

ALFREDO BALLARINI

Studio di Finanza Aziendale

Input dati: Dott. Simone Torre

TOP TILES ITALY 2009

22th year



Calcolo dell'Equity Value delle ceramiche italiane

il valore per gli azionisti calcolato sui bilanci 2008



WWW.BALLARINI.INFO

IL NOSTRO
IMPEGNO PER
LE MEDIE
IMPRESE.

MOLTIPLICHIAMO PER DUE L'IMPEGNO CHE METTI NELLA TUA IMPRESA.



UniCredit Corporate Banking s'impegna a sostenere le medie imprese italiane con 2 miliardi di euro. Proprio per queste aziende ha creato un programma di finanziamento modulare di medio lungo periodo che ne rafforza la struttura patrimoniale. Infatti, UniCredit Corporate Banking finanzia con il doppio dell'importo l'impegno da parte dell'imprenditore ad effettuare un investimento di capitale nella sua impresa. Per maggiori informazioni rivolgersi in filiale oppure consultare il sito www.unicreditcorporate.it

 UniCredit Group

 UniCredit
Corporate Banking

FORMULE FONDAMENTALI:

ENTERPRISE VALUE EnV = VALORE DI FUNZIONAMENTO + VALORE BENI AZIENDALI - Cash & cashable = VALORE DI TERZI + EqV - Cash & cashable (per le società quotate è come dire: debito + capitalizzazione di borsa – cassa) cioè valore che paga gli azionisti per l'acquisto e i finanziatori per il rimborso, della proprietà sul 100% dei beni investiti nell'impresa, o anche il valore pagato dall'investitore totale cui si accennava in precedenza, cioè quello che gestisce l'azienda senza debiti

EQUITY VALUE EqV = ENTERPRISE VALUE EnV - VALORE DI TERZI + Cash & cashable

valore per gli azionisti, equity effettivo, quotaparte degli assets, investiti o liquidi, di pertinenza degli azionisti

E' stato tenuto separato il valore della CASSA dall'Enterprise Value, perché considerata un valore NON ANCORA INVESTITO NELL'IMPRESA. La liquidità compare dentro all'Equity ma non dentro all'Enterprise. Così siamo in grado di osservare: **QUALI AZIENDE HANNO ENTERPRISE VALUE NEGATIVO E QUALI VALGONO, come equity, MENO DELLA CASSA NETTA.**

L'equazione di questo ragionamento è questa:

EV = EqV + Debiti Fin. – Cassa

se Debiti Finanziari = 0 oppure Cassa Netta = (Cassa – Debiti Finanziari) > 0, **EV = EqV – Cassa Netta**,

in tal caso, se EqV < Cassa Netta significa che EV < 0; **cioè quelle imprese il cui Enterprise Value è negativo E HANNO UNA CASSA NETTA POSITIVA, valgono, come equity, MENO DELLA CASSA NETTA** e hanno un valore di cassa superiore addirittura a debito + equity : cassa > (debito + capitalizzazione di borsa) per le quotate; quelle imprese invece che hanno debiti finanziari netti (cioè superiori alla cassa) e hanno un Equity Value inferiore alla cassa, hanno un Enterprise Value inferiore al Valore di Terzi inteso come debiti finanziari lordi, cioè sarebbero come Opzioni Out of The Money se guardiamo all'impresa come un'ipotetica opzione, si veda il paragrafo contrassegnato (***)

COMMENTO GENERALE:

La valutazione che scaturisce dalle schede di quest'anno risente delle turbolenze in atto nei mercati finanziari per almeno tre fattori: **1)** il premio di rischio dell'investimento azionario è stato forfettizzato a 4; **2)** è stato portato a -0,5% prudenzialmente il tasso di crescita medio del fatturato per tener conto del periodo recessivo attuale che inciderà su una media di più lungo periodo; questo diminuisce la capitalizzazione del flusso di valore, il quale viene normalmente diviso per il tasso di capitalizzazione meno il tasso di crescita. **A QUESTO PROPOSITO RICORDIAMO CHE IN UNA SITUAZIONE DI ESPANSIONE ECONOMICA IL FATTORE DI CRESCITA AIUTA LA VALUTAZIONE AZIENDALE, anche in termini di concessione di credito, MENTRE DURANTE PERIODI ECONOMICI RECESSIVI, LA MANCANZA DI FATTORI DI CRESCITA O L'ESISTENZA DI FATTORI DI RIDUZIONE IMPONGONO UN MIGLIOR VALORE DEL NUMERATORE (redditività, cash flow) PER SOSTENERE LA VALUTAZIONE anche con riferimento alla capacità di credito.**

3) l'EBITDA considerato per il calcolo del valore di funzionamento è stato diminuito della % della sua stessa volatilità (deviazione standard dalla media) degli ultimi 3 anni. **QUALORA IL VALORE DI FUNZIONAMENTO RISULTASSE NEGATIVO ABBIAMO AGGIUNTO LA NOTA CHE L'EQUITY VALUE CALCOLATO E' INCOMPLETO CON RIGUARDO AI NECESSARI COSTI DI RISTRUTTURAZIONE (per riportare in positivo il valore di funzionamento) AL NETTO DELLE OPPORTUNITA' CREATE DALLA RISTRUTTURAZIONE STESSA.**

Inoltre abbiamo mantenuto il tasso di ammortamento tecnico degli immobili al 5% e la svalutazione prudenziale del circolante operativo netto al 20%.

In tali situazioni di incertezza dei mercati finanziari, potrebbe essere anche presa in considerazione la diminuzione del flusso di valore operativo per una cifra pari al costo-opportunità, relativo al fatto che il capitale investito in azioni potrebbe invece essere diversamente impiegato in titoli risk free; questo criterio è parso tuttavia troppo penalizzante per le aziende più capitalizzate e di minor reddito; si consiglia, qualora lo si voglia prendere in considerazione, di aggiornare il calcolo manualmente, compilando la riga creata nel flusso di valore e lasciata a zero; rifacendo anche la successiva divisione tra flusso di valore e tasso di capitalizzazione.

NOTE PARTICOLARI SULLE SCHEDE DI VALUTAZIONE:

PREMESSA SUL METODO

La valutazione aziendale è suddivisa dalla teoria classica in tre metodologie: patrimoniale, reddituale e mista che somma al valore patrimoniale la parte di reddito che l'azienda riesce ad ottenere in più rispetto al normale rendimento di settore, definendo tale sovrareddito "godwill" o avviamento. A questi sistemi tende ad essere preferito il più moderno metodo "anglosassone" DCF dei discounted cash flows, che considera l'impresa funzionante come un "titolo obbligazionario" avente però determinate caratteristiche di rischio ed incertezza, flussi di cassa calcolati per un numero limitato di anni ed un "valore nominale" a scadenza dato dal cosiddetto valore terminale, spesso individuato nel valore di liquidazione. Tale criterio risulta però adatto alla valutazione di investimenti finanziari speculativi di breve periodo, del tipo "acquisto oggi e rivendo tra qualche tempo ad un rendimento soddisfacente". Infine ricordiamo i cosiddetti metodi dei "multipli", che tendono a valutare l'impresa con semplici moltiplicatori di alcuni parametri, come utile, fatturato o capitale proprio; in realtà questi indicatori permettono solamente il confronto tra aziende diverse sulla base di valutazioni già fatte; ovvero, un'impresa viene valutata analiticamente col metodo appropriato, quindi, se è quotata, il mercato le attribuisce un valore che determinerà a

sua volta un certo price/earning ratio piuttosto che un price / book; ma il fatto che tali indicatori siano bassi o alti non significa che l'impresa sia sotto o sopravvalutata, bensì evidenzia che il mercato rileva fattori più o meno positivi .

SCHEMA DEL CRITERIO DI VALUTAZIONE UTILIZZATO

Si è cercato di affrontare il problema da un punto di vista diverso dal solito, che avvicina molto ai valori espressi dal mercato borsistico (che quota un valore "ordinario" riservandosi poi di adeguarlo alle eventuali plusvalenze inesprese solo in caso di opa). Certo non è adatto a chi guarda solo il valore finale come chi guarda solo l'utile nei bilanci, in quanto essendo standardizzato risente del tasso di ammortamento tecnico posto uguale in tutte le società considerate (chi ha investito molto da poco tempo ne risulta penalizzato); dovrebbe invece servire come ragionamento di base per costruire la vera valutazione, in base ai parametri misurati ad hoc sull'azienda di interesse, nel momento in cui viene fatta un'operazione.

Tuttavia il ragionamento più interessante (in quanto va oltre la semplice VALUTAZIONE DI TRANSAZIONE) dovrebbe derivare dal confronto interaziendale e con le medie di settore, degli indicatori "borsistici" di fine pagina, che, se ben confrontati, (anche se alcuni risentono del tasso di ammortamento tecnico chi conosce le aziende sa quello che sta leggendo!) dovrebbero permettere un interessante percorso di analisi della gestione del valore nella conduzione dell'azienda!

Il metodo utilizzato differisce in parte dal DCF pur traendo da esso origine; di fatto è un adattamento del metodo EVA, che valuta l'impresa secondo l'equazione $EV = MVA + CI$. L'elaborazione è stata assimilata non ad un investimento finanziario che deve dare solo un rendimento soddisfacente, ma ad una transazione basata sul concetto che, **alternativa ad una tale transazione**, può solo essere l'acquisto dei beni necessari a formare un'impresa con le stesse caratteristiche, spendendo successivamente parte del cash flow prodotto per **MANTENERE INALTERATA NEL TEMPO LA FUNZIONALITA'** di tali beni, avviando l'insieme di questi beni e delle persone inserite, fino ad ottenere gli stessi risultati dell'impresa oggetto della valutazione (il primo concetto primitivo di valutazione era legato allo SCAMBIO di merci, per cui ogni transazione aveva come contropartita un bene sostitutivo o alternativo; analogamente qui si cerca di valutare la transazione di una società cercando di quantificare la situazione alternativa di costituzione ex novo) ; quindi, pur senza arrivare ad effettuare un business plan di tale alternativa, ad essa si lega lo schema di ragionamento utilizzando una proiezione nel tempo del funzionamento attuale. In tal modo, **anziché un valore terminale** corrispondente ad un capitale investito ormai "esausto" e quasi inutilizzabile, abbiamo il valore di mercato dei beni aziendali nelle condizioni attuali che dovranno essere mantenute nel tempo sostenendo i costi necessari a tale fine; (nelle nostre schede ci fermiamo al valore contabile ma indichiamo la possibilità di inserire plusvalenze di rettifica che però potremmo anche considerare "utilizzate" assieme agli ammortamenti tecnici per mantenere nel tempo il valore attuale dei beni) anziché i flussi di cassa di alcuni anni, consideriamo il valore di funzionamento FUTURO su un intervallo di tempo "infinito" per implementare il concetto di avviamento nella valutazione collegandolo strettamente alla qualità dei risultati di funzionamento; con l'attualizzazione finanziaria, i flussi di valore diventano sempre più insignificanti con l'aumentare del periodo di tempo, ma questa capitalizzazione di maggior valore la consideriamo accreditata al recupero di quell'investimento in tempo, denaro e capacità, che ha consentito al management di conseguire e mantenere i risultati attuali e di valorizzare di conseguenza il marchio.

Il valore di funzionamento, viene calcolato col metodo del valore attuale della rendita perpetua costituita da flussi di valore operativo prodotti dalla gestione aziendale. Tali flussi corrispondono ai cosiddetti flussi di cassa disponibili per gli investitori FCF (free cash flows to firm), cioè quei flussi che sono disponibili per un investitore, teorico, che apporti tutto il capitale necessario all'azienda: sia quello per acquistare l'equity, sia quello per finanziare gli assets e la gestione. Per questo motivo sono al lordo di interessi passivi (un simile investitore non avrebbe debiti) e sono tassati. L'EBITDA (o Mol) viene preso come misura di base della capacità di generare flussi di cassa della gestione corrente. Si utilizza la media dell'incidenza sulle vendite degli ultimi 3 anni, moltiplicata per il fatturato dell'ultimo anno, DIMINUITA prudenzialmente DELLA DEVIAZIONE STANDARD DALLA MEDIA DEGLI ULTIMI 3 ANNI. **Viene diminuito dei costi necessari per mantenere integra nel tempo la capacità di funzionamento, cioè gli ammortamenti tecnici, che come abbiamo detto potremmo anche considerare comprensivi delle plusvalenze inesprese.** Tali ammortamenti sono calcolati dividendo le immobilizzazioni materiali per un numero standard di anni (3,5 oppure 4,5 secondo la capienza del reddito lordo per tenere conto in automatico delle situazioni in cui ad investimenti appena compiuti non corrisponde ancora un adeguamento della redditività). **Questo viene fatto solo per motivi di standardizzazione di uno studio che effettua una moltitudine di valutazioni in un'unica elaborazione; nella realtà è importante considerare le spese necessarie a mantenere inalterato il valore degli immobilizzi operativi che altrimenti andrebbero ad azzerare il loro valore dopo i 3,5 o 4,5 anni considerati! Cioè: se mettiamo come ammortamenti tecnici degli impianti solamente il loro ammortamento contabile, è evidente che, senza interventi di valorizzazione, gli impianti azzererebbero il loro valore, dunque dovremmo eliminarne la voce nel calcolo del Valore dei Beni Aziendali; ma se invece imputiamo annualmente tutte le spese realmente necessarie a mantenere gli impianti funzionanti con l'efficienza attuale, tali cespiti manterranno inalterato il loro valore che potremo dunque far rientrare nel Valore dei Beni Aziendali.** Si impone la semplificazione che valuta un equilibrio tra crescita dell'EBITDA e crescita degli ammortamenti tecnici e non si considerano nuovi investimenti, mentre viene considerato a parte (nella sezione che rettifica l'enterprise value delle necessità finanziarie per il calcolo dell'equity value) il flusso finanziario occorrente per finanziare la crescita del circolante operativo netto (qui approssimativamente comprensivo di ogni altro eventuale finanziamento della crescita che si ritiene minima in assenza di nuovi investimenti). Il flusso di cassa viene poi tassato secondo le normali aliquote d'imposta. **Si potrebbe sottrarre, dopo la tassazione, anche il costo relativo al mancato introito di un normale tasso risk free, ottenuto qualora il capitale fosse stato investito in impieghi privi di rischio, calcolato però non sull'equity value ma sul capitale proprio tangibile** e così facendo correggeremmo il flusso reddituale per mantenere solo la parte di

sovra reddito rispetto al costo di capitale. A tal proposito, il costo del capitale di debito viene sottratto implicitamente all'atto dell'eliminazione dei debiti finanziari netti; infatti tali debiti vengono sottratti al loro valore nominale, nonostante abbiano una scadenza lontana nel tempo, e dunque così facendo si sconta seppur grossolanamente anche l'onere finanziario dovuto ai debiti stessi. Non viene sottratta la quota di dividendo in quanto si ritiene, semplificando, che tale flusso di valore, pur in uscita dall'impresa, rimane nella disponibilità dei soci in proporzione della loro quota; quindi anche qualora la transazione non riguardasse il 100% del capitale, il non considerare il dividendo è equivalente all'operazione aritmetica che sottrae il 100% del dividendo annuale all'interno del flusso operativo annuo, quindi percentualizza in base alla quota di capitale acquistata l'equity value al netto dei dividendi così calcolato, poi aggiunge la capitalizzazione, fatta con gli stessi criteri del valore di funzionamento, della % di dividendo annua spettante. Dato che i soggetti aziendali considerati hanno in realtà una struttura finanziaria articolata, tali flussi vengono attualizzati al WACC (weighted average cost of capital) cioè ad una media ponderata tra il tasso del capitale netto e del debito, applicando così un tasso di attualizzazione più alto, e quindi svantaggioso, per le aziende più capitalizzate e viceversa, a causa del maggior rischio atteso da un investimento in capitale netto (investimento azionario), rispetto ad un investimento creditizio, WACC a cui viene sottratto algebricamente il tasso di crescita del fatturato nel lungo periodo come impostato nei parametri di calcolo.

Sommando il **valore di mercato degli assets investiti nell'impresa (quindi tralasciando la cassa liquida o temporaneamente impiegata in titoli a breve)** al **valore di funzionamento** dell'impresa, si ottiene il cosiddetto **enterprise value**, cioè valore che paga gli azionisti per l'acquisto e i finanziatori per il rimborso, della proprietà sul 100% dei beni investiti nell'impresa, o anche il valore pagato dall'investitore totale cui si accennava in precedenza, cioè quello che gestisce l'azienda senza debiti. **Gli assets sono un valore presente che, abbiamo visto, verrà mantenuto nel futuro destinando a questo scopo una parte dei flussi di cassa generati; il valore di funzionamento è un valore "futuro" che verrà generato se permarranno le stesse efficienze e qualità di organizzazione riscontrate al momento della valutazione, e incorpora il valore degli INTANGIBLES misurato non con una contabilità difficile da stabilire in modo preciso ed oggettivo, bensì con l'efficienza o inefficienza dei risultati ottenuti rispetto ai concorrenti.**

Uno schema simile lo troviamo in Jack Broyles Financial Managements and Real Options John Wiley & Sons Ltd pag 176:

10-2 THE INVESTMENT OPPORTUNITIES APPROACH

MILLER AND MODIGLIANI

The Miller and Modigliani (1961) Investment Opportunities Approach characterizes the value of an ongoing firm as the sum of the present value (PV) of its existing business and the net present value (NPV) of its future investment opportunities.³

$$\begin{aligned} \text{Value of Unlevered Company} &= \text{Value of the Existing Business} \\ &+ \text{Value of Investment Opportunities} \end{aligned}$$

³ M. Miller and F. Modigliani (1961) "Dividend policy, growth and the valuation of shares," *Journal of Business*, Vol. 34, No. 4 (October), 411-433.

NEI CASI IN CUI IL FLUSSO DI VALORE OPERATIVO ANNUO RISULTA NEGATIVO non lo si capitalizza, ma viene aggiunta la nota in alto sotto all'equity value: "meno Costi di Ristrutturazione causa valore di funz. Negativo", in quanto si tratta di valutare lo sconto per l'investimento necessario per riportare in positivo tale flusso.

Sottraendo all'enterprise value i debiti finanziari presenti e futuri (è inteso "futuro" ad es. il debito ottenuto capitalizzando la crescita annua del circolante operativo netto) **e sommando il cash & cashable**, otteniamo l'**equity value** o valore per gli azionisti, equity effettivo, quotaparte degli assets, investiti o liquidi, di pertinenza degli azionisti. Gli interessi passivi non considerati tra i flussi di valore, incidono però all'atto della sottrazione dei debiti, in quanto tali debiti figurano a bilancio per il loro valore nominale a scadenza; quindi il loro valore attuale, cioè il loro valore di mercato oggi, corrisponde al valore nominale meno gli interessi al tasso di attualizzazione; dunque sottraendo i debiti al nominale sottraiamo anche gli interessi passivi, di mercato, dovuti fino a scadenza. Eliminando o aggiungendo all'equity value eventuali voci straordinarie come plusvalenze inesprese, costi di ristrutturazione divisioni in perdita ecc, si arriva al fair value.

E' stato tenuto separato il valore della CASSA dall'Enterprise Value, perché considerata un valore NON ANCORA INVESTITO NELL'IMPRESA. La liquidità compare dentro all'Equity ma non dentro all'Enterprise. Così siamo in grado di osservare: **QUALI**

AZIENDE HANNO ENTERPRISE VALUE NEGATIVO E QUALI VALGONO, come equity, MENO DELLA CASSA NETTA.

L'equazione di questo ragionamento è questa:

$$EV = EqV + \text{Debiti Fin.} - \text{Cassa}$$

se Debiti Finanziari = 0 oppure Cassa Netta = (Cassa – Debiti Finanziari) > 0, $EV = EqV - \text{Cassa Netta}$,

in tal caso, se $EqV < \text{Cassa Netta}$ significa che $EV < 0$; **cioè quelle imprese il cui Enterprise Value è negativo E HANNO UNA CASSA NETTA POSITIVA, valgono, come equity, MENO DELLA CASSA NETTA** e hanno un valore di cassa superiore addirittura a debito + equity : $\text{cassa} > (\text{debito} + \text{capitalizzazione di borsa})$ per le quotate; quelle imprese invece che hanno debiti finanziari netti (cioè superiori alla cassa) e hanno un Equity Value inferiore alla cassa, hanno un Enterprise Value inferiore al Valore di Terzi inteso come debiti finanziari lordi.

UN RAFFRONTO CON ALTRE METODOLOGIE

Spesso l'Enterprise Value viene calcolato solo come capitalizzazione dei flussi operativi prodotti dall'azienda, utilizzando l'Ebit per il calcolo, presumendo che l'impresa sia come un titolo finanziario, cioè un prestito la cui restituzione è dovuta a scadenza posteriore, e la cui quotazione odierna deriva solo dai flussi finanziari attualizzati, compreso il valore attuale del terminal value "dovuto" a scadenza.

Tale concetto prettamente finanziario è stato invece qui sostituito da quello più industriale che si concretizza nella **necessità di acquisire** i beni dell'attivo ai fini d'impresa, nella **necessità di mantenere nel tempo tali beni, nella necessità di rendere organizzati ed efficienti** tali beni **al fine di ottenere flussi di SOVRA reddito** (superiori alle necessità di mantenimento in efficienza degli investimenti e al costo del capitale) per un importo pari all'Ebitda meno le necessità e il costo del capitale e le imposte. Ecco dunque che al Valore di Funzionamento ottenuto dalla capitalizzazione dei flussi di SOVRA reddito, si aggiunge il valore delle attività tangibili, tra cui anche la liquidità se netta da debiti finanziari, perché si ritiene che il VALORE DI MERCATO DELLE ATTIVITA' ORGANIZZATE IN FORMA DI IMPRESA sia dato dal valore delle attività come se fossero acquistate oggi sommato al valore del sovra reddito prodotto dopo aver dedotto i flussi dedicati al capitale.

Come esempio potremmo pensare di acquistare una "impresa" costituita da una macchina da corsa e dal suo pilota; se spendiamo parte dei premi vinti per mantenere in efficienza la macchina, quando decideremo di terminare l'attività agonistica, ci ritroveremo con un valore pari ai premi vinti al netto dello stipendio del pilota e dei costi di mantenimento dell'auto, più il valore dell'auto, accresciuto dai fenomeni inflazionistici, ancora in efficienza perché sempre pronta a correre; e se l'auto avesse avuto rifiniture d'oro che non sono mai state sostituite, queste si aggiungerebbero come plus al valore normale di mercato dell'auto.

Diverso è il caso dell'investimento di capitale in un bond (assimilabile al metodo di valutazione DCF), in quanto abbiamo solo dei flussi finanziari distribuiti nel tempo attualizzando i quali veniamo ad ottenere il valore attuale finanziario del nostro investimento, ma non ci sono beni materiali in gioco che possano mantenere il loro valore, ci sono solo soldi che notoriamente perdono valore col trascorrere del tempo! (si prestano e si riprendono soldi con flussi di interesse intermedi) e i flussi di cassa si ottengono sulla base di un diritto e non di un rischio di impresa. Dall'Enterprise Value calcolato, si arriva all'Equity Value sottraendo il valore dei debiti finanziari e sommando la liquidità (cfr. Marc H. Gerstein "The Value Connection" pag.91) La mancanza del calcolo delle plusvalenze inesprese in certi valori contabili, in parte può essere anche addebitata ai costi di ristrutturazione per i momenti di crisi (ricordiamo che consideriamo un funzionamento infinito nel tempo seppure limitato dai tassi di attualizzazione) e in parte può essere compensata dall'extra capitalizzazione dei flussi oltre i 5 ~ 6 anni canonici di proiezione.

IL VALORE DELLA MINORANZA

Cosa distingue una partecipazione di minoranza da una maggioranza?

La maggioranza "dispone" (in senso decisionale) del cash flow mentre la minoranza "gode" (in senso passivo) dell'utile netto; la maggioranza dispone (sempre in senso decisionale) delle plusvalenze e del patrimonio non operativo o comunque splittabile, la minoranza no. Dunque appare evidente come, dovendo acquistare una partecipazione di minoranza, abbia senso valutare l'azienda solo sulla base di un rendimento soddisfacente basato sull'utile prospettico ed il suo tasso di crescita; in sostanza si tratta di valutare l'azienda con un multiplo $\text{Price} / \text{Earning} = 1 / (i - g)$ dove i è un tasso di rendimento ritenuto soddisfacente e prudenziale dall'acquirente di minoranza e g è il tasso di crescita stimato dell'utile nel tempo. Non si tiene conto del valore patrimoniale dell'impresa in quanto una minoranza non potrà mai disporre o goderne le plusvalenze se non in casi straordinari, che possono essere eventualmente valutati con le probabilità di una lotteria. Qui ragioniamo con il punto di vista dell'acquirente della quota di minoranza in quanto si parte dal presupposto che la vendita di una tale quota sia un'impresa spesso ardua e poco conveniente con riguardo a small cap non quotate, dunque la maggiore, e spesso unica, soddisfazione per tale acquirente può e deve venire solamente da un rendimento importante, che riesca a compensare le future difficoltà ed inefficienze nella rivendita delle quote azionarie. Va da sé che il valore di una quota di maggioranza deriva dal Valore Ideale ottenuto con la valutazione sopra descritta ed utilizzata in questo elaborato, dal quale deve essere sottratta la quota minoritaria valutata come testè detto.

I PARAMETRI DI CALCOLO

Parametro fondamentale della valutazione è il tasso di attualizzazione dei flussi di valore. Si è accennato che l'attualizzazione è stata fatta al WACC (weighted average cost of capital) cioè ad una media ponderata tra il tasso del capitale netto e del debito. Come costo del debito è stato utilizzato un parametro standard, cioè il tasso di interesse sui corporates bond medio

dell'area Euro come rilevato settimanalmente dall'Economist. Come costo del capitale netto è stato utilizzato il risultato di questo calcolo: tasso riskfree + (premio di rischio azionario x Beta) Il tasso riskfree è dato dal rendimento lordo di BTP a 10 anni rilevato sul Sole 24 Ore; Il premio di rischio azionario è dato da un 4% forfettario. **L'indice Beta** misura il rischio sistematico rispetto al mercato; indica il rischio dovuto ad una correlazione, in questo caso, superiore ad uno verso il mercato, unito al rischio di una maggiore volatilità dei rendimenti rispetto a quelli normali di mercato: sia y il rendimento dell'equity e x il rendimento di mercato $\beta(y,x)=\rho(y,x) * \sigma(y)/\sigma(x)$ dove ρ è la correlazione e σ la volatilità; dunque in sostanza β rappresenta il rischio sistematico, cioè rispetto al sistema cioè rispetto al mercato, in quanto altro non è che una sorta di volatilità relativa al mercato (rapporto tra le due volatilità corretto per la correlazione esistente tra movimenti del mercato e movimenti del titolo considerato); la volatilità è l'incertezza, dunque il rischio, dovuta al cambiamento del rendimento nel tempo; considerata rispetto al mercato indica quell'incertezza o rischio **in più** che va oltre all'incertezza dovuta ai cambiamenti del mercato stesso. Nel calcolo finale del **Valore di Funzionamento μ si considera anche una volatilità propria di tale valore**, in quanto il valore di funzionamento è molto sensibile alle variazioni di redditività aziendale e dei tassi di mercato; dunque si applica il ragionamento proprio del modello del moto Browniano, per cui: il proiettare avanti nel tempo i flussi di valore operativo, significa considerarli come una media μ che rappresenta il rendimento atteso dell'impresa negli anni, **considerato nell'istante attuale** in cui si effettua il calcolo; è però impossibile prevedere oggi quanto effettivamente si discosteranno, negli esercizi a venire, i valori reali conseguiti dall'attività operativa, dunque al valore proiettato si applica una volatilità σ che rappresenta l'incertezza e il rischio sull'ottenimento dei risultati futuri.

Come è noto dal modello del moto Browniano, nell'ipotesi di una distribuzione normale dei futuri valori di funzionamento che è tanto più plausibile quanto maggiori sono i dati considerati (e qui proiettiamo all'infinito), **tale volatilità** influenza il rendimento atteso medio istantaneo μ secondo questa relazione: $\mu - \frac{1}{2}\sigma^2$; è questa la correzione che andiamo ad applicare al valore di funzionamento dopo averlo calcolato come capitalizzazione della rendita infinita dei flussi di valore operativo.

Un giudizio finale sui parametri utilizzati per la valutazione, potrà essere espresso dall'acquirente o dal venditore, osservando il **REV Return on Enterprise Value** che calcola il rendimento percentuale di un investimento pari all'Enterprise Value calcolato, rapportandolo al Nopat: se l'acquirente ritiene di essere in grado di poter aumentare considerevolmente questo tasso allora può trovare conveniente l'acquisto; se il venditore ritiene che sia difficile per lui aumentare o meglio conservare stabilmente nel tempo tale tasso senza diminuirlo, allora può trovare conveniente la vendita, sulla base di questa valutazione; **ATTENZIONE PERO': PRIMA DI FARE QUESTO RAGIONAMENTO OCCORRE SOTTRARRE ALL'ENTERPRISE VALUE L'EVENTUALE VALORE DEI BENI INVESTITI MA CHE NON PRODUCONO REDDITO OPERATIVO CARATTERISTICO !**

INTRODUZIONE ALLA LETTURA DELLE SCHEDE

Le schede di calcolo dell'EQUITY VALUE cioè del VALORE PER GLI AZIONISTI, si basano sull'ipotesi che il fatturato attuale cresca costantemente nel tempo ad un tasso annuo medio dell'1% (tenere presente che si ragiona su un tempo infinito, come per le rendite perpetue, utilizzando la formula di attualizzazione, si dà un peso irrilevante ai flussi di cassa più lontani nel tempo rispetto a quelli più vicini). Inoltre si ipotizza che il fabbisogno medio annuo di investimento cresca ogni anno mediamente, sul lungo periodo, in perfetto equilibrio (anche finanziario per quel che riguarda i fabbisogni di reinvestimento) con la crescita dell'EBITDA. Stiamo quindi effettuando una "valutazione allo stato attuale" senza considerare le reali prospettive aziendali interpretabili solamente disponendo di un budget effettivo: **VALUTIAMO IL TREND ATTUALE**. Viene assegnata una durata residua dei macchinari e impianti forfettaria di **3,5 oppure 4,5 (secondo la capienza del reddito lordo per tener conto dei casi di investimenti appena fatti e reddito che non si è ancora adeguato)** anni e viene attribuito un costo di rinnovo ai beni immobiliari pari al 5% annuo. I flussi di valore considerati, sono posticipati, nel senso che si prendono in considerazione dall'anno successivo in avanti; per quanto riguarda invece il flusso di valore creato nell'ultimo esercizio, risulta incorporato nei valori operativi già presenti in stato patrimoniale e considerati alla voce "VALORE BENI AZIENDALI presente nell'ultimo bilancio". Si ipotizza che una volta trascorsa la durata utile degli impianti, i flussi di produzione e reddito continuino grazie ai costi di reinvestimento e rinnovo, già inglobati negli ammortamenti tecnici e nel tasso di reinvestimento. Il flusso di valore non viene corretto con gli interessi passivi in quanto: se un potenziale acquirente paga il corrispondente **all'ENTERPRISE VALUE**, riesce sia ad acquistare la proprietà dagli azionisti, sia a rimborsare i finanziatori e quindi a tenere per sé il reddito che prima fuoriusciva con gli oneri finanziari; se invece paga solamente gli azionisti con **l'EQUITY VALUE**, questo viene calcolato dal precedente sottraendo il totale dei debiti finanziari netti; ma tali debiti hanno una scadenza avanti nel tempo, quindi oggi, non valgono effettivamente il valore nominale, ma valgono il valore nominale meno gli interessi passivi; ecco dunque che nel valore nominale si possono considerare, in via semplificata, già inglobati tali interessi. Nel sottrarre il valore di terzi si tiene conto anche della capitalizzazione del flusso positivo legato al minor circolante netto annuo causato dal decremento del fatturato dello 0,5% medio ipotizzato ad ogni esercizio futuro.

INDICATORI A FINE PAGINA

Calcolano i più tipici moltiplicatori rilevabili comunemente nelle pagine finanziarie dei giornali, qui devono essere utilizzati con un criterio diverso: ottenuti dopo aver eseguito la valutazione, non indicano una sotto o sopravvalutazione dell'azienda, bensì rilevano sinteticamente una maggiore o minore incidenza di fattori negativi o positivi nel calcolo. Quindi non si deve valutare l'azienda partendo da essi, bensì essendo partiti dal calcolo della valutazione, gli indicatori servono a capire meglio i numeri ottenuti, attraverso un confronto interaziendale e a interpretazioni correlate degli indici.

Ad es. un eventuale rapporto Eqv/Utili elevato e un Eqv/mezzi propri normale, può essere letto come, relativo ad un'azienda con utili bassi rispetto alla sua capitalizzazione (teniamo presente che l'utile in questo caso è quello finale di bilancio, quindi influenzato da veri fattori).

Un $EV / Ebitda$ troppo basso può indicare anche che lo standard medio utilizzato in questo studio per il calcolo degli ammortamenti tecnici, per l'azienda in questione è troppo basso; ma qui occorre prudenza nel giudicare, in quanto, come già detto, questo fattore in realtà, deve tener conto non solo degli ammortamenti tecnici ma anche del fabbisogno di investimento nella vita futura dell'impresa, anche in relazione alle problematiche di cambiamento legate ai grandi fattori economici esterni. Certo è che se l'azienda ha avuto un tasso di investimento al di sopra della media di settore nell'ultimo anno, allora viene penalizzata da un eccessivo carico di ammortamenti tecnici; se invece l'azienda ha investito molto ma in tre anni non è riuscita a far rendere adeguatamente gli investimenti, allora può anche essere logico che valga meno di altre aziende più efficienti. Inoltre è necessario chiedersi: se in molte altre società del settore il tasso di ammortamento tecnico non crea problemi eccessivi, non è che la redditività aziendale sia troppo bassa rispetto al capitale investito? Per rispondere a questa domanda, più che calcolare e confrontare il Roi o indicatori simili, è meglio osservare il valore dell'Extra Yield of Invested Capital (in fondo alle schede dei bilanci nel Top Tiles); se presenta un valore negativo, la risposta alla domanda è sicuramente affermativa. Un $EV / Ebitda$ elevato può anche essere dovuto ad una rivalutazione degli assets superiore a quella media di settore oppure può anche essere dovuta ad una preponderanza di valore patrimoniale in genere rispetto al valore di funzionamento.

È tuttavia utile confrontare gli indici della singola azienda con quelli medi del settore, ed è altrettanto interessante confrontare gli indici di settore con quelli espressi dal mercato su aziende quotate. Troviamo a volte imprese con price earning molto maggiori rispetto a quelli medi o a quelli di mercato, in tali casi innanzitutto sappiamo che se quell'azienda fosse quotata, potrebbe anche essere valutata ad un price / earning simile a quello medio del mercato, pur avendo l'impresa un valore intrinseco maggiore, ma verrebbe penalizzata per lo scarso rendimento espresso da tale valore, ammenochè non vi siano attese di incremento della redditività. Talune società esprimono un price/sales o un price/book molto più bassi della norma, e questo può significare solamente che il valore è stato penalizzato da squilibri nel rapporto tra redditività, indebitamento e quindi anche mezzi propri.

In particolare se consideriamo le differenze nel price/sales, dobbiamo pensare che non tutti i fatturati "valgono" allo stesso modo, non solo perché possono dare risultati economici diversi a bilancio, ma anche perché, a parità di risultato economico, possono avere insita una maggiore o minore necessità di investimento nel tempo atta a mantenere tali risultati (incidenza degli ammortamenti tecnici nella valutazione rispetto a quelli fiscali nel bilancio), poi è evidente che questo parametro, che qui incide indiscriminatamente sulla base di valori medi, deve essere ben tarato per la singola azienda. Se invece parliamo di Price / Ebitda (sinonimo di $Eqv/Ebitda$), in tal caso non possiamo dire che l'Ebitda ha valore diverso in sé per sé come per il fatturato; possiamo però affermare che può essere più o meno proporzionato all'entità del capitale di terzi (che riduce l'Enterprise Value a Equity Value), che comunque costa secondo parametri di mercato al di là degli oneri finanziari espressi a bilancio. Ma attenzione che alla base ci sono alcune situazioni di base di cui controllare l'omogeneità al fine del confronto dei moltiplicatori: ad esempio il price/sales sarà sicuramente tanto più elevato quanto maggiore è il capitale investito rispetto al fatturato e quanto maggiore è la redditività rispetto al capitale investito; il Price / Ebitda sarà tanto più alto quanto maggiore è la sostenibilità della redditività nel tempo e quanto maggiori sono le attese di crescita della redditività.

Un moltiplicatore Price/Sales elevato, deve indurre anche ad analizzare il valore patrimoniale in raffronto col fatturato: "Il fatturato è adeguato al capitale investito in azienda?" Se così non fosse, probabilmente troveremmo, nella scheda dell'analisi di bilancio, un Extra Yield of Invested Capital troppo basso o negativo.

In un articolo sul Wall Street Journal Title: Before You Rush Into Cash, Author: Brett Arends Publication: WSJ.com, Publisher: Dow Jones and Company, Inc. Date: Oct 17, 2008, vengono riportati i grafici dei valori medi per "all world stock markets" dell' $EV / EBITDA$ che da un valore di 15 del 2000 è passato a un 9 – 12 tra il 2001 e il 2008, fino a scendere a 6 a fine 2008; quello del $PRICE / SALES$ che per gli stessi periodi troviamo a 1,6 circa, 1 - 1,5, e infine a 0,7; quello del $PRICE / BOOK$ 3,5, 1,5 – 2,8, 1,3.

REV RENDIMENTO DELL'ENTERPRISE VALUE CON IL NOPAT

È stato aggiunto anche l'indicatore REV Return on Enterprise Value che calcola il rendimento percentuale di un investimento pari all'Enterprise Value calcolato, rapportandolo al Nopat. Tale rendimento deve essere giudicato con una logica molto semplice: chi vende la società non ha convenienza a venderla concedendo all'acquirente un rendimento immediato più conveniente di un normale investimento; (stiamo parlando a livello teorico naturalmente in quanto in certe situazioni può convenire ad esempio cedere il rischio connesso all'impresa se per qualche motivo non si è più in grado di gestirlo in modo "sicuro" e quindi in tal caso si deve concedere un rendimento maggiore).

SE IL REV PRESENTA UN VALORE INSUFFICIENTE DI CHI È LA COLPA?

Dato che si tratta di una frazione $NOPAT / ENTERPRISE VALUE$, se ha un valore basso può dipendere da un denominatore troppo grande (Enterprise Value da rivedere al ribasso magari riconsiderando il valore degli immobili o il tasso di capitalizzazione degli utili) oppure da un numeratore troppo piccolo (EBITDA insufficiente o non ben rapportato al costo degli investimenti rappresentato dagli ammortamenti tecnici) e in tal senso si guarderà anche al rapporto $EV/Ebitda$.

D'altra parte chi acquista una società lo fa non certo per fare un normale investimento finanziario, se acquista una maggioranza, ma probabilmente sarà spinto dalla sicurezza di poter ottenere rendimenti molto maggiori grazie ad esempio alla sua capacità di gestione, all'integrazione con altre società già detenute, alla sicurezza di poter rivendere ad altro acquirente a prezzo molto superiore per questi stessi motivi ecc. ATTENZIONE PERÒ: PRIMA DI FARE QUESTO RAGIONAMENTO OCCORRE SOTTRARRE ALL'ENTERPRISE VALUE L'EVENTUALE VALORE DEI BENI INVESTITI MA CHE NON PRODUCONO REDDITO OPERATIVO CARATTERISTICO !

Un multiplo $EV/EBITDA$ troppo alto non indica che bisogna "svendere" l'azienda per rientrare in un multiplo più

comunemente accettato; si tratta di capire se è possibile recuperare redditività o, in caso contrario, se conviene eseguire uno spin-off degli assets il cui valore è diluito da un'azienda malassortita o malfunzionante !

Sono analisi che rientrano nella GESTIONE DEL VALORE AZIENDALE.

La tipologia di indicatori considera tutti i moltiplicatori necessari per un efficace stock picking effettuabile basandosi anche sulle relazioni di Modigliani - Miller. Vi sono infatti tre relazioni fondamentali (stranamente mai utilizzate dagli investitori professionali) che possono identificare i titoli quotati con le migliori prospettive di crescita del valore, utilizzando le quali si possono selezionare quelli che con maggiore probabilità performeranno nell'anno seguente, se manterranno lo stesso ritmo di funzionamento aziendale.

UN ACCENNO AL VALORE ESPRESSO DAL MERCATO SULLE AZIENDE QUOTATE

a volte si è portati a credere che il mercato premi il valore delle aziende, esattamente come accade nei normali mercati delle merci. **Quindi un oggetto d'oro siamo disposti a pagarlo di più di uno stesso oggetto di acciaio. In Borsa questa affermazione è vera?** No perché la borsa valuta le aspettative future in misura maggiore dei risultati ottenuti, come si può ad esempio constatare in periodi recessivi, quando capita di osservare imprese quotate ad un valore inferiore alla loro cassa anche in mancanza di debiti finanziari. A prima vista questa situazione può apparire come una evidente sottovalutazione; in realtà significa che il mercato valuta, a causa della recessione, un valore di funzionamento che supera, in negativo, il valore dei beni aziendali (tra i quali figura anche la cassa) ovvero il mercato pensa che le perdite operative prodotte dalla gestione in periodo di recessione, se non si corregge la gestione, produrranno la perdita completa e oltre del valore dei beni aziendali.

(*) UN PUNTO DI VISTA DIVERSO**

EQUITY VALUE COME PREMIO DI UN'OPZIONE REALE: guardando l'equity value da un diverso punto di vista, **TRALASCIANDO L'EVENTUALE PRESENZA DI CASSA IPOTIZZATA NULLA, può essere considerato come il premio necessario all'acquisto di un'opzione call (un contratto che dà diritto di acquistare a scadenza) relativa agli assets dell'impresa, sottostante, con strike pari al valore di terzi (debt), cioè al capitale immesso da terzi finanziatori.** Si paga subito il **premio pari all'equity value** (seguendo il ragionamento della valutazione delle opzioni con gli alberi binomiali, potremmo dire che la sola opzione di acquisto nel caso di valore futuro comunque superiore al valore di terzi dovrebbe valere il Valore dei Beni Aziendali, considerato il valore corrente del sottostante, meno il Valore dei Beni di Terzi, considerato come strike; aggiungendo la capitalizzazione del funzionamento corretta per il beta si aggiunge il premio di avviamento) e alla scadenza di questo ipotetico contratto (o scadenza media dei debiti), si può decidere di procedere all'acquisto di tutti gli assets aziendali, cioè il sottostante, versando una cifra pari allo **strike = valore di terzi** presente al momento della stipula del contratto. In tal modo l'esborso sarebbe pari all'equity value + il valore di terzi = **enterprise value** (che rappresenta il "sottostante" della nostra opzione) e ci si ritroverebbe proprietari di tutti gli assets senza alcun debito.

Il leverage di questa opzione è dato dal rapporto capitale investito(sottostante) / capitale netto (premio).

La cosa interessante di questo punto di vista, è che, sappiamo che un'opzione call viene esercitata solo quando il sottostante, in questo caso l'enterprise value, è superiore allo strike (valore di terzi). Allora NON conviene esercitare l'opzione, quindi il suo valore va a zero, quando l'impresa entra in default, ovvero quando il valore del sottostante, gli assets valutati all'enterprise value, diventa inferiore al valore di terzi, lo strike dell'opzione. Dunque la quotazione di questa ipotetica opzione (il valore del suo premio che in questo caso è l'equity value) dovrebbe abbassarsi avvicinandosi a zero man mano aumenta il rischio di default (o almeno tanto maggiore è la percezione di tale rischio da parte del mercato).

Attenzione allora a parlare di sottovalutazione di società quotate; è necessario ricordarsi che il mercato, nel suo insieme, possiede sempre maggiori informazioni di quante possa disporre un singolo operatore, tanto più se tale operatore non è professionista. (ricordiamo la teoria di Dow!)

DEFINIZIONE DI VALORE:

Come ultima nota diamo una possibile definizione al concetto di valore. Dopo aver letto le pagine precedenti, e probabilmente qualche scheda dello studio, saranno emerse varie critiche ai concetti espressi; non è una previsione, è semplicemente una certezza, in quanto si parla di un argomento, il valore, del quale l'unica cosa certa è che si tratta di un concetto soggettivo. Anzi mi espongo ulteriormente affermando che **IL VALORE NORMALMENTE NON ESISTE IN QUANTO NON E' DEFINIBILE OGGETTIVAMENTE IN UN QUALUNQUE MOMENTO SE MANCA UN MERCATO CONTINUO DI TRATTAZIONE!** Allora cos'è il valore in realtà? **Una definizione può essere questa: IL VALORE E' UN ACCORDO MOMENTANEO TRA ACQUIRENTE E VENDITORE SUL PREZZO DI UNO SCAMBIO COMMERCIALE.**

Cioè il valore esiste davvero, solo quando due controparti commerciali concordano su di esso e concludono la transazione. Siamo d'accordo che è momentaneo? In quanto anche 1 minuto dopo la transazione, nulla impedisce che se ne concluda un'altra con entità del prezzo completamente diversa, solamente perché cambia l'acquirente e quindi, eventualmente, cambiano le motivazioni di acquisto. In conseguenza a ciò, ci si chiederà: perché sforzarsi a elaborare calcoli che possano portare ad un valore delle aziende considerate? Perché il calcolo è un tentativo di definire, seppure in modo approssimato, la **MOTIVAZIONE BASE MINIMA** di una transazione azionaria, cioè il **RENDIMENTO DEL CAPITALE INVESTITO**. Tuttavia anche su questo argomento, all'apparenza semplice, gravano possibili diversità nei punti di vista, ad esempio il punto di vista finanziario, quello più anglosassone, che mira a trasformare l'oggetto della transazione, una società industriale, in uno strumento finanziario tipo una obbligazione (bond); di tale oggetto finanziario vengono allora evidenziati solo i flussi

finanziari, le cedole e l'eventuale rimborso di un capitale residuo a scadenza! Ma un'industria non dà diritto a flussi finanziari! Li produce, con un certo grado di rischio, se e solo quando vi sia organizzazione, capacità ed efficienza, dunque li produce se e solo se vi è un investimento iniziale, che non può essere un mero flusso finanziario, se e solo se i beni sono giustamente ed efficacemente organizzati, se e solo se l'efficienza del complesso industriale viene mantenuta nel tempo con un giusto grado di reinvestimento (gli ammortamenti tecnici sono il costo necessario a mantenere il valore iniziale del complesso industriale!). Il calcolo serve a questo: tentare di definire, seppure approssimativamente, il valore dell'investimento industriale iniziale, la capacità di generare rendimento grazie all'organizzazione esistente e i costi necessari a mantenere queste capacità nel tempo. La somma algebrica di queste componenti, scontando gli ipotetici flussi futuri ad un tasso che soddisfi il possibile acquirente, al di là di motivazioni meno quantificabili (come affezione personale, possibili sinergie i gruppo, simpatia del marchio.....) costituisce una **BOZZA DI ARGOMENTI DA CUI PARTIRE PER LA STRADA CHE CONDUCE, EVENTUALMENTE, AD UN ACCORDO DI TRANSAZIONE TRA VENDITORE ED ACQUIRENTE.**

GESTIONE DEL VALORE:

Cosa significa gestire il valore se è così aleatorio? Aleatoria è la sua definizione ad un certo istante, ma è indubbio che esistano dei fondi di valore e dei flussi di valore, come normalmente viene insegnato in ragioneria.

Gestire il valore significa allora, al di là della sua definizione momentanea, ottimizzare il rapporto tra flussi e fondi non nella loro accezione contabile, bensì nel loro pieno significato di efficienza e di sviluppo nel tempo (quindi significato strategico). Massimizzare i flussi minimizzando i fondi, e quindi il costo di mantenimento nel tempo, permette all'azienda di percorrere più agevolmente la sua strada, emergendo nei confronti dei concorrenti e consolidando le basi per la sua continuità e proiezione nel futuro, dunque le permette ANCHE di essere più "appetibile", in termini di disponibilità sul prezzo, dagli acquirenti in un'eventuale trattativa.

CASI DI PRE-VALUTAZIONE INDUSTRIALE RAPIDA CHE INDIVIDUANO UN EVENTUALE INTERESSE DI FONDO AD APRIRE UNA TRATTATIVA:

Un riscontro, seppure non assoluto, del risultato di una valutazione teorica può sempre essere ottenuto attraverso semplici criteri di valutazione grossolana e concreta, spesso applicati da chi davvero investe risorse proprie. 1) applicare il tasso di redditività finale medio di settore o relativo alle reali capacità organizzative del proprio gruppo industriale, al fatturato ottenibile dall'azienda acquistata (con eventuale correzione del tasso di ammortamento – reinvestimento) ottenendo il prezzo dividendo l'utile finale, così calcolato, per un Roe ritenuto soddisfacente da chi acquista

2) considerare il solo valore patrimoniale, al netto delle spese, laddove questo prevalga rispetto ad una "obsolescenza" industriale di funzionamento e laddove il fermo impresa sia ben gestibile anche attraverso assorbimento di manodopera internamente al gruppo

3) considerare il valore derivante dal margine di contribuzione relativo al fatturato dall'azienda acquistata, ottenuto però tramite l'utilizzo di una produzione inespressa dello stesso prodotto da parte del gruppo acquirente, più il valore patrimoniale derivante dalla fermata dell'impresa acquistata con assorbimento della manodopera all'interno del gruppo

4) considerare il valore derivante dal margine di contribuzione meno le spese di impianto, relativo al fatturato dall'azienda acquistata, ottenuto però tramite l'utilizzo di una maggiore nuova produzione connessa alle licenze di emissione dei forni dell'impresa acquistata, sommato al valore patrimoniale utilizzabile o comunque riscontrabile negli assets.

5) CALCOLO DEL VALORE DELL'OPZIONE relativa al fatto che, acquistando l'azienda, si evita lo start up di una impresa costituita ex novo e portata al livello di efficienza della società in questione. Il ragionamento è: acquistando l'impresa avviata, si evitano i costi ed i rischi di una TEORICA costituzione ex novo tesa a replicare l'azienda oggetto di trattativa; tali costi di start up, qualora l'azienda funzioni in modo decente, quantunque non ottimale, offrono un parametro di riferimento alla valutazione, poichè tale opzione (esercitabile o meno) è comunque una possibilità reale e porta con sé il relativo valore.

Il miglior modo di motivare un metodo di valutazione: PIUTTOSTO CHE CERCARE DI CONVINCERE E FAR COMPRENDERE DIFFICILI LOGICHE O FORMULE FINANZIARIE, meglio confrontare il risultato ottenuto con OPZIONI REALI possibili e valutabili, seppur grossolanamente, dal buon senso delle controparti anche qualora non fossero ad elevata cultura finanziaria.

UN'OSSERVAZIONE :

Un'impresa che effettua nuovi investimenti per nuovi impianti o avvia ex novo un ulteriore stabilimento, aumenta il suo valore patrimoniale ma, nell'immediato appena fatti gli investimenti, **DIMINUISCE IL SUO VALORE DI FUNZIONAMENTO !** Infatti si ritrova a scontare ammortamenti tecnici maggiori e costi di avviamento, senza avere la certezza del futuro reddito derivante dagli investimenti e questa incertezza non permette di aumentare i flussi di reddito futuri fino a che non si manifesta pienamente il risultato della nuova gestione operativa aggiunta.

Bibliografia:

I moltiplicatori nella valutazione delle aziende di Guatri Luigi, Bini Mauro Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende di Guatri Luigi, Bini Mauro L.Guatri "La valutazione delle aziende" Giuffrè Aswath Damodaran "Valutazione delle aziende" 2002 Apogeo Anna Pistoni Lucrezia Songini "Reporting e valore" 2002 Egea Mario Massari "Finanza Aziendale VALUTAZIONE"

1998 McGraw-Hill C. Bioni B. Rosignoli "Lecture di Finanza Aziendale" Alberto Lanzavecchia "EVA e Value-based management" Jack Broyles Financial Managements and Real Options John Wiley & Sons Ltd **Le valutazioni proposte hanno un'ampia tolleranza qualitativa** soprattutto determinata dall'effettiva situazione degli impianti rispetto agli ammortamenti tecnici standard utilizzati nelle schede e al valore di mercato effettivo degli immobili. **Queste schede devono essere considerate un punto di partenza, e non di arrivo, per una corretta valutazione dell'azienda; come esempio sono state indicate, in bianco, righe di possibili inserimenti di fattori extracontabili; ma gli stessi elementi di durata impianti, costo immobili, tassi utilizzati, sono variabili da tarare in funzione dell'impresa considerata. Pur avendo controllato attentamente i dati**, può essere subentrato qualche errore nella battitura al computer. Non possiamo quindi assumerci alcuna responsabilità per eventuali valori inesatti. Preghiamo però gli interessati di segnalarci quelli che, per la loro entità, stravolgerebbero completamente il dato considerato. Quando avremo ricevuto tali segnalazioni (che dovranno pervenire non oltre il 31/12/09), provvederemo a stilare schede corrette sostitutive.

WWW.BALLARINI.INFO abstract Equity Value Ceramiche



ALFREDO BALLARINI
Studio di Finanza Aziendale
E-mail: alfredo@ballarini.info

V.le Marini, 42 - 41049 SASSUOLO (MO) - Italy +39-0536-881148
www.ballarini.info - www.corsiaziendali.it
P. IVA 01563020369 - C. F. BLL LRD 55714 F257H

SETTORE DELLE CERAMICHE PRODUTTRICI

EQUITY VALUE = VALORE PER GLI AZIONISTI

4.139.598

Settore: Produzione di piastrelle Dati di bilancio Anno 2008

Parametri di calcolo

| | | | |
|-----|--|------------|--------|
| IMP | Impianti macchinari e attrezzatura | 821.968 | |
| R | la capacità di produrre rimarrà inalterata grazie al rinnovo annuo Anni residui di impianti e macchinari | 3,50 | |
| | Ammortamento tecnico (rinnovo) degli immobili | 87.368 | 5,00% |
| | Ammortamenti tecnici impianti = IMP / R | 234.848 | |
| | Incidenza media Mol / Fatturato ultimi 3 anni | | 10,71% |
| | Fatturato considerato | 5.395.225 | |
| | Tasso di crescita fatturato nel lungo periodo | | -0,50% |
| | fattore di rischio utilizzato oltre il suo significato di varianza rispetto al mercato per tener conto della maggior volatilità assoluta che implica maggiore rischio BETA | 2,00 | |
| + | Tasso di rendimento di investimenti riskfree BTP 10 anni | | 4,01% |
| + | Premio di rischio investimento azionario forfettario | | 4,00% |
| = | tasso risk free + premio di rischio x Beta Costo del capitale di rischio CCR | | 12,01% |
| | tasso di interesse COPORATE dell'area Euro preso da Economist COSTO di mercato DEL DEBITO | | 4,36% |
| | cambia con il grado di capitalizzazione WACC Weighted Average Cost of Capital | | 7,98% |
| | Debito = Posizione finanziaria netta se negativa | -2.043.599 | |
| | Irap su Valore Prodotto | | 4,25% |
| | Ires sul reddito | | 33,00% |

Calcolo Enterprise Value EnV

| | | | |
|-----|---|----------|-------|
| (-) | diminuito della deviazione standard dalla media degli ultimi 3 anni EBND (Mol) | 493.239 | medio |
| (-) | Ammortamenti tecnici = fabbisogno medio annuo di investimento | -322.216 | |
| (-) | Irap | -57.185 | |
| (-) | Ires | -56.438 | |
| (-) | Costo - opportunità del capitale di rischio al tasso free | 0 | |
| = | NOPAT tecnico al netto da costo del capitale di rischio FLUSSO DI VALORE OPERATIVO ANNUO costante | 57.400 | |
| | WACC Weighted Average Cost of Capital | | 7,98% |
| + | Variazione media annua tassi di lungo periodo | | 0,75% |
| = | Wacc +/- variazione annua tassi Tasso di capitalizzazione dei flussi di valore | | 8,73% |

| | | | |
|-----|---|-----------|-----------|
| A | atteso dal futuro VdF VALORE DI FUNZIONAMENTO | 621.926 | -9,40% |
| + | Terreni e fabbricati | 1.747.353 | contabili |
| + | Impianti macchinari e attrezzature | 821.968 | contabili |
| + | Immobilizzi in corso | 37.241 | contabili |
| + | Immobilizzi finanziari | 1.581.268 | contabili |
| + | rimanenze + crediti non finanziari breve e medio - debiti non finanziari breve e medio Circolante operativo netto CON a breve e medio | 2.261.894 | |
| (-) | Svalutazione prudenziale del CON | -452.379 | 20,00% |
| + | H come bene aziendale entra nel valore dell'equity, ma non essendo investito nell'impresa, rimane fuori dall'enterprise Cash & cashable | 293.588 | 4,44% |
| = | B presente nell'ultimo bilancio VBA VALORE BENI AZIENDALI | 6.290.933 | 95,04% |
| | C (A + B - H) ENTERPRISE VALUE EnV = | 6.619.271 | 100,00% |

Calcolo Equity Value EqV

| | | | |
|---|--|------------|--------|
| + | non attualizzati per considerare gli interessi passivi Debiti finanziari al lordo del cash | -2.337.187 | |
| + | Futuro incremento annuo capitalizzato del CON | 129.556 | -0,50% |
| + | Fondo TFR non attualizzato per tener conto dell'onere di rivalutazione | -286.201 | |
| + | Fondi per rischi e oneri | -279.429 | |
| = | D presente e futuro VALORE DI TERZI | -2.773.261 | 41,90% |
| | E (C - D + H) EQUITY VALUE EqV = | 4.139.598 | 62,54% |

Indici standard di valutazione Stock Exchange's Ratios

| | |
|---|---------|
| ROE rettificato: calcolato su equity effettivo anziché contabile | 0,06% |
| Tasso di sviluppo del fatturato | -4,11% |
| Tasso di rendimento atteso - costo dell'equity | 12,01% |
| Debt/Equity (liabilities / shareholders' equity) 1,34 Net Financial Debts to Equity | 0,56 |
| Quante volte vale il Cash & cashable | 14,10 |
| Rapporto EqV / Utili Price/Earning | 1709,87 |
| Rapporto EqV / (Utili + Ammortamenti) Price/Cash Flow | 14,73 |
| Rapporto Env / Mol Ev/Ebitda | 13,00 |
| Rapporto EqV / Mol Price/Ebitda | 8,13 |
| Rapporto EqV / Patrimonio Netto Price/Book | 1,14 |
| Rapporto EqV / Fatturato Price/Sales | 0,77 |
| REV Rendimento sull'Enterprise Value del Flusso di Valore annuo tassato | 0,87% |
| Anni di rientro nel Valore di Funzionamento con Free CashFlow Gestione Corrente | 2,66 |



ALFREDO BALLARINI
Studio di Finanza Aziendale
E-mail: alfredo@ballarini.info

V.le Marini, 42 - 41049 SASSUOLO (MO) - Italy +39-0536-881148
www.ballarini.info - www.corsiaziendali.it
P. IVA 01563020369 - C. F. BLL LRD 55714 F257H

SETTORE TTT "THE TOP TEN"

EQUITY VALUE = VALORE PER GLI AZIONISTI

3.247.926

Settore: Produzione di piastrelle Dati di bilancio Anno 2008

Parametri di calcolo

| | | | |
|-----|--|------------|--------|
| IMP | Impianti macchinari e attrezzatura | 731.307 | |
| R | la capacità di produrre rimarrà inalterata grazie al rinnovo annuo Anni residui di impianti e macchinari | 3,50 | |
| | Ammortamento tecnico (rinnovo) degli immobili | 61.425 | 5,00% |
| | Ammortamenti tecnici impianti = IMP / R | 208.945 | |
| | Incidenza media Mol / Fatturato ultimi 3 anni | | 14,13% |
| | Fatturato considerato | 3.891.420 | |
| | Tasso di crescita fatturato nel lungo periodo | | -0,50% |
| | fattore di rischio utilizzato oltre il suo significato di varianza rispetto al mercato per tener conto della maggior volatilità assoluta che implica maggiore rischio BETA | 2,00 | |
| + | Tasso di rendimento di investimenti riskfree BTP 10 anni | | 4,01% |
| + | Premio di rischio investimento azionario forfettario | | 4,00% |
| = | tasso risk free + premio di rischio x Beta Costo del capitale di rischio CCR | | 12,01% |
| | tasso di interesse COPORATE dell'area Euro preso da Economist COSTO di mercato DEL DEBITO | | 4,36% |
| | cambia con il grado di capitalizzazione WACC Weighted Average Cost of Capital | | 8,09% |
| | Debito = Posizione finanziaria netta se negativa | -1.265.986 | |
| | Irap su Valore Prodotto | | 4,25% |
| | Ires sul reddito | | 33,00% |

Calcolo Enterprise Value EnV

| | | | |
|-----|---|----------|-------|
| (-) | diminuito della deviazione standard dalla media degli ultimi 3 anni EBND (Mol) | 484.099 | medio |
| (-) | Ammortamenti tecnici = fabbisogno medio annuo di investimento | -270.370 | |
| (-) | Irap | -47.417 | |
| (-) | Ires | -70.531 | |
| (-) | Costo - opportunità del capitale di rischio al tasso free | 0 | |
| = | NOPAT tecnico al netto da costo del capitale di rischio FLUSSO DI VALORE OPERATIVO ANNUO costante | 95.781 | |
| | WACC Weighted Average Cost of Capital | | 8,09% |
| + | Variazione media annua tassi di lungo periodo | | 0,75% |
| = | Wacc +/- variazione annua tassi Tasso di capitalizzazione dei flussi di valore | | 8,84% |

| | | | |
|-----|---|-----------|-----------|
| A | atteso dal futuro VdF VALORE DI FUNZIONAMENTO | 1.025.363 | -21,23% |
| + | Terreni e fabbricati | 1.228.500 | contabili |
| + | Impianti macchinari e attrezzature | 731.307 | contabili |
| + | Immobilizzi in corso | 83.771 | contabili |
| + | Immobilizzi finanziari | 479.868 | contabili |
| + | rimanenze + crediti non finanziari breve e medio - debiti non finanziari breve e medio Circolante operativo netto CON a breve e medio | 1.600.774 | |
| (-) | Svalutazione prudenziale del CON | -320.155 | 20,00% |
| + | H come bene aziendale entra nel valore dell'equity, ma non essendo investito nell'impresa, rimane fuori dall'enterprise Cash & cashable | 217.375 | 4,50% |
| = | B presente nell'ultimo bilancio VBA VALORE BENI AZIENDALI | 4.021.440 | 83,27% |

C (A + B - H) ENTERPRISE VALUE EnV = **4.829.429** **100,00%**

Calcolo Equity Value EqV

| | | | |
|---|--|------------|--------|
| + | non attualizzati per considerare gli interessi passivi Debiti finanziari al lordo del cash | -1.483.361 | |
| + | Futuro incremento annuo capitalizzato del CON | 90.529 | -0,50% |
| + | Fondo TFR non attualizzato per tener conto dell'onere di rivalutazione | -164.442 | |
| + | Fondi per rischi e oneri | -241.604 | |
| = | D presente e futuro VALORE DI TERZI | -1.798.878 | 37,25% |

E (C - D + H) EQUITY VALUE EqV = **3.247.926** **67,25%**

Indici standard di valutazione Stock Exchange's Ratios

| | |
|---|--------|
| ROE rettificato: calcolato su equity effettivo anziché contabile | 1,75% |
| Tasso di sviluppo del fatturato | -2,39% |
| Tasso di rendimento atteso - costo dell'equity | 12,01% |
| Debt/Equity (liabilities / shareholders' equity) 1,21 Net Financial Debts to Equity | 0,50 |
| Quante volte vale il Cash & cashable | 14,94 |
| Rapporto EqV / Utili Price/Earning | 57,11 |
| Rapporto EqV / (Utili + Ammortamenti) Price/Cash Flow | 10,55 |
| Rapporto Env / Mol Ev/Ebitda | 9,62 |
| Rapporto EqV / Mol Price/Ebitda | 6,47 |
| Rapporto EqV / Patrimonio Netto Price/Book | 1,30 |
| Rapporto EqV / Fatturato Price/Sales | 0,83 |
| REV Rendimento sull'Enterprise Value del Flusso di Valore annuo tassato | 1,98% |
| Anni di rientro nel Valore di Funzionamento con Free CashFlow Gestione Corrente | 4,41 |