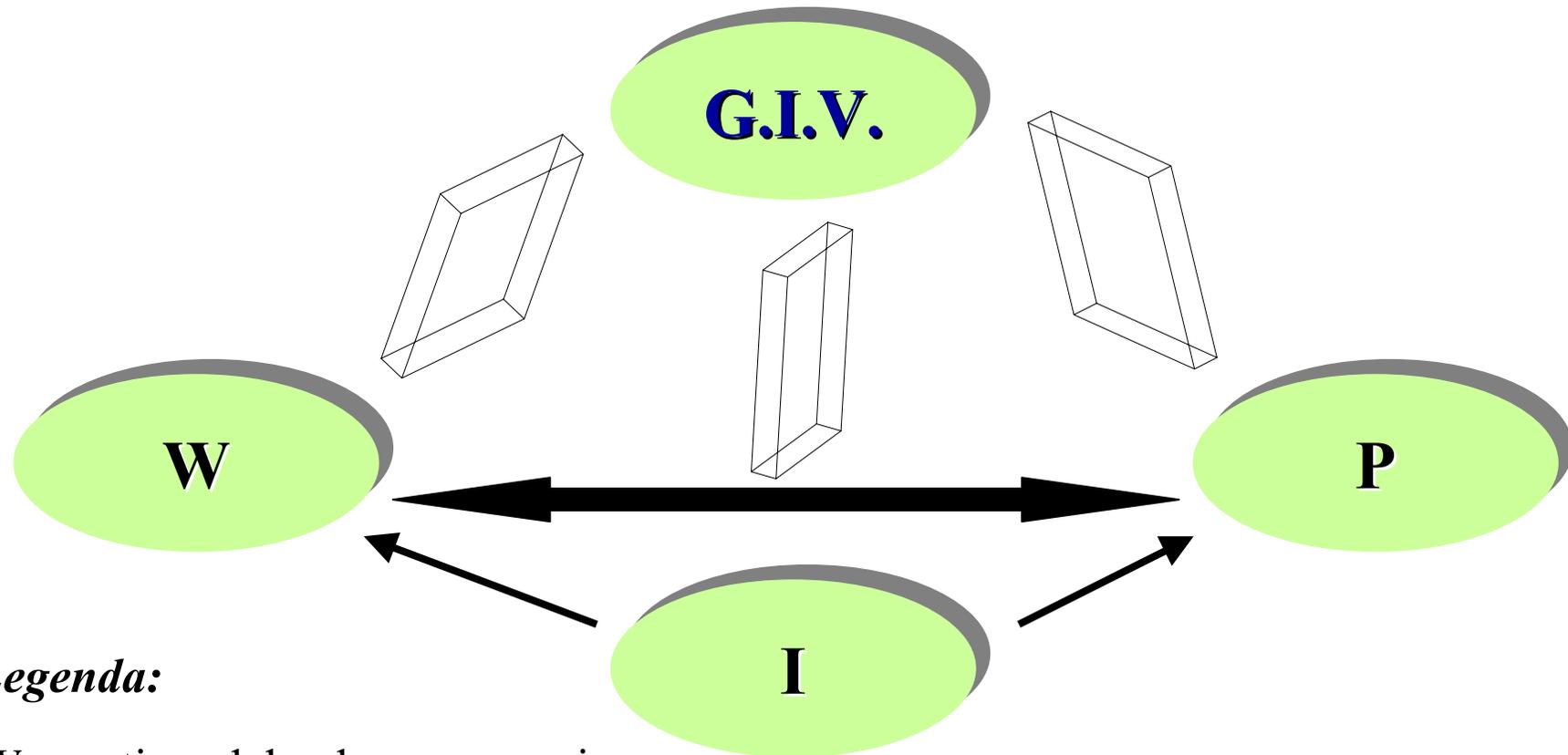
fondamento economico del valore del C di impresa

▲  $W \leftrightarrow W_M$

☞ nei mercati finanziari perfetti

$$W \equiv W_M$$

# IL GIUDIZIO INTEGRATO DI VALUTAZIONE DELLE IMPRESE



## *Legenda:*

**W** = stima del valore economico

**I** = base informativa

**P** = prezzi comparabili