



12. La valutazione delle aziende in perdita - La scelta dei modelli di valutazione

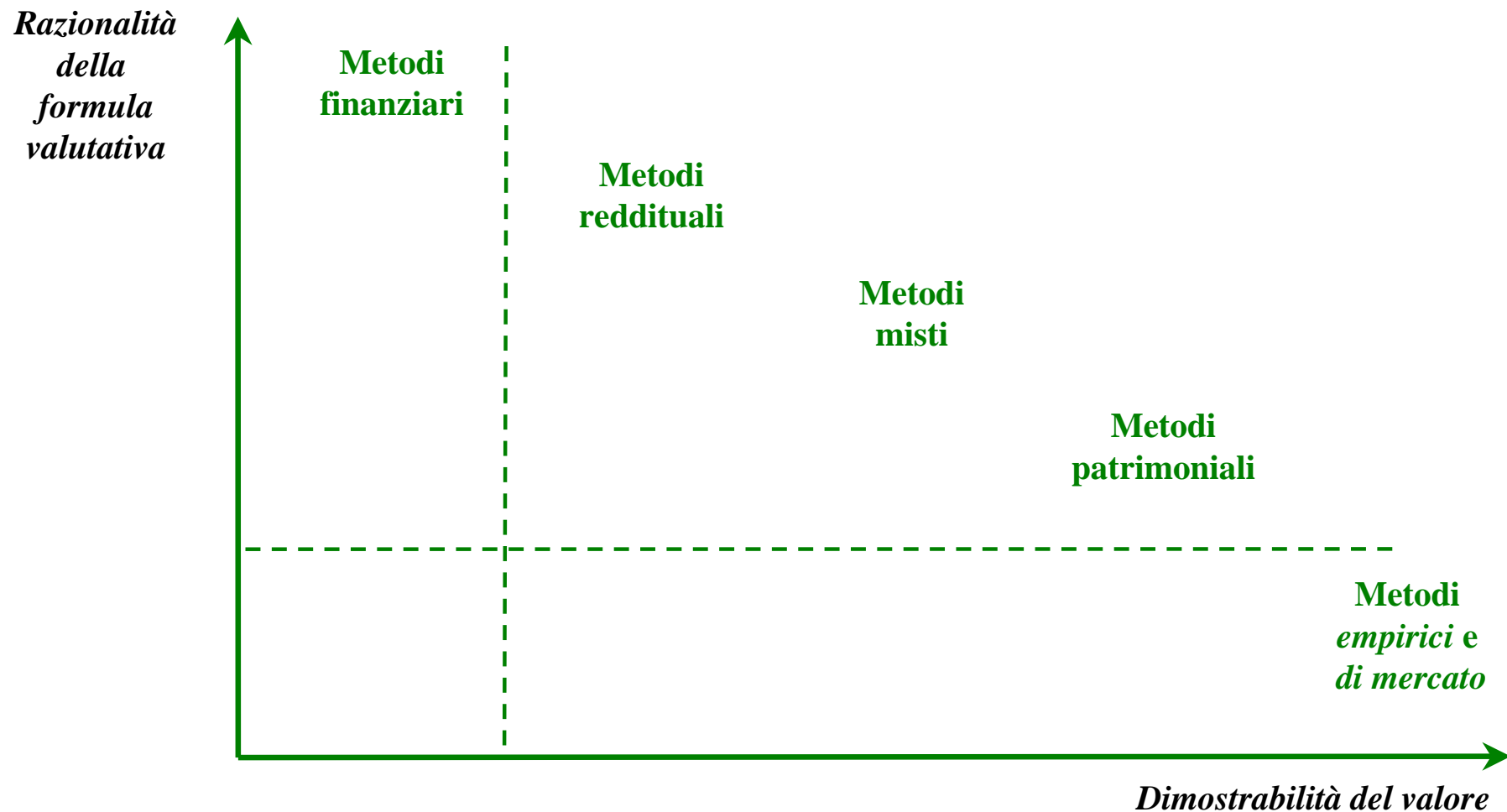
➔ Ulteriori riflessioni sui metodi misti

- Profili e problemi valutativi delle aziende in perdita
- Ambiti di applicazione dei modelli di valutazione
- Relazioni tra valore economico - capitale di bilancio - valore di mercato delle imprese

Prof. Antonio Tessitore

venerdì 1° aprile 2011

Le principali famiglie dei metodi valutativi



Metodi misti

Sono metodi di misurazione di W che utilizzano sia la componente Patrimoniale (\mathbf{K}) sia i Flussi di risultato conseguibili in futuro (\mathbf{Rn})

Alternative più frequentemente utilizzate

➔ Con stima autonoma dell'Avviamento (Metodo U.E.C.)

$$W = [K + a_{n-i} \cdot (Rn - Ki)] + SA$$

N.B. K può essere semplice \mathbf{K} o può esprimere anche componenti patrimoniali intangibili $\mathbf{K}' = \mathbf{K} + \mathbf{I}$

➔ Metodo della media

Media semplice tra W stimato con metodo Patrimoniale semplice e W stimato con metodo reddituale [Es. $\mathbf{W} = \mathbf{R}/i$]

$$W = \frac{1}{2} \cdot (K + Rn/i) + SA$$

Determinazione del valore dell'impresa Alfa Jeans

I dati relativi all'impresa Alfa, produttrice di tessuti denim per jeans, sono determinati al termine del 2007:

Voce di bilancio	Stato Patrimoniale Anno 2007	Valore corrente	Valutazione FIFO	Quota di Partecipazione	Patrimonio netto Partecipata
Capitale sociale	3.846				
Riserve	2.053				
Utile d'esercizio	2.088				
Terreni	290	290			
Fabbricati	2.686	4.269			
Impianti	3.986	5.077			
Magazzino	1.698		1.923		
Partecipazione	462			80%	415

Nel corso del 2007 Alfa ha fatto ricorso ad un'operazione di leasing finanziario per finanziare l'acquisizione di un impianto industriale al fine di incrementare la capacità produttiva. Per apprezzare correttamente il profilo patrimoniale di Alfa si consideri che: (i) il valore corrente di tale impianto in leasing è stato stimato pari a 1.100; (ii) il valore attuale del debito residuo verso la società di leasing è pari a 700; (iii) il canone di leasing annuo è pari a 150 (di cui 100 a titolo di quota capitale e 50 di interessi); la vita utile stimata dell'impianto è pari a 10 anni.

Un intangibile legato al *know how* produttivo non rilevato in bilancio ha un valore corrente al 31/12/2007 pari a 500.

L'aliquota ritenuta congrua per esprimere gli oneri fiscali latenti sul patrimonio è 18%.

Per quanto riguarda il profilo reddituale, il risultato netto emergente dal bilancio civilistico di Alfa dell'anno 2007 è pari a 1.831 euro. Per valutare correttamente la capacità reddituale media prospettica di Alfa, si tenga presente che rispetto all'anno 2007 in futuro:

- non sarà più possibile beneficiare di un'agevolazione fiscale dovuta all'ubicazione degli impianti produttivi che hanno comportato un risparmio d'imposta pari a 250;
- sono state realizzate plusvalenze pari a 180 dalla vendita di un fabbricato, evento non più ripetibile;
- si è proceduto ad una svalutazione del magazzino pari a 120 poiché alcuni tessuti non sono più utilizzabili nel ciclo produttivo a causa di un cambiamento dei gusti dei consumatori;
- L'integrazione delle quote di ammortamento degli impianti e dei fabbricati nel 2007 è pari rispettivamente a 397 e 135.

La stima del valore del capitale economico dell'impresa Alfa al 31/12/2007 è condotta in base al metodo misto patrimoniale-reddituale con stima autonoma dell'avviamento (denominato metodo UEC).

SOLUZIONE PROPOSTA

Calcolo del patrimonio netto rettificato:

Capitale sociale	3.846
Riserve	2.053
Utile d'esercizio	2.088
Patrimonio netto contabile:	7.987
Plusvalenza fabbricati	$1.583 - (1.593 * 0,18) = 1.583 - 284,94 = \mathbf{1.298,06}$
Plusvalenza impianti	$1.091 - (1.091 * 0,18) = 1.091 - 196,38 = \mathbf{894,62}$
Magazzino	$225 - (225 * 0,18) = 225 - 40,5 = \mathbf{184,5}$
Partecipazioni	nessuna variazione
Beni in leasing	$(1.100 - 700) - 400 * 0,18 = 400 - 72 = \mathbf{328}$
Intangibile	$500 - 500 * 0,18 = 500 - 90 = \mathbf{410}$

Patrimonio netto rettificato al 31/12/2007: $7.987 + 1.298,06 + 894,62 + 184,5 + 328 + 410 = \mathbf{11.102,11}$

Calcolo del reddito medio normale atteso:

Reddito netto da bilancio:	1.831
storno imposte pagate (ipotizzando $t = 33\%$):	902
aggiustamento fiscale:	(250)
storno plusvalenze:	(180)
storno svalutazione magazzino:	120
ammortamento valori correnti impianti e fabbricati:	(532)
storno quota capitale canoni di leasing:	100
amm.to valore corrente beni in leasing:	(110)
Reddito ante imposte:	1.881
Imposte (ipotizzando $t = 33\%$):	620,73
Reddito medio normale atteso:	1.260,27

Risk free: $1,04/1,02 - 1 = 1,96\%$

Ke: $1,96 + 1,65 * 0,05 = 10,21\%$

W = $11.102,11 + 0,9808 (1.260,27 - 11.102,11 * 0,1021) = 11.102,11 + 0,9808 * (1.260,27 - 1.133,53) = 11.139,41 + 0,9808 * 126,74 = 11.102,11 + 124,31 = \mathbf{11.226,42}$



Valore Impresa Alfa Jeans

Metodo misto

$$W = [K + a_{n-i}' \cdot (R_n - Ki)]$$

$$W = [11.102,11 + 0,9808 \cdot (1.260,27 - 11.102,11 \cdot 0,1021)]$$

$$W = [11.102,11 + 0,9808 \cdot (1.260,27 - 1.133,53)]$$

$$W = [11.102,11 + 0,9808 \cdot 126,74]$$

$$W = 11.102,11 + 124,31$$

$$W = 11.226,42$$



$$W = [K + \overbrace{a_{n-1} \cdot (Rn - Ki)}^A] + SA$$

$$W = \frac{1}{2} \cdot (K + Rn / i^*) + SA$$

$$\begin{cases} W = K + A & SA = 0 \\ W = 1/2 \cdot (K + Rn/i^*) \end{cases}$$

$$\begin{cases} W = K + A \\ K + A = 1/2 \cdot (K + Rn/i^*) \end{cases}$$

$$\begin{cases} W = K + A \\ A = 1/2 K + 1/2 Rn/i^* - K \end{cases}$$

$$\begin{cases} W = K + A \\ A = 1/2 \cdot (Rn/i^* - K) \end{cases}$$

Le componenti del valore (W) delle aziende in perdita

$$W = f(K; I; C_j \cdot v^j; R_n \cdot v^i; V_f \cdot v^n; SA)$$

LEGENDA

K = valore corrente del capitale

I = asset intangibili

C = capitali integrativi

R_n = Risultato economico annuo prospettico

n = durata del periodo di risanamento

v^j e vⁱ = coefficienti di attualizzazione

SA = *Surplus Asset* (beni non strumentali)

A) Analisi preliminare delle perdite

B) Modelli di valutazione applicabili

C) Valore di liquidazione

A) Analisi preliminare delle perdite

□ I fattori determinanti le perdite passate

- **di sistema:** legati a fenomeni economici, politici e sociali
- **settoriali:** legati ai mercati specifici di collegamento del business
- **aziendali:** riguardanti l'assetto produttivo – distributivo – direzionale – patrimoniale/finanziario

□ La struttura delle perdite

- profilo economico – finanziario - patrimoniale

□ Proiezione futura dei risultati economici

- Piano di risanamento aziendale
- *Budget* (flessibili e scorrevoli) credibili

□ La misura del *badwill*

$$B = 1/i \cdot (R - Ki'') \cdot a_{n-i}'$$

B) Modelli di valutazione applicabili

- Metodo misto con stima autonoma dell'avviamento

$$W = K + (R - Ki) \cdot a_{n-i}'$$

* * *

Nell'ottica dell'acquirente di aziende in perdita

- Modello reddituale (capitalizzazione limitata)
- Modello finanziario *unlevered*
 - L'immissione di capitali integrativi
 - Il valore delle perdite pregresse fiscalmente deducibili

C) Valore di liquidazione

➡ Valore nell'ipotesi di cessazione o liquidazione volontaria dell'azienda

Il valore di liquidazione costituisce il limite inferiore per la valutazione di aziende in perdita

Il caso-limite di un “prezzo negativo” dell'azienda trasferita

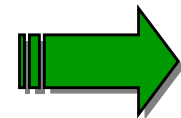
Ambiti di applicazione dei modelli valutativi

□ Il modello finanziario

- Valutazione delle imprese in condizioni di stabilità e capacità di reddito costante
- Imprese in rapida crescita non ancora stabilizzate nei flussi di reddito
- Imprese in declino

□ Il modello reddituale

- E' il modello accettato nella cultura economico-aziendale di matrice europea, soprattutto nella formula *equity-side*



□ Modelli misti

✎ Capitalizzazione limitata del sovra o sottoreddito

- Verifica reddituale delle stime patrimoniali
- Rivalutazione controllata dei beni ammortizzabili
- Valutazione aziende in perdita

Livello di R

Formula

$R > Ki$

$$W = K + (R - Ki) a_{n|i}$$

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

oppure

$$W = K$$

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

$R = Ki$

i modelli misti di valutazione si equivalgono

$0 < R < Ki$

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

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

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

$R < 0$

$$W = K - \Sigma P \quad \text{in cui } K = \text{rivalutazione controllata del patrimonio}$$

ΣP = perdite attese per i prossimi esercizi (n limitato) in valore assoluto o attualizzato

Ambiti di applicazione dei modelli valutativi

□ Metodo del valore medio



L'uso dei multipli

- il mondo delle professioni
- le *merchant e investment banks*

Relazioni tra W - C_B - W_M

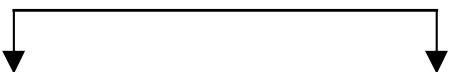
W = capitale economico

C_B = capitale di bilancio

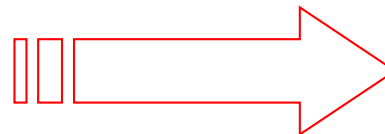
W_M = valore di mercato

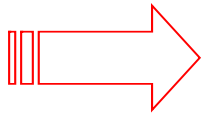
▲ Relazione $W \leftrightarrow C_B$

$$W = \frac{R_n}{i} \qquad \text{ROE} = \frac{R_n}{C_B}$$


$$\frac{W}{C_B} = \frac{R_n}{C_B} \cdot \frac{1}{i} = \frac{\text{ROE}}{i}$$

DA CUI





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

ROE	W / C _B
= i	= 1
> i	> 1
< i	< 1

$$\text{profitto} \Rightarrow ROE - i$$



fondamento economico del valore del C di impresa

▲ RELAZIONE $W \leftrightarrow W_M$

☞ nei mercati finanziari perfetti

$$W \equiv W_M$$