

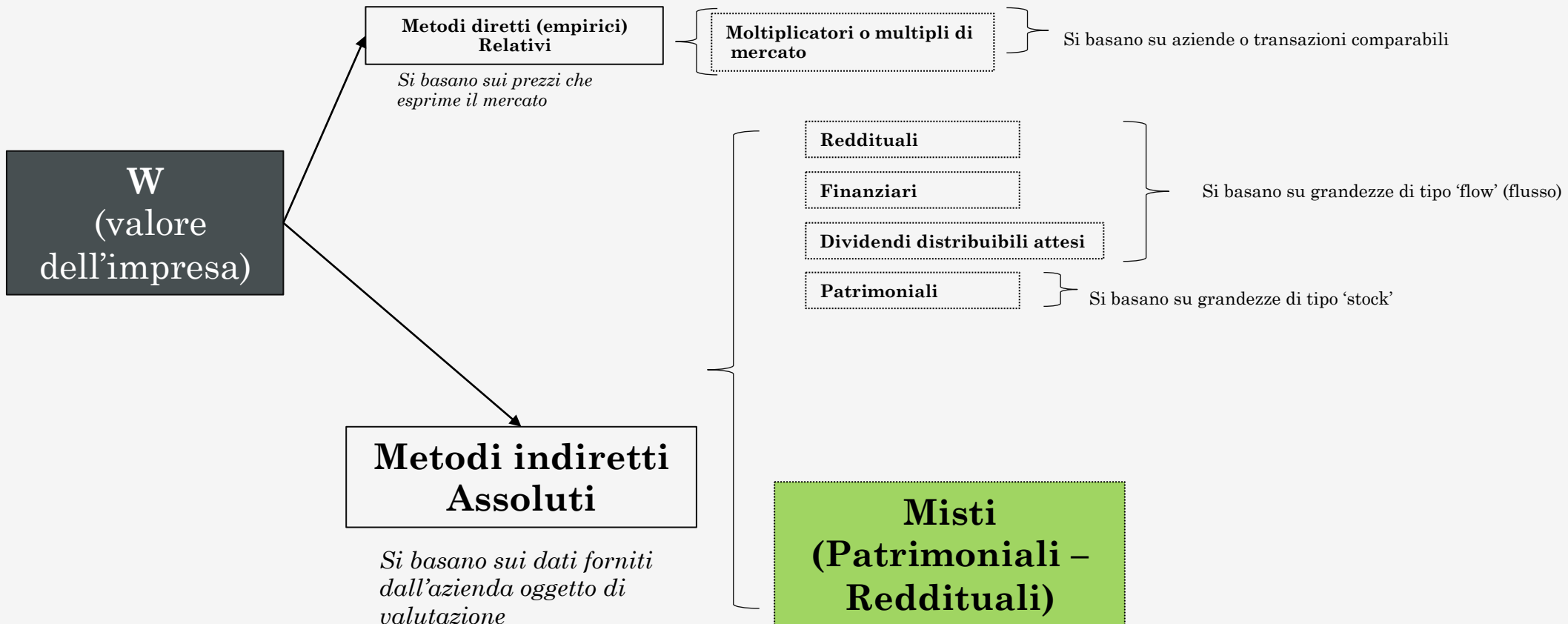
RISTRUTTURAZIONE DELLE IMPRESE (3CFU)

**I METODI DI VALUTAZIONE D'IMPRESA:
I METODI MISTI REDDITUALI PATRIMONIALI
ESERCITAZIONE DI VERIFICA**

Prof. Raffaele D'Amore

email: raffaele.damore@uniroma1.it

I METODI DI VALUTAZIONE



METODI MISTI PATRIMONIALI - REDDITUALI

Il valore del Capitale Economico è dato dalla combinazione del:

- ✓ *Patrimonio Netto Rettificato e del*
- ✓ *Reddito Medio Prospettico.*

Tale metodo prende le mosse dai limiti principali del Metodo Patrimoniale e Reddittuale rispettivamente:

- ❑ non considerare nella valutazione la potenziale redditività futura dell'azienda (METODO PATRIMONIALE);
- ❑ non considerare nella valutazione la consistenza patrimoniale dell'azienda (MEDOTO REDDITUALE);



PROS & CONS DEI METODI MISTI PATRIMONIALI - REDDITUALI

PROS

Mediano tra metodi reddituali e patrimoniali, per cui:

- ✓ considerano gli aspetti reddituali;
- ✓ beneficiano della verificabilità «oggettiva» delle stime del metodo patrimoniale.

✓ CONS

- ✓ Necessitano di una maggiore quantità di dati, rispetto alla sola applicazione di uno dei due metodi reddituale o patrimoniale;
- ✓ Tendono a sottostimare il W in imprese a forte capitalizzazione e bassa redditività o in imprese che operano in perdita.

METODI MISTI PATRIMONIALI – REDDITUALI

METODO DEL VALORE MEDIO

W viene calcolato come *media aritmetica semplice* dei valori ottenuti, applicando separatamente il *metodo patrimoniale semplice* ed il *metodo reddituale puro*.

METODO DELLA STIMA AUTONOMA DELL'AVVIAMENTO

W è dato dal valore *del Patrimonio Netto Rettificato (K')* e dal valore dell'*AVVIAMENTO*, inteso come surplus di reddito (rispetto al reddito 'normale') calcolato attualizzando i «sovra-redditi» futuri.

METODI MISTI PATRIMONIALI – REDDITUALI

METODO DEL VALORE MEDIO

Il metodo del valore medio assegna un peso uguale alla componente patrimoniale e a quella reddituale.

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

W = valore del capitale economico dell'azienda;

K' = patrimonio netto rettificato;

R = reddito medio prospettico; i = tasso di attualizzazione

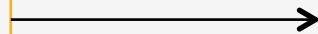
METODI MISTI PATRIMONIALI – REDDITUALI
METODO DEL VALORE MEDIO – VARIANTE (A)

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

≡

$$W = K' + \frac{1}{2} (R/i - K')$$

$$\left[(R/i - K') \right]$$



valore dell'avviamento:
- *positivo: goodwill;*
- *negativo: badwill;*

In questo modo, si determina il valore di W come **somma del patrimonio netto rettificato K'** e della **metà del valore dell'avviamento** considerato per un **orizzonte temporale illimitato**.

METODI MISTI PATRIMONIALI – REDDITUALI

METODO DEL VALORE MEDIO – VARIANTE (B)

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

≡

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

$$W = a K' + b (R/i)$$

Con $a+b = 1$

Dove:

a è il peso percentuale della componente reddituale;

b è il peso percentuale della componente patrimoniale;

In questo modo, si determina il valore di W come **media aritmetica ponderata** (non media semplice) del **patrimonio netto rettificato K'** e del **valore reddituale R/i**.

METODI MISTI PATRIMONIALI – REDDITUALI
**METODO DELLA STIMA AUTONOMA
DELL'AVVIAMENTO**

Il valore di W è la **somma algebrica** del Patrimonio espresso a valori correnti (metodo patrimoniale semplice) e dell'avviamento

$$W = K' + A$$

W = capitale economico;
 K' = patrimonio netto rettificato (patrimoniale semplice);
 A = avviamento

METODI MISTI PATRIMONIALI – REDDITUALI
METODO DELLA STIMA AUTONOMA DELL'AVVIAMENTO –
CALCOLO DI «A»

Calcolo dell'avviamento:

- ① Attualizzazione *limitata* del sovra-reddito medio;
- ② Attualizzazione *illimitata* del sovra-reddito medio;
- ③ Attualizzazione dei sovra-redditi per *specifici esercizi* futuri;

METODI MISTI PATRIMONIALI – REDDITUALI
METODO DELLA STIMA AUTONOMA DELL'AVVIAMENTO –
CALCOLO DI «A»

ATTUALIZZAZIONE LIMITATA DEL SOVRA-REDDITO MEDIO: si presuppone che le condizioni che generano il sovra-reddito non durino in maniera illimitata, ma si estinguano nel corso di alcuni anni; generalmente, si stima che l'orizzonte temporale sia di 3-5 anni.

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

R= reddito medio prospettico;

K'= Patrimonio Netto Rettificato;

i= tasso di rendimento normale del settore di riferimento dell'azienda (K_e);

i'= tasso di attualizzazione;

n= anni di presumibile durata del sovrareddito

R – K'i= sovra-reddito medio

METODI MISTI PATRIMONIALI – REDDITUALI
METODO DELLA STIMA AUTONOMA DELL'AVVIAMENTO
– CALCOLO DI «A»

ATTUALIZZAZIONE ILLIMITATA DEL SOVRA-REDDITO MEDIO: si presuppone che l'azienda sia in grado di generare il sovra-reddito per un periodo di tempo infinito.

Tuttavia, è poco realistico assumere che le condizioni che generano l'avviamento possano durare all'infinito -> approccio poco prudente e poco realistico.

R = reddito medio prospettico;

K' = Patrimonio Netto Rettificato;

i = tasso di rendimento normale del settore di riferimento dell'azienda (K_e);

i' = tasso di attualizzazione;

$R - K'i =$ sovra-reddito medio

METODI MISTI PATRIMONIALI – REDDITUALI
METODO DELLA STIMA AUTONOMA DELL'AVVIAMENTO – CALCOLO
DI «A»

ATTUALIZZAZIONE DEI SOVRA-REDDITI PER SPECIFICI ESERCIZI FUTURI: si presuppone che il valutatore sia in grado di stimare analiticamente i sovra-red-diti che l'impresa genererà in futuro e si attualizzano questi flussi per un numero finito di anni.

$$A = (R_1 - K \uparrow i) v_1 + (R_2 - K \uparrow i) v_2 + \dots + (R_n - K' i) v^n$$

Tale metodo può essere applicato: quando ci sono budget/piani formalizzati con un elevato livello di attendibilità circa i risultati degli esercizi futuri; in presenza comunque di una serie di risultati attendibili attesi per i singoli anni considerati.

CONCLUSIONI

- I metodi misti sono molto utilizzati per le PMI, soprattutto il metodo con stima autonoma dell'avviamento (durata limitata).
- La stima dei parametri i e i' è molto soggettiva: piccole variazioni dei tassi possono generare grande impatto sui risultati;
- In aziende con alti livelli di capitale o scarsa redditività (anche in perdita): ci può essere una sottostima dell'avviamento;

ESEMPIO – CON ATTUALIZZAZIONE LIMITATA DEL SOVRA-REDDITO MEDIO (1)

- Supponiamo che l'impresa Alfa abbia i seguenti *redditi annui attesi*:

$$R_1 = 52.000;$$

$$R_2 = 50.000;$$

$$R_3 = 45.500;$$

$$R_4 = 48.500;$$

- $i' = 7\%$ (di cui 3% r_f e 4% r_p)

- $i =$ ipotizziamo un *tasso di rendimento medio del settore* (i) pari a **9%**

- un *Patrimonio Netto rettificato* pari a= € **495.500**

- ed una *durata limitata dell'attualizzazione* pari a **5 anni**.

$$W = K' + A$$

con $A = (R - K' \uparrow i) a n \rightarrow i$

ESEMPIO - CON ATTUALIZZAZIONE LIMITATA DEL SOVRA-REDDITO MEDIO (2)

1) **Reddito medio atteso** = $(52.000+50.000+45.500+48.500)/4=49.000$

2) $(R - K'i) = \text{Sovra-reddito}$

$(49.000 - 0,09*495.500)= 49.000-44.595= 4.405$

anni	coefficienti attualizzazione	Sovra-reddito attualizzato per anno
anno 1	0,934579	4.117 €
anno 2	0,873439	3.847 €
anno 3	0,816298	3.596 €
anno 4	0,762895	3.361 €
anno 5	0,712986	3.141 €
		18.061 €

$W = K' + A = 495.500€ + 18.061€ = 513.561 €$

Valore del C.E. calcolato con il metodo misto p/r con stima autonoma del goodwill.

METODI MISTI - ESERCIZI DI RIEPILOGO

ESERCIZIO 1

- Supponiamo che l'impresa Alfa abbia i seguenti *redditi annui attesi*:
 $R_1= 47.000$; $R_2= 49.000$; $R_3= 35.790$; $R_4= 32.020$;
- $i'= 5\%$ (di cui 2% rf e 3% rp)
- ipotizziamo un *tasso di rendimento medio del settore (i)* pari a **7%**
- un *Patrimonio Netto rettificato* pari a= **350.500€**
- ed una *durata limitata dell'attualizzazione* pari a **5 anni**.

$$W = K' + A$$

con $A = (R - K \uparrow i) a n \downarrow i$

SOLUZIONE 1

1) **Reddito medio atteso** = $(47.000+49.000+35.790+32.020)/4=40.953$

2) **(R – K'i) = Sovra-reddito**

$(40.953- 0,07*350.500)= 40.953-24.535= 16.418$

coefficienti attualizzazione		
anno 1	0,952381	15.636 €
anno 2	0,907029	14.891 €
anno 3	0,863838	14.182 €
anno 4	0,822702	13.507 €
anno 5	0,783526	12.864 €
		71.079 €

$W= K' + A = 350.500 + 71.079= 421.579 €$

Valore del C.E. calcolato con il metodo misto p/r con stima autonoma del goodwill.

ESERCIZIO 2

- Supponiamo che l'impresa Alfa abbia i seguenti *redditi annui attesi*:
 $R_1 = 25.000$; $R_2 = 23.420$; $R_3 = 24.970$; $R_4 = 22.890$;
- $i = 7\%$ (di cui 3% r_f e 4% r_p)
- ipotizziamo un *tasso di rendimento medio del settore* (i) pari a **6%**
- un *Patrimonio Netto rettificato* pari a **275.900€**
- ed una *durata limitata dell'attualizzazione* pari a **5 anni**.

$$W = K' + A$$

con $A = (R - K \uparrow i) a n \uparrow i$

SOLUZIONE 2

1) **Reddito medio atteso** = $(25.000+23.420+24.970+22.890)/4=24.070$

2) $(R - K'i) = \text{Sovra-reddito}$

$(24.070 - 0,06*275.900) = 24.070 - 16.554 = 7.516$

coefficienti attualizzazione		
anno 1	0,934579	7.024 €
anno 2	0,873439	6.565 €
anno 3	0,816298	6.135 €
anno 4	0,762895	5.734 €
anno 5	0,712986	5.359 €
		30.817 €

$W = K' + A = 275.900 + 30.817 = 306.717€$

Valore del C.E. calcolato con il metodo misto p/r con stima autonoma del goodwill.

ESERCIZIO 3

- Supponiamo che l'impresa Alfa abbia i seguenti *redditi annui attesi*:
 $R_1 = 15.250$; $R_2 = 13.790$; $R_3 = 11.229$; $R_4 = 16.750$;
- $i' = 7\%$ (di cui 3% r_f e 4% r_p)
- ipotizziamo un *tasso di rendimento medio del settore* (i) pari a **6%**
- un *Patrimonio Netto rettificato* pari a **195.000€**
- ed una *durata limitata dell'attualizzazione* pari a **5 anni**.

$$W = K' + A$$

con $A = (R - K' \uparrow i) a n \uparrow i'$

SOLUZIONE 3

1) **Reddito medio atteso** = $(15.250+13.790+11.229+16.750)/4=14.255$

2) $(R - K'i) = \text{Sovra-reddito}$

$(14.255 - 0,06*195.000)= 14.255-11.700= 2.555$

coefficienti attualizzazione		
anno 1	0,934579	2.388 €
anno 2	0,873439	2.231 €
anno 3	0,816298	2.085 €
anno 4	0,762895	1.949 €
anno 5	0,712986	1.822 €
		10.475 €

$W = K' + A = 195.000 + 10.475 = 205.475€$

Valore del C.E. calcolato con il metodo misto p/r con stima autonoma del goodwill.