

RISTRUTTURAZIONE DELLE IMPRESE (3CFU)

I METODI DI VALUTAZIONE D'IMPRESA:

I METODI REDDITUALI:

1. IL METODO REDDITUALE SEMPLIFICATO COMPLESSO;
2. METODO REDDITUALE SEMPLIFICATO PURO E COMPLESSO : ESERCITAZIONE APPLICATIVA DI CONFRONTO

Prof. Raffaele D'Amore

email: raffaele.damore@uniroma1.it

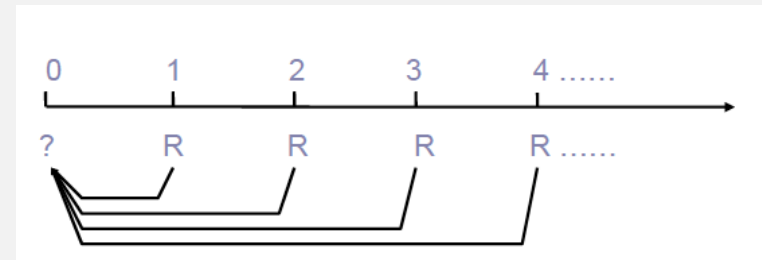
METODO REDDITUALE SEMPLIFICATO – SEMPLICE (PURO) (1)

Semplificazioni adottate

- Si presume che la vita dell'azienda si protragga a tempo indefinito ($n \rightarrow \infty$);
- Si presume che i flussi reddituali attesi siano illimitati nel tempo ed assimilabili al reddito medio-normale atteso.

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

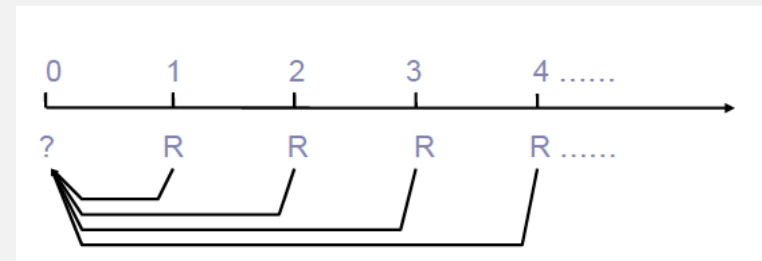
W = valore dell'impresa; R = reddito medio normale atteso; i = tasso di attualizzazione.



METODO REDDITUALE SEMPLIFICATO – SEMPLICE (PURO) (1)

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

W = valore dell'impresa; R = reddito medio normale atteso; i = tasso di attualizzazione.



METODO REDDITUALE SEMPLIFICATO – COMPLESSO (2)

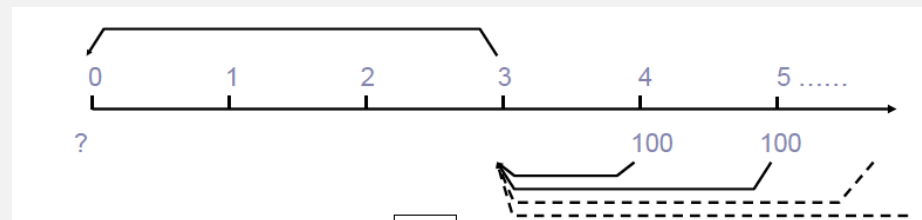
Il metodo reddituale complesso costituisce un'evoluzione del precedente.

Attualizza, infatti, i flussi di reddito previsti anno per anno, fino al termine dell'orizzonte temporale del periodo esplicito di previsione, poi stima un Valore Terminale (applicazione pressoché limitata alle aziende che elaborano piani e programmi di gestione di durata non superiori a 5 anni)

Semplificazioni adottate

- 1) Si rinuncia all'ipotesi del tempo indefinito e a quella di reddito medio-normale atteso.
- 2) Attualizzazione di flussi di reddito anno per anno per un periodo sulla base di una stima analitica; successivamente si introduce l'ipotesi di redditi costanti e illimitati

W = valore dell'impresa; R_t = reddito atteso per l'anno t ; i = tasso di attualizzazione.



CRITICITÀ OPERATIVE

- **NORMALIZZAZIONE DEL REDDITO:** depurare i risultati economici conseguiti dall'azienda da valutare dai *componenti eccezionali o straordinari* o comunque *estranei alla gestione caratteristica* e dalle *distorsioni generate dall'attuazione di particolari "politiche di bilancio"*.
- Metodo condizionato dalla durata temporale scelta, dal tasso di sconto.
- È significativo se l'impresa ha performance più o meno costanti nel tempo

I METODI REDDITUALI PROS & CONS

PROS

- Considera la dinamica prospettica di sviluppo dell'impresa;
- E' applicabile anche in assenza di un piano economico-finanziario;
- Tiene conto degli elementi rilevanti nella definizione del valore dell'azienda:
 - – i flussi (in questo caso reddituali);
 - – la loro distribuzione temporale;
 - – il rischio connesso al loro conseguimento;

CONS

- I dati economici previsionali e la loro normalizzazione contiene inevitabilmente una componente soggettiva;

CALCOLO DI «R» E «i»

A) R = individuare la reale e stabile capacità reddituale dell'azienda, rettificando elementi di casualità, non ripetibilità e non pertinenza:

- **componenti straordinarie** (plusvalenze/minusvalenze; rivalutazioni/svalutazioni; sopravvenienze/insussistenze; ecc.);
- **componenti estranee alla gestione operativa** (proventi/oneri gestione accessoria e finanziaria);
- **effetti di politiche di bilancio** (ammortamenti elevati; eccessive svalutazioni di crediti, immobilizzazioni, rimanenze; ecc);

B) i = rappresenta il rendimento atteso da chi intende investire nell'azienda;

i = $r_f + r_p$ (calcolato con il metodo del CAPM)

$$i = r_f + \underbrace{\beta (r_m - r_f)}_{\text{Premio per il Rischio}}$$

Premio per il Rischio

ESEMPIO METODO SEMPLICE (1)

	2015	2016	2017	2018	2019 e	MEDIA
EBIT	356.597	694.976	555.933	634.803	533.057	
Oneri finanziari (mutui)	-18.914	-9.123	-11.700	-10.234	-66.465	
Proventi e oneri straordinari	-7.075	7.380	3.935	68.050		
RAI	330.608	693.233	548.168	692.619	466.592	
Imposte correnti	-166.850	-269.622	-228.304	-240.051	-219.265	
Imposte differite	-4.396	5.805	4.394	-14.717		
Utile (perdita) di esercizio	159.362	429.416	324.258	437.851	247.327	319.643
Eliminazione partite straordinarie	7.075	-7.380	-3.935	-68.050		
Neutralizzazione effetto fiscale	-1.946	2.029	1.082	18.714		
Reddito normalizzato	164.491	424.065	321.405	388.515	247.327	309.161

ESEMPIO METODO SEMPLICE (2)

$$i = r_f + \beta (r_m - r_f)$$

$r_f = 3\%$ (rendimento dei buoni del tesoro poliennali con vita residua 10 anni)

$r_m - r_f = 5\%$ (premio per il rischio)

$\beta = 1$ (significa che l'andamento del settore di riferimento dell'impresa è nella stessa direzione del mercato, ha la stessa volatilità e pertanto lo stesso rischio);

$i = 8\%$

ESEMPIO DI ANALISI DI UN SETTORE NELLE DISCLOSURE NEI BILANCI DELLE SOCIETA' QUOTATE

SETTORE COMMERCIO

C.	E.	Rf	N.	β	N.	(Rm-Rf)	N.	Kd	N.	WACC	N.	g RATE	N.
7	2016	1,59%	5	0,90	5	7,08%	5	3,16%	3	7,61%	7	1,10%	7
8	2017	1,79%	4	0,93	4	6,43%	4	4,01%	3	8,37%	8	1,09%	7
7	2018	2,77%	3	0,82	3	6,83%	3	4,14%	3	9,04%	7	0,77%	6
6	2019	2,12%	3	0,99	3	5,44%	3	2,65%	3	9,30%	6	0,89%	6

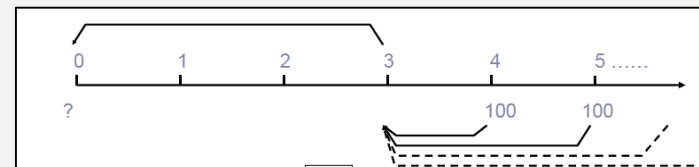
ESEMPIO METODO SEMPLICE (3)

- $W = R/i$
- $W = 309.161/8\% = \mathbf{\text{€}3.864.512,5}$

ESEMPIO METODO COMPLESSO (1)

$$W = R_1 v^1 + R_2 v^2 + \dots + R_n v^n + R/i v^n$$

$$3 \leq n \leq 5$$



	2015	2016	2017	2018	2019 e	MEDIA
EBIT	356.597	694.976	555.933	634.803	533.057	
Oneri finanziari (mutui)	-18.914	-9.123	-11.700	-10.234	-66.465	
Proventi e oneri straordinari	-7.075	7.380	3.935	68.050		
RAI	330.608	693.233	548.168	692.619	466.592	
Imposte correnti	-166.850	-269.622	-228.304	-240.051	-219.265	
Imposte differite	-4.396	5.805	4.394	-14.717		
Utile (perdita) di esercizio	159.362	429.416	324.258	437.851	247.327	319.643
Eliminazione partite straordinarie	7.075	-7.380	-3.935	-68.050		
Neutralizzazione effetto fiscale	-1.946	2.029	1.082	18.714		
Reddito normalizzato	164.491	424.065	321.405	388.515	247.327	309.161

ESEMPIO METODO COMPLESSO (2)

Attualizzazione (anni)	coefficienti attualizzazione $[1/(1+i)^n]$	Redditi	Flussi attualizzati
1	0,925925926	164.491,00 €	152.306,48 €
2	0,85733882	424.065,00 €	363.567,39 €
3	0,793832241	321.405,00 €	255.141,65 €
4	0,735029853	388.515,00 €	285.570,12 €
5	0,680583197	247.327,00 €	168.326,60 €
dal 6 in poi		309.161,00 €	2.630.122,27 €
W=			3.855.034,52 €

$$[(R_N/i) * (1/(1+i)^5)]$$

METODI A CONFRONTO

- **W= €3.864.512,5** (con metodo reddituale semplice)
- **W= €3.855.034,52** (con metodo reddituale complesso)

-> i metodi hanno premesse uguali (normalizzazione del reddito e tasso calcolato come somma di risk free e risk premium);

-> la scelta tra il semplice ed il complesso dipende dalla stabilità dei flussi reddituali dell'impresa (coerenza del metodo ed oggettività/neutralità della valutazione);

ESERCIZIO W CON METODO REDDITUALE SEMPLICE E COMPLESSO

	2015	2016	2017	2018	2019 e	MEDIA
EBIT	350.000	365.000	363.000	368.000	375.000	
Oneri finanziari (mutui)	-7.500	-7.500	-7.500	-7.500	-7.500	
Proventi e oneri straordinari	-6.500	6.000	4.000	8.000		
RAI	336.000	363.500	359.500	368.500	367.500	
Imposte correnti	-127.680	-138.130	-136.610	-140.030	-139.650	
Imposte differite	-2.500	-5.000	4.500	-15.700		
Utile (perdita) di esercizio	205.820	220.370	227.390	212.770	227.850	218.840
Eliminazione partite straordinarie						
Neutralizzazione effetto fiscale	-1.000	2.509	-6.500	14.900		
Reddito normalizzato						

ipotizzando $r_f=1,4\%$; $\beta=1$; $(r_m-r_f)=6\%$

SOLUZIONE

	2015	2016	2017	2018	2019 e	MEDIA
EBIT	350.000	365.000	363.000	368.000	375.000	
Oneri finanziari (mutui)	-7.500	-7.500	-7.500	-7.500	-7.500	
Proventi e oneri straordinari	-6.500	6.000	4.000	8.000		
RAI	336.000	363.500	359.500	368.500	367.500	
Imposte correnti	-127.680	-138.130	-136.610	-140.030	-139.650	
Imposte differite	-2.500	-5.000	4.500	-15.700		
Utile (perdita) di esercizio	205.820	220.370	227.390	212.770	227.850	218.840
Eliminazione partite straordinarie	6.500	-6.000	-4.000	-8.000		
Neutralizzazione effetto fiscale	-1.000	2.509	-6.500	14.900		
Reddito normalizzato	211.320	216.879	216.890	219.670	227.850	218.522

SOLUZIONE – METODO REDDITUALE SEMPLICE

	rf	β	(rm-rf)	i
$i = rf + \beta (rm - rf)$	1,40%	1	6%	7,40%

	R	i	W
$W = R/i$	218.522 €	0,074	2.952.997,30 €

SOLUZIONE – METODO REDDITUALE COMPLESSO

Attualizzazione	coefficienti attualizzazione $[1/(1+i)^n]$	Redditi	Flussi attualizzati
1	0,931098696	211.320,00 €	196.759,78 €
2	0,866944783	216.879,00 €	188.022,12 €
3	0,807211157	216.890,00 €	175.076,03 €
4	0,751593256	219.670,00 €	165.102,49 €
5	0,699807501	227.850,00 €	159.451,14 €
dal 6 in poi		218.521,80 €	2.066.529,66 €
W=			2.950.941,21 €

$[(R_N/i) * (1/(1+i)^5)]$

CONFRONTO

- **W= € 2.952.997,30** (con metodo reddituale semplice)
- **W= € 2.950.941,21** (con metodo reddituale complesso)