

RISTRUTTURAZIONE DELLE IMPRESE (3CFU)

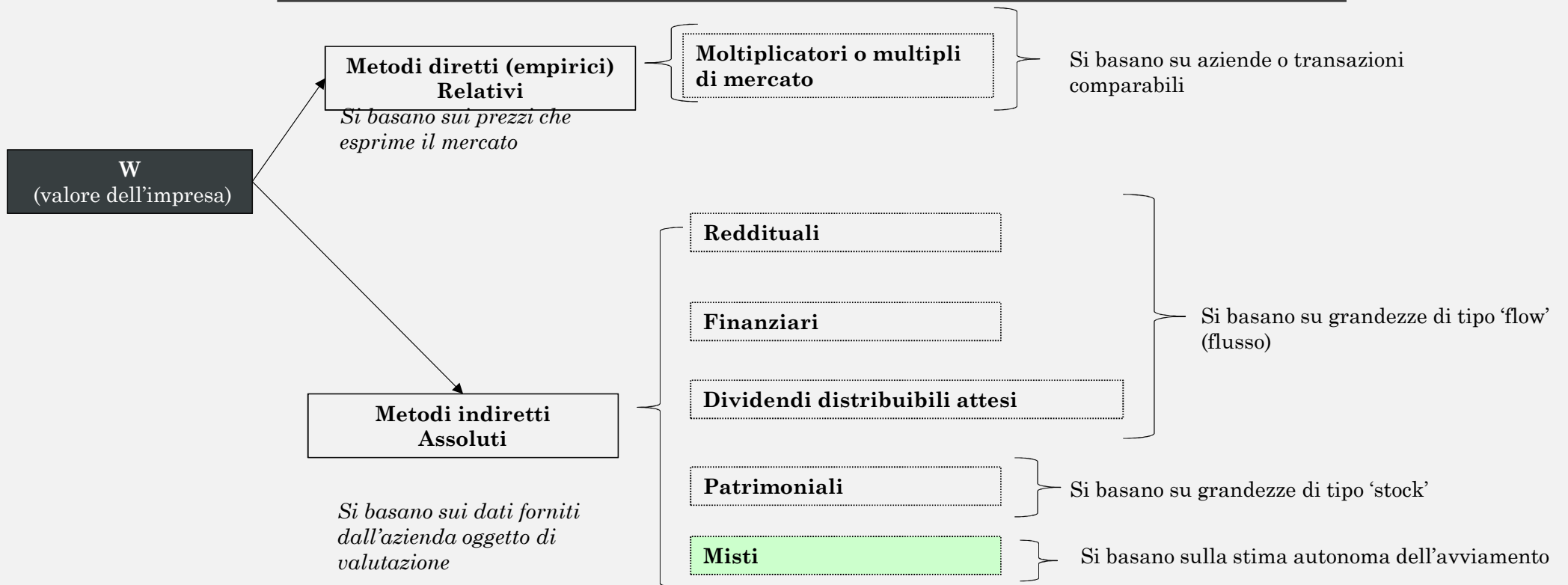
I METODI DI VALUTAZIONE D'IMPRESA:

- **EVA (ECONOMIC VALUE ADDED)**
- **I METODI DEI MULTIPLI DI MERCATO**
 - **ESERITAZIONE DI VERIFICA**

Prof. Raffaele D'Amore

email: raffaele.damore@uniroma1.it

I METODI DI VALUTAZIONE



IL METODO DELL'E.V.A.(ECONOMIC VALUE ADDED)

- L'EVA nasce in risposta all'UDCF (unlevered discounted cash flow) come metodo di più semplice applicazione [Stern&Stewart].
- Parte da dati contabili (più semplici da calcolare); considera il costo del capitale come WACC.
- È possibile calcolare l'EVA per centri di responsabilità ed individuare quali di essi creano valore.
- Il metodo di valutazione aziendale EVA ricalca le logiche dei metodi patrimoniali misti con stima autonoma dell'avviamento; quest'ultimo, tuttavia, anziché essere calcolato su base reddituale come somma attualizzata dei "sovraredditi" aziendali, è calcolato su base finanziaria, attraverso la somma attualizzata degli EVA (Economic Value Added), secondo al formula seguente:

$$\text{EVA} = \text{NOPAT} - \text{WACC} * \text{CIn}$$

EVA= valore creato;

NOPAT = (net operating profit after taxes) cioè REDDITO OPERATIVO AL NETTO DELL'IMPOSIZIONE FISCALE;

WACC = costo medio ponderato del capitale;

Cin = capitale investito netto.

WACC (*WEIGHTED AVERAGE COST OF CAPITAL*) [*COSTO MEDIO PONDERATO DEL CAPITALE*]

$$\text{WACC} = K_e \frac{E}{E + D} + K_d \frac{D}{E + D}$$

- K_e = Costo del capitale proprio
- K_d = Costo dell'indebitamento finanziario
- $E+D$ = Totale del Capitale Investito
- $E/(E+D)$ = Incidenza del capitale proprio sul totale del capitale investito
- $D/(E+D)$ = Incidenza del capitale di debito sul totale del capitale investito

CONTENUTO CONCETTUALE DELL'EVA

- Parte dal concetto di **reddito residuale**: aggiustamenti a questa grandezza per trasformare il profitto contabile (ricavi meno spese) in reddito economico (flussi di cassa eccedenti il costo opportunità del capitale).
- Rettifiche tese ad eliminare le possibili distorsioni contabili;
- Inclusione di fonti di finanziamento proprie e di terzi nel calcolo del costo del capitale.
- Le imprese in grado di generare un **rendimento delle attività superiore al relativo costo** sono aziende di successo.
- Il **costo medio ponderato del capitale**, in tale ottica, rappresenta una sorta di **prezzo per il “noleggjo”** di un fattore della produzione (il capitale).
- La **creazione del valore per gli azionisti** deriva, dunque, da un'eccedenza di remunerazione del capitale di rischio e di credito.
- l'EVA può essere applicato opportunamente come indicatore di **creazione della ricchezza degli azionisti** anche in archi temporali uniperiodali.

DESCRIZIONE FUNZIONALE

- l'EVA permette di determinare *il vero profitto realizzato da una azienda*, cioè l'ammontare per cui i ricavi sono superiori (o inferiori, laddove $EVA < 0$) alla remunerazione minima richiesta dai soggetti che finanziano la sua attività –soci e finanziatori esterni- confrontata, quest'ultima, con investimenti alternativi. Diventa, così, possibile identificare la mancata creazione effettiva di valore economico anche in presenza di aziende profittevoli da un punto di vista contabile.
- Se, infatti, $EVA > 0$ l'azienda crea valore economico dopo aver soddisfatto i fornitori di capitale di credito (esterni) e di rischio (soci); poiché, poi, questi ultimi sono dei *residual claimants* –ovvero la loro remunerazione è subordinata a quella di tutti gli altri soggetti che ne hanno diritto-, laddove si avesse un EVA positivo, si potrebbe anche rilevare una possibilità di distribuire dividendi in misura maggiore (in quanto essi sono espressi dal costo del capitale di rischio nella formula del WACC).

IL NOPAT

- NOPAT (*net operating profit after taxes*): è il reddito operativo dell'azienda dopo aver pagato una parte di imposte di competenza della gestione caratteristica.
- Il NOPAT/CI esprime la redditività dell'impresa nell'attività caratteristica, è assimilabile al ROI.
- Per incrementare il NOPAT occorrerebbe contenere e ridurre i costi operativi (acquisire più efficienza) e/o incrementare i ricavi.

Reddito operativo netto, rappresenta *l'insieme dei profitti disponibile a fornire una remunerazione a tutti coloro che hanno investito nell'impresa, sia finanziatori esterni che azionisti.*

Il Nopat rappresenta il reddito operativo netto ed è determinato apportando al suo valore contabile una serie di **rettifiche e integrazioni** denominate *accounting adjustments* volte a trasformare il risultato contabile in una grandezza economica, al fine di poter costituire indicatori attendibili.

Deve esprimere l'effettiva performance economica caratteristica di una iniziativa d'investimento o dell'intero capitale investito nell'attività d'azienda. Infatti, **l'impatto della normativa fiscale sulle politiche di bilancio può provocare effetti distorsivi** e per tale motivo diventa necessario apportare modifiche al reddito operativo. Ciò per rappresentare in maniera fedele la redditività operativa dell'azienda e per responsabilizzare il management in merito all'uso del capitale.

RELAZIONE TRA NOPAT E EBIT

Ricavi

- Costo del venduto
- Altri costi operativi
- Ammortamento

= **Reddito operativo**

- Imposte sul reddito operativo

= **NOPAT (Reddito operativo dopo le imposte)**

$$\text{NOPAT} = \text{EBIT} \times (1-t)$$

Con t = aliquota fiscale

LIMITI DELL'EVA

- ✓ Partendo da dati contabili, può essere soggetto a modifiche troppo soggettive;
- ✓ Non risolve comunque il problema delle opzioni reali;
- ✓ Considera marcatamente la prospettiva degli azionisti;
- ✓ E' più orientato ai risultati che ai processi che li generano.

ESEMPIO DI CALCOLO DELL'E.V.A.

- Calcolare l'EVA considerato che la tassazione è al 30%, K_d (lordo) = 4,5%; K_e = 4,85%

STATO PATRIMONIALE			
ATTIVO	2011	PASSIVO	2011
Attivo Immobilizzato	€ 314.418,652	Patrimonio netto	265.226,777
Terreni e fabbricati	€ 150.043,000	capitale sociale	200.000,000
Impianti e macchinari	€ 151.609,652	riserva	20.000,000
Immateriali	€ 12.766,000	utili (perdite) d'esercizio	45.226,777
Attivo corrente	€ 191.837,415	Passività consolidate	205.335,000
Disponibilità	€ 80.993,000	mutui	100.000,000
Scorte	€ 80.993,000	fondo TFR	60.213,000
liquidità differite	€ 70.678,000	debiti v/istituti	45.122,000
crediti v/clienti	€ 49.865,000	Passività correnti	35.694,290
crediti v/altri	€ 20.813,000	debiti v/fornitori	35.694,290
liquidità immediate	€ 40.166,415		
cassa	€ 40.166,415		
TOTALE ATTIVO	€ 506.256,067	TOTALE PASSIVO	506.256,067

CONTO ECONOMICO	
	2011
Valore della produzione	€ 190.000,000
consumo materie	-€ 37.558,000
costo lavoro	-€ 42.892,000
spese per prestazione servizi	-€ 15.332,000
altri costi produzione	-€ 9.877,000
ammortamenti	-€ 16.412,000
fitti passivi	-€ 5.164,000
Costi della produzione	-€ 127.235,000
Risultato della gestione operativa	€ 62.765,000
proventi finanziari	€ 5.000,000
oneri finanziari	-€ 10.846,318
Risultato della gestione finanziaria	-€ 5.846,318
proventi straordinari	€ 13.455,000
oneri straordinari	-€ 5.764,000
Risultato della gestione straordinaria	€ 7.691,000
Reddito ante imposte	€ 64.609,682
imposte d'esercizio	-€ 19.382,905
Risultato d'esercizio	€ 45.226,777

$$EVA = NOPAT - WACC * CI$$

$$NOPAT = EBIT * (1 - t) = RO * 0.7 = 62765 * 0.7 = 43935,5$$

$$WACC = kd * \frac{D}{CI} + ke * \frac{E}{CI}$$

$$Kd = 4.5\% (1-t) = 0.045 * 0.7 = 3.15\%$$

$$Ke = 4.85\%$$

$$Leverage\ ratio = \frac{debt}{CI} = \frac{205335 + 35694.290}{506256.067} = \frac{241029.29}{506256.067} = 47.6\%$$

$$Equity\ ratio = \frac{equity}{CI} = \frac{265226.777}{506256.067} = 52.4\%$$

$$WACC = 0.0315 * 0.476 + 0.0485 * 0.524 = 0.015 + 0.025 = 4\%$$

$$EVA = 43935,5 - 0.04 * 506256.067 = 43935.5 - 20250.243 = 23685.26$$

ESEMPIO DI DOMANDA: EVA

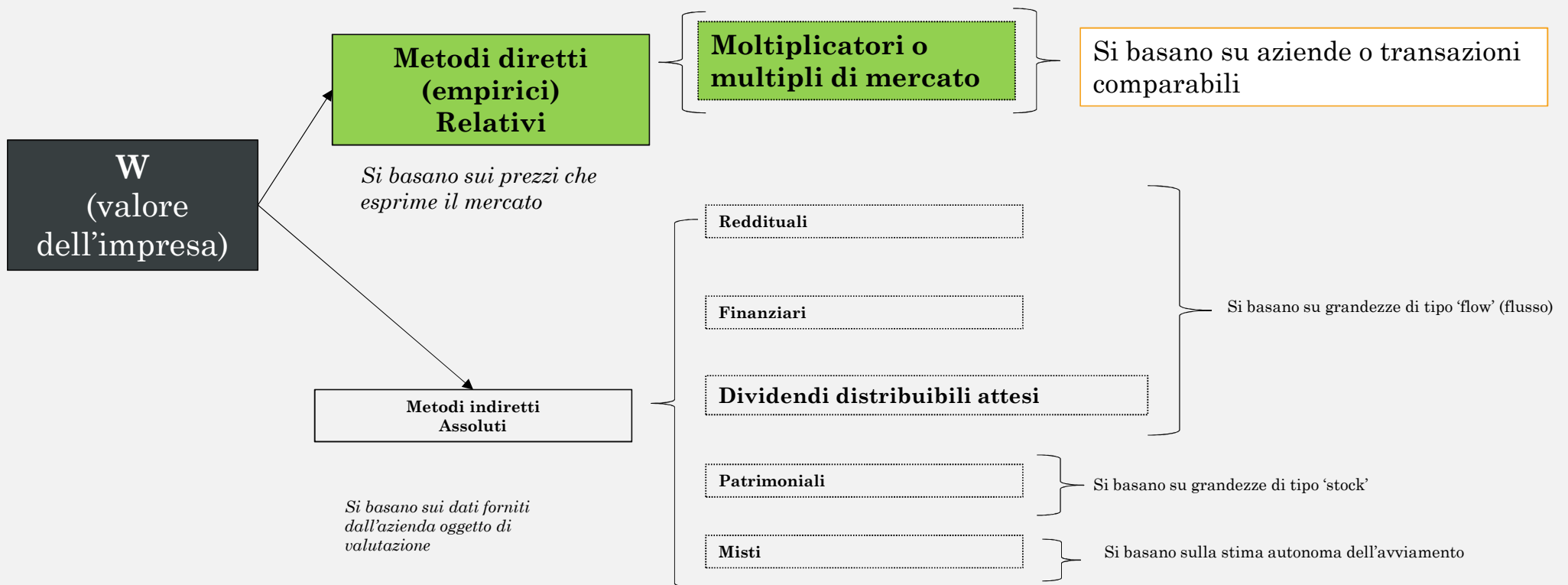
L'impresa Alfa ha un:

- **NOPAT = €15.000;**
- **CI= € 90.000**
- **Kdnetto = 1,85%**
- **D/CI= 35%**
- **Ke= 2,5%**
- **E/CI = 65%**

L'E.V.A. sarà pari a:

- € 12.954,75
- € 1.349.997,954
- € 89.659,13
- nessuna delle precedenti

I METODI DI VALUTAZIONE



METODI DIRETTI (EMPIRICI) RELATIVI

FINALITA':

L'obiettivo della valutazione basata sui multipli di mercato (valutazione relativa) è la stima del valore di un'attività sulla base di prezzi registrati dal mercato per attività simili.

Attraverso il metodo dei multipli la stima del valore di un'impresa avviene quindi individuando, per un gruppo di imprese comparabili, una **relazione tra prezzi e quantità contabili** (utili, ricavi, patrimonio netto, ecc.) **il cui valore medio si suppone applicabile all'impresa-OBIETTIVO**

PRESUPPOSTO:

Il metodo dei multipli di mercato è basato sull'ipotesi che i **prezzi di mercato** rappresentino la **migliore approssimazione del valore dell'impresa** ed è finalizzato ad individuare la relazione che lega il prezzo con le variabili economiche aziendali.

METODI DIRETTI (EMPIRICI) RELATIVI

I METODI DIRETTI SI DISTINGUONO IN:

METODI DIRETTI IN SENSO STRETTO:

Determinano il capitale economico in funzione dei prezzi espressi dal mercato per l'impresa oggetto di valutazione (se quotata) o su imprese considerate «simili / comparabili».

**METODI DIRETTI BASATI SUI
MOLTIPLICATORI:**

Determinano il capitale economico in funzione dei «moltiplicatori di mercato», cioè di grandezze calcolate sulla base di dati offerti da e presenti sul mercato. Questi «moltiplicatori» (o multipli) vengono poi messi in relazione ad una grandezza rappresentativa del valore economico dell'impresa valutata.

I moltiplicatori possono essere «semplici» o «complessi»

METODI DIRETTI IN SENSO STRETTO

IN CASO DI IMPRESA QUOTATA, il valore del capitale economico corrisponde al valore totale di mercato di un'impresa (o capitalizzazione di mercato); generalmente si calcola:

Numero di azioni esistenti * Prezzo unitario delle azioni

$$W = \sum_{i=1}^n P_i * m_i$$

con:

W = valore del capitale economico dell'impresa oggetto di valutazione;

P_i = prezzo di mercato di ciascuna azione della tipologia 'i' (ordinaria, di risparmio, ecc);

M_i = numero di azioni di tipologia 'i';

n = numero di tipologia di azioni.

METODI DIRETTI IN SENSO STRETTO

IN CASO DI IMPRESA NON QUOTATA, la formula vista in precedenza si applica ad imprese «simili» o comparabili;

la comparabilità si determina in base a due approcci:

- ❖ **Metodo delle società comparabili**: riferimento al prezzo delle azioni di società comparabili;
- ❖ **Metodo delle transazioni comparabili**: riferimento a transazioni di pacchetti di controllo di società simili.

$$W = \frac{\sum_{i=1}^n W_i * p_i}{\sum_{i=1}^n p_i}$$

con:

W = valore del capitale economico dell'impresa oggetto di valutazione;

W_i = valore del capitale economico dell'impresa «i» appartenente al campione;

p_i = peso attribuito alla impresa «i» appartenente al campione;

n = numero di imprese appartenenti al campione.

METODI DIRETTI BASATI SUI MOLTIPLICATORI MULTIPLI DI MERCATO

- Si costruisce un campione di società quotate simili a quella oggetto di valutazione;
- Si stima il multiplo ricercato;
- Si fa una media dei rapporti calcolata per ciascuna società Campione;
- Ottenuto il multiplo medio campione lo si applica alla società target;

Generalmente, i moltiplicatori pongono in relazione prezzi/valori di mercato e grandezze tipiche delle imprese (patrimoniali, reddituali o finanziarie); in base al valore del **NUMERATORE**, i multipli di distinguono in:

- **Multipli di capitale o di prezzo (Price o Equity side)** : al numeratore abbiamo un valore di prezzo oppure il valore di mercato del capitale aziendale, cioè del patrimonio netto; si giunge alla stima dell'ENTERPRISE VALUE
- **Multipli dell'attivo o Enterprise Value (Asset side)** : si costruiscono con il valore di mercato del capitale investito operativo (sia proprio che di terzi); giunge alla valutazione dell'equity come somma algebrica del valore di mercato del capitale netto e della posizione finanziaria netta. Si giunge alla stima dell'EQUITY VALUE.




METODI DIRETTI BASATI SUI MOLTIPLICATORI MULTIPLI DI MERCATO

MULTIPLI DI CAPITALE O DI PREZZO (PRICE O EQUITY SIDE): [principali]

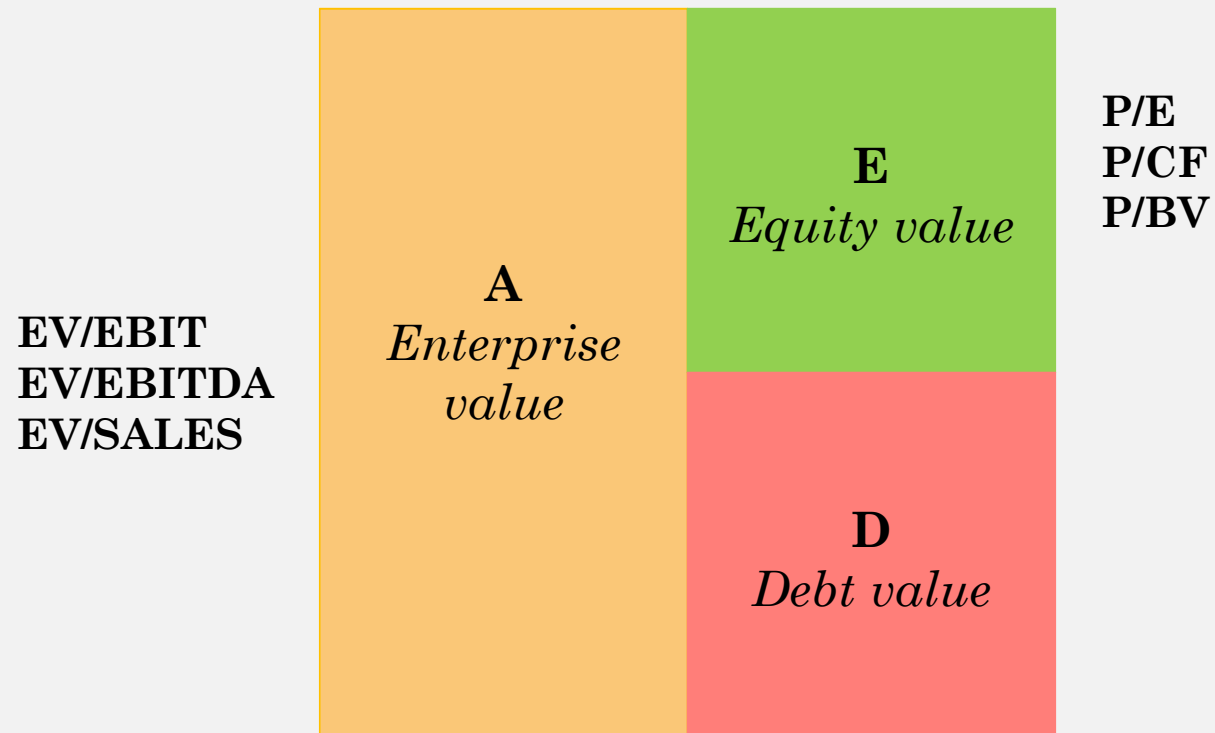
- ✓ **P/E (Price/Earnings)** = rapporto tra il prezzo di mercato per azione e l'utile netto per azione;
- ✓ **P/Cash Flow (Price/Cash Flow)** = rapporto tra il prezzo di mercato per azione e il "flusso di cassa" ;
- ✓ **P/BV (Price/Book Value)** = rapporto tra il prezzo di mercato per azione al patrimonio netto contabile;
- ✓ **P/Sales (Price/Sales)** = rapporto tra il prezzo di mercato per azione e il fatturato;

METODI DIRETTI BASATI SUI MOLTIPLICATORI MULTIPLI DI MERCATO

MULTIPLI DELL'ATTIVO O ENTERPRISE VALUE (ASSET SIDE): [principali]

- ✓ **EV/EBIT (Enterprise Value/Ebit)**  rapporto tra il valore di mercato del capitale investito operativo e il reddito operativo;
- ✓ **EV/EBITDA (Enterprise Value/Ebitda)**  rapporto tra il valore di mercato del capitale investito e il MOL;
- ✓ **EV/Sales (Enterprise Value/Sales)**  rapporto tra il valore di mercato del capitale investito operativo e vendite .

PROSPETTIVE DI UTILIZZO DEI MULTIPLI



VALORE TEMPORALE DEI MULTIPLI

- Se il denominatore fa riferimento ai dati dell'ultimo bilancio, i multipli si definiscono « **Multipli current** »;
- Se il denominatore fa riferimento alla media dei dati dell'ultimo periodo, i multipli si definiscono « **Multipli trailing** » (fanno riferimento a performance passate o «trascinate»);
- Se il denominatore fa riferimento ai dati attesi negli esercizi futuri, i multipli si definiscono « **Multipli leading** » (fanno riferimento a performance attese future);
- Se il denominatore e il numeratore fanno riferimento ai dati attesi negli esercizi futuri, i multipli si definiscono « **Multipli forward** » (fanno riferimento a performance attese future per entrambe le grandezze che li compongono);

VANTAGGI E SVANTAGGI DEI METODI BASATI SUI MULTIPLI

- + Sono semplici da utilizzare per gli operatori e facilmente comprensibili;
- + Non necessitano di grandi quantità di dati (sintetici) né di stime sull'andamento futuro delle grandezze;
- + I dati sono disponibili nel mercato (imprese quotate);
- + Sono molto utilizzati in mercati estesi ed organizzati, dove avvengono transazioni frequenti e questo limita le distorsioni del mercato;
- + fanno riferimento ad indicatori 'oggettivi' di mercato;

- Può apparire una metodologia eccessivamente semplificatrice per il calcolo del valore;
- I più diffusi si basano sui prezzi e non sui valori effettivi;
- Limiti evidenti nell'esistenza di imprese effettivamente comparabili;
- La valutazione (comparabili) dipende strettamente dal campione di riferimento (se scarsamente rappresentativo, valutazione non efficace);
- In genere il valore è il risultato di dati storici e non valorizza le prospettive future dell'impresa.