

Il candidato predisponga con dati a piacere la relazione di stima del capitale economico di un'azienda di abbigliamento di lusso.

Università degli Studi di Cassino e del Lazio Meridionale – III prova del 20.06.2014 (traccia non estratta)

Simulazione a cura di Riccardo Zocca (email: zocca.r@gmail.com)

1. Natura e limiti dell'incarico

Il sottoscritto, Dottore Commercialista in Roma con studio in, iscritto all'Ordine dei Dottori Commercialisti ed Esperti Contabili di Roma al n. AA_XXXX, Revisore Legale iscritto al Registro dei Revisori Legali al n. XXXXX con D.M. pubblicato su G.U. n. XX del, è stato incaricato dalla *Alfa Holding S.p.A.*, con sede in, Viale, al fine di rendere una perizia di stima del capitale economico all'attualità della società *Beta S.p.A.* (di seguito anche solamente la "Società", "azienda" o "Beta"), società partecipata al 100% dalla stessa. La controllante *Alfa Holding S.p.A.* ha altresì riferito che intende utilizzare tale valutazione al fine di cedere la partecipazione totalitaria nella *Beta S.p.A.* sul mercato.

Commento [11]: La FINALITA' della valutazione. Risponde al perché si deve redigere la perizia di stima.

NOTA:

Per **capitale economico** si intende quella particolare configurazione del capitale d'impresa da determinare quando si valuta il sistema aziendale nel suo complesso al fine del trasferimento (requisito oggettivo) e nella posizione di perito indipendente (requisito soggettivo). Pertanto il capitale economico rappresenta un valore "Stand Alone", generale, astratto e neutrale, che non fa riferimento alle economie del venditore e del compratore.

I casi più frequenti in cui un professionista viene incaricato di stimare il capitale economico di un'azienda sono: la cessione dell'azienda, la cessione di azioni o quote, operazioni straordinarie, contenziosi, procedure concorsuali.

Appare opportuno precisare che le conclusioni contenute nella relazione di stima devono essere interpretate alla luce dei seguenti presupposti e limiti di seguito riepilogati:

- La valutazione è stata effettuata sulla base delle condizioni economiche del mercato attuale e delle previsioni ragionevolmente ipotizzabili;

- La valutazione non tiene conto del possibile verificarsi di eventi straordinari e imprevedibili¹;
- La stima si basa sul presupposto che il piano industriale predisposto dall'organo amministrativo della *Beta S.p.A.* abbia corso, risultando lo stesso ragionevole ed attendibile, alla luce anche dei risultati raggiunti dall'invariato management, che nel quinquennio trascorso ha sempre conseguito – nonché talvolta superato – gli obiettivi prefissati nel piano industriale precedente.
- Per quanto accurata e completa possa essere la stima del valore economico di seguito effettuata dal punto di vista sostanziale, quanto contenuto nella relazione non deve essere considerato una promessa o una rappresentazione dei risultati futuri dell'azienda;
- Tutte le informazioni a supporto quantitativo e qualitativo della stima sono state fornite dalla società;
- Lo scrivente, pur avendo analizzato in maniera critica i dati e le informazioni a disposizione e, pur avendo svolto l'incarico con diligenza, professionalità e indipendenza di giudizio, non avendo effettuato alcun audit sui dati forniti, non risponde dell'accuratezza, completezza, rappresentatività e attendibilità di tali dati, documenti ed informazioni;

La determinazione del valore economico di beta è stata effettuata con riferimento alla data del 31 dicembre 2014; si precisa che lo scrivente è stato informato dalla direzione aziendale che, tra la data del 31 dicembre 2014 e la data di redazione della presente relazione, non sono intervenuti fatti che possano incidere in maniera significativa sulla presente valutazione.

Commento [I2]: La DATA DI RIFERIMENTO della valutazione. Assume rilievo perché la valutazione deve riflettere i fatti e le circostanze riferibili a quella specifica data, che talora possono modificarsi anche significativamente in un intervallo di tempo molto ristretto. La data di riferimento della valutazione definisce anche i dati disponibili per la stima.

2. Descrizione dell'azienda

L'azienda è stata fondata nel 1995 dallo stilista e imprenditore

Commento [I3]: L'OGGETTO della valutazione. In questa sezione occorre descrivere in maniera estremamente sintetica, per poter svolgere in maniera rapida la traccia, l'azienda da valutare, e riportare i dati economici, patrimoniali e finanziari della stessa.

¹Eventi tipicamente imprevedibili sono il mutamento delle normative specifiche del settore in cui opera l'azienda oggetto di valutazione, così come le variazioni della normativa fiscale o dello scenario politico e sociale.

La società ha sede in, alla via, C.F. e P.IVA, la società è, come già riferito, interamente partecipata dalla *Alfa Holding S.p.A.*

La società ha un sistema di amministrazione e controllo tradizionale, in particolare l'organo di gestione è costituito da un consiglio di amministrazione di 6 membri, oltre il Presidente e Amministratore Delegato Il Collegio Sindacale è composto da tre membri..... La revisione del bilancio è invece affidata alla

L'azienda disegna, produce e distribuisce prodotti di moda, capi di abbigliamento, accessori, pelletteria, borse, occhiali ed orologi.

I prodotti vengono fabbricati e commercializzati con i marchi di proprietà dell'azienda *XXX* e *ZZZ*. Con il primo marchio vengono distribuiti i prodotti di moda e le borse, mentre il secondo è associato ai capi di abbigliamento sportivi, agli accessori e tutti gli altri prodotti.

I beni dell'azienda vengono prodotti nello stabilimento di proprietà della stessa a e la distribuzione avviene nei negozi monomarca, che attualmente sono 60 di cui ben 52 in Italia.

L'azienda ha intrapreso negli ultimi due anni un processo di espansione della rete distributiva all'estero in virtù del notevole apprezzamento da parte dei consumatori sia europei che orientali, in particolare cinesi e giapponesi. Il piano industriale dell'azienda annuncia infatti nuove aperture di negozi nelle principali città europee, nonché in Cina e in Giappone, per un totale di 40 nuovi negozi in 5 anni. Per adeguare i volumi di produzione all'espansione del mercato, la società sta terminando l'apertura di un nuovo stabilimento di produzione a (apertura prevista per giugno 2015), con l'assunzione di nuovi 100 dipendenti.

Di seguito viene riportata la riclassificazione a valore aggiunto dei conti economici storici relativi all'ultimo triennio, nonché del *business plan* redatto dall'organo amministrativo della società. Dal momento che gli importi relativi agli esercizi previsionali non sono frutto di un'extrapolazione ma derivano da un *business plan*, essi sono espressi a valori nominali, pertanto i dati riferiti agli esercizi storici non sono stati rivalutati perché

altrimenti non sarebbero confrontabili con i primi. Viene poi riportato lo stato patrimoniale alla data di valutazione, riclassificato secondo il criterio funzionale².

| CONTO ECONOMICO (storico) | | | | | | |
|---|---------------|---------------|----------------|---------------|----------------|---------------|
| C.E. | 2012 | | 2013 | | 2014 | |
| | €/000 | % | €/000 | % | €/000 | % |
| Ricavi delle vendite e delle prestazioni | 90.000 | 100,0% | 106.000 | 100,0% | 110.000 | 100,0% |
| Variazioni delle rimanenze di prodotti in corso di lavorazione, semilavorati e finiti | 1.000 | 1,1% | 1.000 | 0,9% | 1.000 | 0,9% |
| Altri ricavi e proventi | 200 | 0,2% | 200 | 0,2% | 200 | 0,2% |
| (A) Valore della produzione | 91.200 | 101,3% | 107.200 | 101,1% | 111.200 | 101,1% |
| Costi per materie prime, sussidiarie, di consumo e di merci | 16.200 | 18,0% | 18.020 | 17,0% | 22.000 | 20,0% |
| Variazioni delle rimanenze di materie prime, sussidiarie, di consumo e merci | 1.000 | 1,1% | 1.000 | 0,9% | 1.000 | 0,9% |
| Costi per servizi e per godimento di beni terzi | 18.000 | 20,0% | 19.610 | 18,5% | 18.000 | 16,4% |
| Altri oneri diversi di gestione | 450 | 0,5% | 500 | 0,5% | 800 | 0,7% |
| (B) Costi esterni | 33.650 | 37,4% | 37.130 | 35,0% | 39.800 | 36,2% |
| (C) = (A-B) Valore aggiunto | 57.550 | 63,9% | 70.070 | 66,1% | 71.400 | 64,9% |
| (D) Costi per il personale | 21.700 | 24,1% | 25.060 | 23,6% | 28.000 | 25,5% |
| (E) = (C-D) Margine operativo lordo (EBITDA) | 35.850 | 39,8% | 45.010 | 42,5% | 43.400 | 39,5% |
| Ammortamenti | 2.300 | 2,6% | 2.400 | 2,3% | 2.500 | 2,3% |
| Svalutazione | 140 | 0,2% | 120 | 0,1% | 200 | 0,2% |
| Accantonamenti | 130 | 0,1% | 180 | 0,2% | 200 | 0,2% |
| (F) Reddito operativo (EBIT) | 33.280 | 37,0% | 42.310 | 39,9% | 40.500 | 36,8% |
| (+/-) Proventi e oneri finanziari | -260 | -0,3% | -240 | -0,2% | -200 | -0,2% |
| (H) = (F-G) Risultato ordinario | 33.020 | 36,7% | 42.070 | 39,7% | 40.300 | 36,6% |
| (+/-) Proventi e oneri straordinari | -40 | 0,0% | 100 | 0,1% | -150 | -0,1% |
| Reddito al lordo di imposte | 32.980 | 36,6% | 42.170 | 39,8% | 40.150 | 36,5% |
| Imposte dell'esercizio | 11.543 | 12,8% | 14.760 | 13,9% | 14.053 | 12,8% |
| Reddito Netto | 21.437 | 23,8% | 27.411 | 25,9% | 26.098 | 23,7% |

Commento [I4]: Suggerimenti: in una traccia del genere è cruciale riuscire ad elaborare con rapidità i prospetti di bilancio (che saranno poi gli input per la valutazione), in modo tale che siano coerenti con la tipologia di azienda da valutare.

Occorre dunque:

- Redigere *in primis* il conto economico storico relativo alla data di valutazione.
- Stimare un volume di ricavi coerente con la natura dell'azienda, in funzione di una qualche variabile (in questo caso il numero di negozi, ai quali è stato attribuito un volume annuo di ricavi pari a circa € 1,8 mln).
- Stimare un importo per l'acquisto delle merci coerente con il margine di ricarico proprio del settore.
- Stimare un costo per servizi e per il godimento dei beni di terzi che includa un verosimile costo di locazione dei locali, utenze e oneri per prestazioni professionali. In questo caso sono stati stimati €300k per negozio, ignorando lo stabilimento produttivo.
- Il costo del personale deve essere coerente con la natura del business e deve essere funzione di una qualche variabile (in questo caso del numero di negozi: 10 unità per negozio al costo unitario di €42k annui, oltre il numero di addetti nello stabilimento produttivo, 120, ad un costo unitario annuo di €30k).
- Il valore degli ammortamenti deve essere coerente con la natura *labour* o *capital intensive* dell'azienda. In questo caso sono bassi perché l'azienda è *labour intensive* ed ha solo lo stabilimento produttivo di proprietà.
- Stimare le imposte d'esercizio con un'aliquota del 35%.
- Valorizzare tutte le altre voci con importi residuali; in particolare tenere a mente che gli importi dei proventi ed oneri finanziari devono essere coerenti con la posizione finanziaria netta dell'azienda, che deve essere a sua volta coerente con il settore di appartenenza della stessa.
- Determinare poi i conti economici più remoti riducendo il volume dei ricavi in relazione ad una qualche variabile (in questo caso il numero di negozi: 53 nel 2013 e 47 nel 2012), oppure scontando un tasso di crescita implicito determinato in maniera arbitraria, ed applicare alle altre voci un importo che sia marginalmente omogeneo a quello iscritto nel primo conto economico elaborato.

² Si basa sul concetto che la solvibilità dell'impresa si regge sulla propria capacità di generare risorse necessarie e sufficienti, per quantità, qualità e tempo a far fronte ai propri fabbisogni finanziari. Riunisce e contrappone gli elementi patrimoniali e le fonti di finanziamento delle diverse aree in cui si può suddividere la gestione, così da evidenziare gli impieghi netti richiesti dalla gestione operativa a cui far fronte mediante fonti di finanziamento onerose.

| CONTO ECONOMICO (previsionali) | | | | | | | | | | |
|---|----------------|---------------|----------------|---------------|----------------|---------------|----------------|---------------|----------------|---------------|
| Anni | 2015 | | 2016 | | 2017 | | 2018 | | 2019 | |
| C.E. | €/000 | % | €/000 | % | €/000 | % | €/000 | % | €/000 | % |
| Ricavi delle vendite e delle prestazioni | 134.000 | 100,0% | 158.000 | 100,0% | 170.000 | 100,0% | 186.000 | 100,0% | 200.000 | 100,0% |
| Variazioni delle rimanenze di prodotti in corso di lavorazione, semilavorati e finiti | 1.000 | 0,7% | 1.000 | 0,6% | 1.000 | 0,6% | 1.000 | 0,5% | 1.000 | 0,5% |
| Altri ricavi e proventi | 200 | 0,1% | 200 | 0,1% | 200 | 0,1% | 200 | 0,1% | 200 | 0,1% |
| (A) Valore della produzione | 135.200 | 100,9% | 159.200 | 100,8% | 171.200 | 100,7% | 187.200 | 100,6% | 201.200 | 100,6% |
| Costi per materie prime, sussidiarie, di consumo e di merci | 26.800 | 20,0% | 30.020 | 19,0% | 35.700 | 21,0% | 37.200 | 20,0% | 36.000 | 18,0% |
| Variazioni delle rimanenze di materie prime, sussidiarie, di consumo e merci | 1.000 | 0,7% | 1.000 | 0,6% | 1.000 | 0,6% | 1.000 | 0,5% | 1.000 | 0,5% |
| Costi per servizi e per godimento di beni terzi | 24.120 | 18,0% | 28.440 | 18,0% | 28.900 | 17,0% | 32.550 | 17,5% | 36.000 | 18,0% |
| Altri oneri diversi di gestione | 700 | 0,5% | 600 | 0,4% | 900 | 0,5% | 800 | 0,4% | 850 | 0,4% |
| (B) Costi esterni | 50.620 | 37,8% | 58.060 | 36,7% | 64.500 | 37,9% | 69.550 | 37,4% | 71.850 | 35,9% |
| (C) = (A-B) Valore aggiunto | 84.580 | 63,1% | 101.140 | 64,0% | 106.700 | 62,8% | 117.650 | 63,3% | 129.350 | 64,7% |
| (D) Costi per il personale | 31.940 | 23,8% | 37.980 | 24,0% | 41.500 | 24,4% | 45.860 | 24,7% | 49.800 | 24,9% |
| (E) = (C-D) Margine operativo lordo (EBITDA) | 52.640 | 39,3% | 63.160 | 40,0% | 65.200 | 38,4% | 71.790 | 38,6% | 79.550 | 39,8% |
| Ammortamenti | 5.000 | 3,7% | 5.100 | 3,2% | 5.200 | 3,1% | 5.300 | 2,8% | 5.400 | 2,7% |
| Svalutazione | 250 | 0,2% | 250 | 0,2% | 250 | 0,1% | 250 | 0,1% | 250 | 0,1% |
| Accantonamenti | 250 | 0,2% | 250 | 0,2% | 250 | 0,1% | 250 | 0,1% | 250 | 0,1% |
| (F) Reddito operativo (EBIT) | 47.140 | 35,2% | 57.560 | 36,4% | 59.500 | 35,0% | 65.990 | 35,5% | 73.650 | 36,8% |
| (+/-) Proventi e oneri finanziari | -250 | -0,2% | -200 | -0,1% | -150 | -0,1% | -100 | -0,1% | 10 | 0,0% |
| (H) = (F-G) Risultato ordinario | 46.890 | 35,0% | 57.360 | 36,3% | 59.350 | 34,9% | 65.890 | 35,4% | 73.660 | 36,8% |
| (+/-) Proventi e oneri straordinari | -170 | -0,1% | -100 | -0,1% | -180 | -0,1% | -150 | -0,1% | -150 | -0,1% |
| Reddito al lordo di imposte | 46.720 | 34,9% | 57.260 | 36,2% | 59.170 | 34,8% | 65.740 | 35,3% | 73.510 | 36,8% |
| Imposte dell'esercizio | 16.352 | 12,2% | 20.041 | 12,7% | 20.710 | 12,2% | 23.009 | 12,4% | 25.729 | 12,9% |
| Reddito Netto | 30.368 | 22,7% | 37.219 | 23,6% | 38.461 | 22,6% | 42.731 | 23,0% | 47.782 | 23,9% |

Commento [I5]: Suggerimenti: Gli stessi criteri utilizzati per redigere i conti economici storici sono validi per elaborare il *business plan*. Si precisa che non è necessario elaborare un *business plan* per svolgere una buona traccia utilizzando un metodo basato sui flussi (reddituali o finanziari) ma che è possibile utilizzare in alternativa:

- La media dei redditi (o flussi di cassa) storici, opportunamente normalizzati e rivalutati e determinare così il reddito (o flusso di cassa) medio prospettico ed utilizzare una metodologia reddituale (o finanziaria) pura;
- L'extrapolazione dei redditi (o flussi di cassa) storici, normalizzati e rivalutati, per stimare i flussi futuri ed utilizzare così una metodologia complessa basata sui flussi.

Adoperando gli stessi criteri con cui sono stati stilati i conti economici storici, i flussi futuri sono il frutto di una aumento dei negozi aperti (67-79-85-93-100) e presentano un aumento degli ammortamenti per via del nuovo stabilimento aperto, con un impatto sul costo del personale non particolarmente elevato, supponendo che l'impianto venga delocalizzato in un paese con manodopera a basso costo.

| STATO PATRIMONIALE RICLASSIFICATO (criterio funzionale) importi in €/000 | | | |
|---|---------------|--------------------------------|---------------|
| ATTIVO | | PASSIVO | |
| Crediti vs clienti | 3.000 | Debiti finanziari | 5.000 |
| Magazzino | 40.000 | (-) Liquidità | 12.000 |
| (-) Debiti vs fornitori | 5.000 | (-) Crediti finanziari | 200 |
| (-) Fondi rischi e oneri | 1.000 | | |
| (-) Fondo TFR | 6.000 | | |
| CAPITALE CIRCOLANTE NETTO OPERATIVO | 31.000 | DEBITI FINANZIARI NETTI | -7.200 |
| Immobilizzazioni materiali nette | 20.000 | Capitale sociale | 3.000 |
| Immobilizzazioni immateriali nette | 16.700 | Riserve | 46.002 |
| Immobilizzazioni finanziarie | 200 | Risultato d'esercizio | 26.098 |
| CAPITALE FISSO NETTO | 36.900 | PATRIMONIO NETTO | 75.100 |
| CAPITALE INVESTITO NETTO | 67.900 | TOTALE FONTI | 67.900 |

3. Metodologie di valutazione

Con riferimento alle operazioni di valutazione d'azienda, si pone a carico del perito stimatore il problema della determinazione del "capitale economico"; si definisce capitale economico quella particolare configurazione del capitale d'impresa che si intende determinare quando si valuta il sistema aziendale nel suo complesso al fine del trasferimento e nella posizione di perito indipendente³.

Prima di svolgere nello specifico le operazioni di valutazione dell'attività oggetto della presente stima occorre premettere, per ragioni di esposizione, alcune note metodologiche riguardanti, più in generale, le metodologie valutative del capitale economico aziendale.

I criteri di valutazione di un'azienda sul piano teorico dovrebbero presentare contestualmente i seguenti requisiti⁴:

- razionalità;
- dimostrabilità;
- obiettività;
- stabilità;

Commento [I6]: Quanto riportato in questa sezione della perizia di stima, permette agli esaminatori di capire qual è il grado di conoscenza teorica del candidato in materia di valutazione d'azienda. Occorre pertanto esporre i principi inderogabili a cui deve rispondere una buona valutazione e si suggerisce di accennare quanto riportato in questa sezione, in qualsiasi traccia riguardi la materia di valutazione d'azienda, anche qualora consistesse nello svolgimento di un semplice esercizio, con dati già forniti nel testo.

³ ZANDA, LACCHINI, ONESTI, *La valutazione delle aziende*, G. Giappichelli editore, Torino, 1997, pag. 6.

⁴ L. GUATRI, *La valutazione delle aziende*, III ed., Giuffrè, Milano, 1987, pp. 17-18.

- generalità.

Ciò significa, in altri termini, che la metodologia di valutazione adottata dovrebbe:

- derivare da un processo logico convincente (razionalità);
- utilizzare variabili e parametri adeguatamente supportati da dati controllabili (dimostrabilità);
- prescindere da valutazioni soggettive (obiettività);
- generare un valore che non muta per effetto di eventi contingenti (stabilità);
- prescindere dalla finalità per cui la valutazione dell'azienda è effettuata e dalla forza contrattuale delle parti (generalità).

I metodi di valutazione elaborati dalla Dottrina non appaiono ottimali sotto ogni profilo, nel senso che, concretamente, ogni metodo di valutazione presenta una diversa "intensità" di tali requisiti, ben potendo accadere che il metodo di valutazione che appare ottimale sotto il profilo di un requisito non sia ottimale sotto il profilo di un altro requisito.

In sede di concreta applicazione dei metodi di valutazione lo scenario è reso ulteriormente complesso dalla specificità dei *business* in cui le aziende oggetto di valutazione operano, nonché, dato uno specifico settore, dalle caratteristiche di ogni singola azienda. Un'ultima variabile necessariamente da considerare in sede di scelta tra i metodi di valutazione disponibili è costituita dalla specifica finalità per cui la valutazione dell'azienda è effettuata.

Infine, è necessario che la valutazione dell'azienda sia effettuata considerando opportunamente lo scenario macroeconomico in cui l'azienda ha operato, opera, e, presumibilmente, opererà. In definitiva non è possibile fornire metodologie universalmente applicabili, risultando peraltro possibile evidenziare, con riferimento ad aziende operanti in diversi settori (settore industriale, commerciale, finanziario, assicurativo, ecc.) i metodi di valutazione più diffusamente utilizzati qualora l'azienda oggetto di valutazione presenti, nell'ambito dello specifico settore in cui opera, condizioni "normali".

In generale, la determinazione del capitale economico di un'azienda è strettamente connessa al patrimonio aziendale vero e proprio e alla capacità prospettica di produrre flussi reddituali e finanziari.

Secondo la dottrina prevalente, più precisamente secondo la Scuola Italiana, le principali metodologie di valutazione sono così identificabili:

- metodo patrimoniale (semplice o complesso);
- metodo reddituale (puro o complesso; basato su flussi levered o unlevered);
- metodo dei flussi finanziari (puro o complesso; basato su flussi levered o unlevered);
- metodo misto (anglosassone o pratici tedeschi);
- metodo empirico (metodo diretto basati sui multipli di mercato).

Nella pratica vengono applicati principalmente i seguenti metodi di valutazione (si espongono in presupposti e le caratteristiche dei più diffusi):

Metodo patrimoniale

Il metodo patrimoniale consente di giungere alla valutazione del capitale economico della società tramite la valutazione analitica dei singoli elementi dell'attivo e del passivo del patrimonio aziendale.

Il valore dell'azienda (W) corrisponde, pertanto, al valore del patrimonio netto rettificato (K') a valori correnti. Tale metodo, che ha il pregio di consentire una stima del patrimonio aziendale oggettiva e riscontrabile, si caratterizza per la stima analitica a valori correnti di sostituzione:

- analitica, perché effettuata distintamente per ciascun elemento del patrimonio;
- a valori correnti, perché basata sui prezzi di mercato del momento;
- di sostituzione, perché l'ipotesi di base è quella del riacquisto (o della riproduzione) per gli elementi attivi e della rinegoziazione per quelli passivi.

Nell'ambito dei metodi di valutazione patrimoniali, si distingue tra metodi semplici e complessi; nei primi, sono considerati ai fini della valutazione, oltre i beni materiali - compresi i crediti e la liquidità - i soli elementi immateriali suscettibili di trasferimento autonomo (brevetti industriali, marchi, diritti di concessione, ecc.); nei secondi vengono inclusi nella valutazione anche altri elementi immateriali, compresi quelli per i quali non è consentita l'iscrizione in bilancio. Il criterio patrimoniale, inteso come valore-stock, non costituisce, in via generale, salvo che in particolari situazioni, un metodo di valutazione

delle aziende in sé razionale ed accettabile; tuttavia, l'informazione patrimoniale risulta un importante elemento di integrazione che in vari modi concorre alla determinazione delle valutazioni vere e proprie, fornendo riferimenti talvolta imprescindibili.

Metodo patrimoniale semplice:

$$W = K'$$

Metodo patrimoniale complesso:

$$W = K' + B.I.N.C. + V.B.A.$$

dove:

W = valore economico dell'azienda

K' = è il capitale netto rettificato

B.I.N.C. = è il valore complessivo dei componenti immateriali non contabilizzati

V.B.A. = è l'ammontare dei beni accessori

Metodo reddituale

Il metodo reddituale, pur trovando un limite nell'aleatorietà delle stime sulle capacità reddituali dell'impresa che non sono altrettanto riscontrabili quanto le verifiche di valore corrente dei cespiti che compongono il patrimonio sociale, è fondamentale nel caso di strutture aziendali estremamente "leggere" (in cui cioè la componente patrimoniale appare irrilevante), ed è indispensabile ad integrazione e confronto di stime effettuate con altri metodi, che spesso attribuiscono, ingiustificatamente, maggior rilievo al capitale investito piuttosto che alle capacità reddituali future di quel medesimo capitale.

Il metodo reddituale fonda il proprio presupposto sulla capacità dell'azienda di generare un flusso reddituale riproducibile nel futuro: il valore dell'azienda dipende dai redditi che riuscirà a produrre. Il valore del capitale economico (W) viene dunque stimato, sul piano quantitativo, come funzione del reddito atteso (R).

Se i flussi attesi di reddito sono ragionevolmente determinabili in maniera puntuale per un periodo di tempo che, generalmente, oscilla tra i 3 e gli 8 anni, tale metodologia di valutazione assume il nome di "metodo reddituale complesso", se invece tale

Commento [I7]: Nello svolgimento di questa traccia d'esame si fa riferimento principalmente ad un approccio *levered*, accennando solamente qualche riferimento, nel corso della trattazione, all'*entity approach* dal momento è stato deciso di svolgere la valutazione finale utilizzando i flussi di reddito netti. Pertanto si è preferito risparmiare tempo, evitando di appesantire ulteriormente la dissertazione metodologica con l'esposizione delle formule e della logica sottostante l'approccio basato sui flussi *unlevered*. Si ricorda che l'*entity approach to valuation* giunge alla stima del valore economico del capitale in via indiretta e mediata, per differenza tra il firm (o *enterprise value*), frutto dell'attualizzazione dei redditi operativi, e il valore di mercato dei debiti finanziari.

determinazione non è possibile, il metodo reddituale è utilizzabile esclusivamente nella forma “pura”, procedendo ad attualizzare un reddito medio e costante nel tempo che assume il nome di reddito medio prospettico. Nel caso di un approccio *levered* (o *equity approach*), dove i redditi da attualizzare sono netti, le formule di calcolo del valore economico del capitale aziendale sono le seguenti:

Metodo reddituale complesso:

$$W = R_1(1+i)^{-1} + R_2(1+i)^{-2} + \dots + TV_n(1+i)^{-n}$$

Metodo reddituale puro:

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

dove:

W = valore economico del capitale d'azienda

R_i = è il reddito netto

i = è il tasso di remunerazione del capitale proprio

TV_n = è il valore finale (*terminal value*), generalmente determinato mediante l'attualizzazione, con la formula della rendita perpetua, dell'ultimo flusso di reddito stimabile in maniera puntuale ad un tasso di crescita g: $TV_n = \frac{R_n(1+g)}{(i-g)}$

Rmp = reddito medio prospettico (prospettico perché idoneo a riflettere le condizioni di redditività attesa dell'azienda. Medio perché è un livello di reddito che l'impresa è stabilmente in grado di produrre).

I redditi in questione devono essere normalizzati, ossia depurati dalle componenti straordinarie non ripetibili e comunque estranee alla gestione, e - in ogni caso - determinati sulla base di soluzioni razionali e comunemente accettate dal punto di vista tecnico.

Ciò comporta, ad esempio, che debba essere eliminata ogni componente negativa la cui imputazione sia dettata esclusivamente dall'esigenza di ridurre il reddito imponibile ai fini dell'imposizione diretta, ovvero dall'intento di attuare determinate politiche di bilancio, facendo riferimento a condizioni normali di svolgimento della gestione. Il risultato contabile per assumere la configurazione di risultato economico, deve essere dunque rettificato con una serie di interventi riconducibili ai seguenti processi:

- a) processo di normalizzazione;
- b) processo di integrazione, per esprimere nel risultato la dinamica di valori non espressi contabilmente⁵.

Metodi finanziari

In base ai metodi finanziari, il valore dell'azienda è pari al valore attuale dei flussi di cassa che essa sarà in grado di generare in futuro. Essendo anche il metodo finanziario, così come quello reddituale, una metodologia di stima del capitale economico d'azienda basata sui flussi, vale la stessa precisazione fatta precedentemente in ordine alla possibilità di riuscire a stimare in maniera attendibile i flussi futuri, questa volta finanziari, generati dall'azienda. In caso sia ragionevolmente possibile stimare i flussi di cassa attesi, è consentito stimare W con il "metodo finanziario complesso" in caso contrario non si può che ricorrere al "metodo finanziario puro". Così, osservando l'approccio *levered* (o *equity side*), dove i flussi di cassa da attualizzare sono quelli netti disponibili per l'investitore, le formule di calcolo del valore economico del capitale aziendale sono le seguenti:

Metodo finanziario complesso:

$$W = Ca|Ba_0 + FCND_1(1+i)^{-1} + FCND_2(1+i)^{-2} + \dots + TV_n(1+i)^{-n}$$

Metodo finanziario puro:

$$W = Ca|Ba_0 + \frac{FCNDmp}{i}$$

⁵ Esempio tipico è il compenso direzionale nelle piccole aziende, dove l'amministratore è anche l'unico socio.

dove:

W = valore economico del capitale d'azienda

$Ca|Ba_0$ = è il valore delle disponibilità liquide alla data di riferimento della valutazione

$FCND_i$ = è il flusso di cassa netto disponibile, altresì chiamato *free cash flow* o *flusso di cassa levered*

i = è il tasso di remunerazione del capitale proprio

TV_n = è il valore finale (*terminal value*), generalmente determinato mediante l'attualizzazione, con la formula della rendita perpetua, dell'ultimo *free cash flow* stimabile in maniera puntuale ad un tasso di crescita g: $TV_n = \frac{FCND_n(1+g)}{(i-g)}$

$FCND_{mp}$ = flusso di cassa medio prospettico (*mutatis mutandis* valgono le stesse considerazioni fatte circa il Rmp).

Tra i limiti della metodologia finanziaria – che per la dottrina anglosassone è il metodo principe di valutazione –, oltre a quelli comuni agli altri metodi basati sui flussi, vale a dire i problemi legati alla determinazione dei parametri del costo del capitale (quindi del tasso di attualizzazione) nel caso di società non quotate, l'elevata soggettività dovuta alle ipotesi necessarie per la stima puntuale dei flussi relativi al periodo esplicito di previsione, nonché la limitata attendibilità del procedimento di previsione dei flussi oltre un certo numero di anni, sono particolarmente rilevanti l'elevata volatilità che caratterizza i flussi di cassa, nonché l'attendibilità dei piani industriali, giacché la componente degli investimenti impatta in maniera assai significativa sulla determinazione dei flussi di cassa.

Perciò i metodi finanziari possano essere correttamente applicati principalmente ad aziende con flussi di cassa normalmente positivi, non eccessivamente volatili nel tempo e stimabili con sufficiente attendibilità; nonché ad aziende con un attendibile piano di investimenti. Quanto più l'azienda oggetto di valutazione si discosta da tali requisiti, tanto più questi metodi di valutazione si rivelano di difficile applicazione.

Metodo misto patrimoniale e reddituale con stima autonoma del goodwill (o metodo misto anglosassone)

Tale metodo prevede, in concreto, la determinazione del valore del patrimonio netto della società mediante la verifica della consistenza delle attività investite in azienda, al netto delle corrispondenti passività, a cui si aggiunge l'avviamento, che rettificcherà in aumento (goodwill) o in diminuzione (badwill) il predetto valore patrimoniale.

L'avviamento rappresenta, in sostanza, la capacità che viene riconosciuta all'azienda di generare redditi futuri in grado di remunerare il capitale investito in misura maggiore (o minore) rispetto al rendimento congruo. La formula utilizzata per la valutazione è la seguente:

$$W = K' + \frac{(R_{mp} - K'i) a_{\overline{n}|i}}$$

dove:

W = è il valore economico dell'azienda

K' = valore del patrimonio netto rettificato

R_{mp} = è il reddito medio prospettico

a_̄ = è il simbolo matematico che indica il valore attuale di una rendita con durata definita

i = è il tasso di remunerazione del capitale proprio

n = è il numero di anni di prevedibile durata dell'avviamento

La scelta dell'orizzonte temporale "n" dipende da vari fattori. Rappresenta il numero di anni futuri durante i quali si ritiene che l'azienda riesca a riprodurre livelli reddituali almeno pari al reddito adottato nella valutazione, tali da garantire una redditività superiore a quella congrua.

Nel caso in cui il sovrareddito, altresì detto profitto (inteso quale l'eccedenza di ricchezza generata dall'azienda oltre la congrua remunerazione dei fattori produttivi, compreso il capitale proprio), sia legato a condizioni di soggettività, la prassi e la dottrina indicano l'orizzonte temporale di durata del profitto compreso tra i 3 e i 5 anni. Nel caso invece il sovrareddito dipenda da fattori oggettivi, l'orizzonte temporale può anche arrivare a 8-10 anni.

Metodi empirici

I metodi empirici di stima delle aziende, specie di medie o piccole dimensioni, sono tenuti in forte considerazione da coloro che operano nello specifico ramo di attività dell'azienda sottoposta a valutazione. Tali metodi sono spesso estremamente semplici e derivano direttamente dal mercato, esprimendo di conseguenza, un'indicazione abbastanza precisa della domanda e dell'offerta di aziende in un determinato settore. Spesso i predetti metodi si presentano sotto forma di multipli di alcune variabili, fra cui ad esempio il fatturato, piuttosto che il profitto, ovvero elementi tipici esclusivamente del settore di riferimento⁶, quali il numero di automobili disponibili nelle società di noleggio, il numero di contratti sottoscritti nelle società di vigilanza, il numero di utenti nelle società delle utilities, ecc.

Il metodo dei multipli di mercato si basa dunque sull'assunto generale che i prezzi di mercato rappresentano la migliore approssimazione del valore dell'impresa. Nel caso di valutazione di una società non quotata, possono essere applicati i parametri estrapolati dall'analisi di società quotate (o comunque largamente negoziate) operanti nel medesimo settore o in settori affini ed aventi analoghe caratteristiche, con rendimenti simili a quelli attesi, e parità di rischio.

Si può fare riferimento sia alle quotazioni del mercato borsistico ufficiale, sia a prezzi risultanti da recenti transazioni di M.&A. In tale secondo caso, affinché il prezzo preso a riferimento sia idoneo, occorrerà depurarlo da eventuali premi di maggioranza o sconti di minoranza.

In sintesi, vengono messi in relazione i prezzi delle imprese comparabili esaminate, con alcune loro specifiche grandezze economico-finanziarie-patrimoniali (utili, cash flow, ricavi, patrimonio netto, ecc.), ovvero con alcune grandezze operative (nr clienti, ecc.). I multipli così ottenuti vengono poi applicati alle medesime grandezze dell'impresa oggetto di valutazione.

In genere, per il calcolo del multiplo da adottare si fa riferimento non ad una singola impresa comparabile, ma ad un campione di imprese comparabili; inoltre, nel calcolo dei

⁶ I cosiddetti KPI (Key Performance Indicators, in italiano indicatori chiave di prestazioni).

valori medi del campione è possibile attribuire un peso diverso a ciascuna impresa a seconda della maggiore o minore significatività all'interno del campione stesso.

Le caratteristiche fondamentali per definire una azienda, o un campione di aziende, comparabili, possono essere riassunte in:

- appartenenza allo stesso settore
- dimensione analoga
- struttura del capitale e rischio finanziario simile
- stadio di vita affine

La formula di valutazione è la seguente:

$$W_t = m \times E_t$$

dove:

W_t = è il valore economico dell'azienda target

m = è il moltiplicatore semplice del campione di riferimento

E_t = è il valore dell'indicatore di performance contabile scelto, relativo all'azienda target

Se l'indicatore relativo all'impresa target è desunto dall'ultimo bilancio storico, il multiplo è definito *trailing* mentre se tale quantità è rappresentata da un valore atteso, allora il multiplo è definito *leading*.

Nel caso si usino moltiplicatori semplici, si tratta dell'*equity approach*, dove i multipli sono ottenuti dal rapporto tra prezzo dell'azione e una quantità espressiva della performance contabile dell'impresa. Generalmente i multipli più utilizzati in questo approccio sono i seguenti:

- P/E: price/earnings (pregi e difetti: facile da reperire e facilmente applicabile, ma può essere influenzato da politiche di bilancio);

Commento [18]: Anche con riferimento alla metodologia dei multipli, non sono stati riportati i metodi basati sull'*entity approach to valuation*. Questi presuppongono l'utilizzo dei multipli che conducono alla stima dell'*Enterprise Value* (valore di mercato del capitale operativo) e pertanto alla determinazione del valore del capitale economico come differenza tra l'*Enterprise Value* e il valore di mercato dei debiti finanziari. I multipli complessi maggiormente utilizzati sono: EV/EBIT, EV/EBITDA, EV/SALES.

Formula generale:

$$W_t = \left(\frac{EV}{k} \right)_s \times k_t - D_t$$

- P/CF: price/cash flow (pregi e difetti: non presenta gli inconvenienti connessi alla determinazione del reddito ma, essendo i CF per natura più volatili, quelli scelti potrebbero non essere rappresentativi dell'andamento medio dell'azienda);
- P/S: price/sales (pregi e difetti: poco manipolabile e disponibile anche per le aziende in crisi ma non recepisce l'efficienza aziendale);
- P/BV: price/book value (pregi e difetti: è un buon indice di sopra o sottovalutazione e può servire a valutare aziende con utili negativi ma è influenzato dalle politiche di bilancio e non è particolarmente significativo per le aziende di servizi o *labour intensive*).

4. **La scelta della metodologia valutativa: il Metodo Reddituale Complesso**

Il valore del capitale economico, sarà determinato utilizzando il metodo Reddituale Complesso, che esprime il valore dell'azienda in funzione della sua capacità reddituale futura.

Date le caratteristiche dell'azienda e la base informativa disponibile, come descritto nel capitolo 2, lo scrivente non ritiene opportuno utilizzare ai fini della valutazione del capitale economico della *Beta S.p.A.* i metodi basati su grandezze stock (metodo patrimoniale semplice e complesso) e tantomeno i metodi misti (metodo misto anglosassone) perché, data l'altissima redditività di questa impresa (ROE = 35% circa) e la sua natura *labour intensive*, si determinerebbe con l'utilizzo di tali metodologie un valore del capitale economico non rappresentativo della potenza reddituale di tale impresa.

Lo scrivente ha ritenuto che il metodo maggiormente significativo, il più adatto allo scopo del presente lavoro, è il metodo reddituale complesso, per via dell'alto grado di affidabilità del piano industriale esaminato, redatto da un management competente, che ha raggiunto nel recente passato tutti i target di bilancio del piano industriale relativo all'ultimo quinquennio, e che consente una previsione esplicita dei flussi di reddito netto futuri. Stante l'alto tasso di crescita di questa azienda, non sarebbe stato opportuno applicare un metodo

Commento [19]: Suggerimenti: In questa sezione si esprimono le motivazioni che hanno condotto il perito a scegliere una metodologia valutativa invece di un'altra. Occorre procedere ragionando per esclusione, spiegando le ragioni per cui risulta poco coerente con i principi generali di valutazione utilizzare i vari metodi. Si fa presente che, una volta accantonati i metodi ritenuti poco idonei nello specifico frangente, se risulta apprezzabile più di un metodo, molti procedono a determinare il valore del capitale economico applicando la media (anche ponderata) dei risultati ottenuti con le diverse metodologie. Altri ancora, con l'applicazione di più metodologie, non individuano un valore puntuale, bensì un intervallo con un valore minimo ed uno massimo.

reddituale basato sui redditi storici, in quanto una media degli stessi non avrebbe posto adeguatamente l'attenzione sull'elevato tasso di crescita degli utili futuri, risultato dell'espansione in nuovi mercati dell'apertura di nuovi punti vendita. Dai redditi storici sarebbe stato possibile stimare i redditi futuri tramite la tecnica dell'estrapolazione statistica, si ritiene tuttavia più affidabile la previsione esplicita del *business plan*. Lo scrivente non ritiene poi opportuno utilizzare il metodo finanziario perché, nonostante siano chiari i progetti di investimento e quindi i flussi di cassa in uscita relativi alla gestione degli investimenti, non si può affermare lo stesso circa le evoluzioni future del capitale circolante netto operativo, dunque si ritiene più coerente con i criteri generali di valutazione esposti nel capitolo precedente l'utilizzo di un metodo reddituale.

5. Individuazione dei parametri da applicare alla metodologia valutativa prescelta e determinazione del valore del capitale economico

Determinata la metodologia valutativa prescelta, occorre ora passare alla fase applicativa, individuando i parametri concreti da inserire nella formula già enunciata

$$W = R_1(1+i)^{-1} + R_2(1+i)^{-2} + \dots + TV_n(1+i)^{-n}$$

al fine di giungere alla determinazione del valore aziendale.

I Redditi Netti

Essendo i Redditi Netti del *business plan* già normalizzati, salvo una irrilevante iscrizione di poste straordinarie che trova giustificazione nella prudenza del *management* e che pertanto il sottoscritto non ritiene opportuno rettificare, i flussi di reddito netto da utilizzare nella valutazione sono i seguenti:

| Anno | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
|------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Reddito Netto in €/000 | 30.368 | 37.219 | 38.461 | 42.731 | 47.782 |

Occorre precisare, al fine di applicare un tasso di sconto che sia coerente con tali flussi, che tali redditi sono nominali (perché i flussi riportati nei *business plan* generalmente già comprendono l'effetto inflattivo).

Il saggio di crescita degli utili a regime è stato indicato dal management pari al 3% per il periodo successivo alla previsione esplicita del piano industriale. Tale tasso di crescita risulta coerente con le prospettive del settore di appartenenza e ragionevolmente prudente.

Il Costo del Capitale Proprio

Il costo del capitale proprio, che in termini matematico-finanziari è un tasso di sconto, è definibile, in prima approssimazione, come il saggio di rendimento richiesto dagli investitori, reali o potenziali, con riferimento all'azienda da valutare.

Si tratta, in altri termini, di un tasso «minimo» di rendimento che rende gli azionisti indifferenti tra l'investimento nel capitale dell'azienda ovvero in un'attività alternativa. Esso è, dunque, per definizione, un tasso opportunità specificamente riferito a una determinata azienda.

La dottrina aziendalistica è solita scindere il tasso di sconto in una serie di componenti che idealmente vanno a costituirlo. Più in particolare, in accordo con la definizione proposta, si è soliti distinguere:

1) un premio, garantito dal mercato dei capitali, che spetta a chi, rinunciando a un consumo immediato, presta la sua ricchezza (cd. *price of time*, tasso privo di rischio o *free risk rate*);

2) un ulteriore interesse che, incrementando il valore precedente, compensi il rischio che si corre investendo in una specifica azienda (cd. *risk premium*);

3) correttivi di vario genere relativi a premi e sconti di maggioranza, sconti per l'illiquidità, nonché talvolta un tasso di salario che compensi l'opera complessa dell'imprenditore come creatore e conduttore dell'impresa.

Le stime svolte per la scelta del tasso di interesse sono state effettuate razionalmente e coerentemente rispetto al processo valutativo. La discrezionalità è stata ridotta al minimo, come dimostrato dalla verificabilità di ogni componente dell'analisi.

Nella determinazione del tasso di attualizzazione sono stati osservati i principi della sostituibilità dell'investimento, per cui il tasso deve essere confrontabile e in linea con il rendimento di investimenti alternativi aventi il medesimo tasso di rischio, ed il principio della coerenza dei tassi con i flussi.

Nel rispetto di questi principi, come sarà più avanti precisato, il tasso non è stato determinato attraverso il costo medio ponderato del capitale, il WACC (*Weighted Average Cost of Capital*):

$$WACC = K_e \frac{E}{(D + E)} + K_d(1 - t) \frac{D}{(D + E)}$$

dove:

K_e = è il costo del capitale proprio

E = patrimonio netto (Equity)

D = indebitamento (Debt)

K_d = costo dell'indebitamento

t = aliquota fiscale sulle imposte sui redditi

Ciò in quanto, ai fini della valutazione, non sono stati utilizzati flussi *unlevered*.

È stato invece utilizzato il tasso di interesse (o di sconto) riferibile al costo del capitale proprio (K_e), secondo il modello teorico C.A.P.M. (*Capital Asset Pricing Model*). Questo modello statistico esprime il rendimento atteso di una attività finanziaria rischiosa, sulla base di una relazione lineare:

$$K_e = R_f + [E(R_m) - R_f] \cdot \beta$$

dove:

R_f = tasso privo di rischio

$[E(R_m) - R_f]$ = ERP (*Equity risk premium*)

β = coefficiente beta

In particolare, con riferimento alla stima dei parametri macroeconomici, e conseguentemente del R_f e dell'*Equity Risk Premium*, si è espresso l'Organismo Italiano di Valutazione, che ha suggerito due approcci per il calcolo del costo dei mezzi propri (K_e), che possiamo definire (i) "conditional" e (ii) "unconditional".

Nello specifico, con l'approccio "conditional" nel calcolo del costo dei mezzi propri il rischio paese è implicito nel premio per il rischio di mercato ("Equity Risk Premium") e pertanto si fa riferimento per il *risk free rate* a un vero e proprio rendimento privo di rischio (ad esempio, il tasso *Interest Rate Swap* - IRS).

Con l'approccio "unconditional", invece, nel calcolo del costo dei mezzi propri il rischio paese è implicito nel tasso *risk free rate*. In questo caso si usa l'*Equity Risk Premium* relativo ad un mercato maturo, che non tiene conto del rischio paese in cui opera l'azienda.

Ai fini della presente valutazione è stato adottato un approccio *unconditional*, stimando il *risk free rate* sulla base del rendimento dei titoli di Stato alla data di valutazione.

Il tasso privo di rischio, R_f , è stato quantificato, con riferimento al rendimento netto dei buoni del Tesoro Poliennali con durata residua di 10 anni, pari all'1,65% (cfr. risultati asta BTP a 10 anni del 30.12.2014), al netto dunque dell'imposizione fiscale oggi vigente pari al 12,5%.

Come già accennato essendo i flussi utilizzati nominali, non si deve procedere a rendere tale tasso reale, applicando la formula di Fisher $i_r = \frac{i_n - \pi}{1 + \pi}$.

Il premio per il rischio di mercato (*Equity Risk Premium*), che rapporta la media dei rendimenti di lungo periodo di un paniere di titoli azionari confrontabili al netto della media dei rendimenti privi di rischio, con questo tipo di approccio, è indicato con il premio per il rischio per investire in un mercato maturo. Il dato di riferimento utilizzato è quello riportato nel celeberrimo database del Prof. Damodarn (cfr. ERP estratto dal database di Damodaran) aggiornato al 01.01.2015, pari al 5,75%; tale *Equity Risk Premium* rispecchia il valore mediamente utilizzato dalle *best practices* valutative.

Il coefficiente β , infine, misura la rischiosità specifica della singola azienda, in relazione a come i rendimenti aziendali variano in media al variare dei rendimenti del

Commento [10]: Invece di utilizzare un valore puntuale relativo ad una specifica data, prossima a quella di valutazione, si può utilizzare una media dei rendimenti degli ultimi mesi, specialmente nei casi in cui la data di valutazione coincide con un momento di accelerazione al rialzo o al ribasso dei tassi di interesse sul mercato dei capitali, affinché si neutralizzino sopra o sottovalutazioni contingenti che non sarebbero coerenti con il principio generale di stabilità.

mercato. Il coefficiente β misura il rischio dell'investimento specifico in relazione al rischio generale dell'economia e dei mercati finanziari, il quale è esogeno (non diversificabile). Il fattore β dipende essenzialmente dal settore in cui l'azienda opera (più è soggetto a cicli congiunturali, più è alto il rischio), dal grado di leva operativa (maggiore è l'incidenza dei costi fissi, più è alto il rischio) e dal grado di leva finanziaria (maggiore è il grado di indebitamento, più è alto il rischio).

Inteso statisticamente, il β è uguale alla covarianza tra i rendimenti attesi del titolo e quelli del mercato, divisa per la varianza del rendimento atteso del mercato:

$$\beta = \frac{\text{COV}(R_i R_m)}{\text{VAR}(R_m)}$$

dove:

β = il beta dell'azienda

R_i = il rendimento atteso dell'azione

R_m = il rendimento atteso del portafoglio di mercato

Il coefficiente β può essere agevolmente calcolato per le imprese quotate in borsa.

Nel caso di aziende non collocate sui mercati finanziari, si fa riferimento a società quotate comparabili per settore di attività e si procede alla determinazione del fattore β *unlevered*, cioè il fattore β depurato dalla struttura finanziaria e che tiene conto solo delle caratteristiche del settore e della leva operativa. Successivamente si considera l'effetto leva, generato dall'indebitamento esistente, in modo da pervenire al β *levered* tramite la formula di Hamada che segue

$$\beta \text{ levered} = \beta \text{ unlevered} * [1 + [(1-T)*D/E]]$$

dove:

D = Debiti

E = Equity

T = aliquota fiscale

Per la rilevazione di tale dato, la banca dati che è stata utilizzata è quella del Professor Damodaran, aggiornata al mese di gennaio 2015. E' stato pertanto utilizzato come settore di riferimento la media del beta *unlevered* del settore europeo "Apparel" pari a 0,91 (tabella beta di settore per l'Europa dal database di Damodaran).

Poiché la *Beta S.p.A.* ha una posizione finanziaria netta positiva (liquidità e crediti finanziari sono maggiori dei debiti finanziari per € 7.200.000), il beta *levered* coincide con quello *unlevered*.

Il Ke cui si perviene è pertanto pari al 6,88% ($1,65\% + 5,75\% * 0,91$).

Tale costo del capitale deve essere integrato con un correttivo, che rispecchi l'illiquidità dell'investimento in un'azienda non quotata. Si ritiene a tal fine congruo, nel caso in esame, aggiungere un premio di illiquidità costante che comporta una maggiorazione del tasso di sconto dell'ordine del 3%, come da prassi valutativa che presume un aumento del costo del capitale compreso tra il 3-3,5%⁷.

Il costo del capitale (Ke) cui si perviene è pertanto pari al 9,88% ($1,65\% + 5,75\% * 0,91 + 3\%$).

Applicando i parametri indicati alla metodologia prescelta, si perviene alla seguente stima del valore economico della *Beta S.p.A.* (importi in €/000):

$$W = 30.368 \times (1,0988)^{-1} + 37.219 \times (1,0988)^{-2} + 38.461 \times (1,0988)^{-3} + 42.731 \times (1,0988)^{-4} + 47.782 \times (1,0988)^{-5} + \frac{47.782 \times (1+0,03)}{(0,988-0,03)} \times (1,0988)^{-5} = \mathbf{593.196}$$

6. Conclusioni

Alla luce del lavoro svolto utilizzando la metodologia esplicita, sulla base dei valori, dei parametri, dell'attendibilità della documentazione esaminata e tenuto conto delle ipotesi e limitazioni evidenziate, lo scrivente ritiene che il valore del capitale economico della *Beta S.p.A.*, coincidente con il valore della totalità delle azioni, ammonta ad **€/000 593.196**.

Precisa, come indicato in premessa, che la valutazione è riferita alla data del 31.12.2014 in relazione alle informazioni amministrativo – contabili disponibili, peraltro

⁷ A. DAMODARAN, *Valutazione delle aziende*, Maggioli Editore, 2010 cap. 14.

non risultando che siano intervenuti, successivamente a tale data, fatti suscettibili di modificare le risultanze valutative all'attualità.