

COME VALUTARE LE AZIENDE

LOGICHE, METODOLOGIE E CASI
DI MISURAZIONE DEL VALORE

di Renzo Rosin

IMPORTANTE

N.B.: Nelle versioni elettroniche del volume tutti i rimandi (per es. da Sommario a Paragrafi) sono attivabili (link)

EDIZIONI
FAG
MILANO

Ai miei genitori e a Silvia

Indice sistematico

Presentazione	15
Capitolo 1- Introduzione alle valutazioni d'azienda	
1.1 Perchè questo libro.....	17
1.2 Le valutazioni d'azienda come tema fra i più complessi della finanza d'impresa	20
1.3 Oggetto e requisiti delle valutazioni d'azienda.....	20
1.4 Le basi teoriche e i riferimenti pratici	21
1.5 Natura e prospettiva delle valutazioni d'azienda	22
1.6 Nozioni di valore	23
1.7 Dinamismo del valore.....	25
1.8 Campo di applicazione delle valutazioni d'azienda.....	25
1.9 I metodi di valutazione presentati	28
1.10 La struttura del libro	30
1.11 Alcuni tra i temi più delicati del procedimento di valutazione.	34
1.11.1 Le previsioni delle vendite.....	35
1.11.2 Necessità di una prospettiva strategica plausibile in cui collocare i risultati attesi	35
1.11.3 La saturazione della domanda e l'accentuarsi della competizione nel corso del tempo.....	36
1.11.4 L'estrapolazione delle vendite.....	37
1.11.5 Gli investimenti necessari a sostenere la crescita.....	39
1.11.6 Le previsioni dei costi operativi.....	40
1.11.7 Il paradigma valutativo tradizionale	40
1.11.8 L'orizzonte temporale delle proiezioni esplicite.....	41
1.11.9 La mancata correlazione tra il periodo delle previsioni	

esplicite e il valore terminale	43
1.11.10 L'evoluzione dei margini operativi lungo l'orizzonte temporale delle proiezioni esplicite	43
1.11.11 La configurazione dei flussi di cassa	44
1.11.12 Il tasso di crescita perpetuo (g).....	44
1.11.13 Il trattamento dell'incertezza.....	45
1.11.14 Il tasso di attualizzazione e capitalizzazione	46
1.11.15 Principi ed algoritmi valutativi: i multipli esprimono davvero il valore del capitale d'impresa?	47
Capitolo 2 - Analisi storica dei bilanci	
2.1 Introduzione e sintesi del capitolo.....	49
2.2 Analisi e riclassificazione dei bilanci	51
2.3 Le aree della gestione aziendale	52
2.4 Gli aggregati del conto economico	53
2.5 Gli aggregati dello stato patrimoniale.....	58
2.6 Il rendiconto finanziario.....	60
2.7 L'analisi per quozienti	62
2.7.1 Rappresentazione dell'assetto economico-finanziario dell'impresa: il primo livello della strategia dell'impresa..	64
2.7.2 Rappresentazione dell'assetto economico-finanziario dell'impresa: il secondo livello della strategia dell'impresa..	65
2.7.3 Le interrelazioni tra i diversi profili dell'assetto economico, finanziario e patrimoniale dell'impresa.....	66
2.7.4 Valutazione della liquidità.....	67
2.7.5 Valutazione della solidità	69
2.7.6 Valutazione della redditività.....	70
2.7.7 La dinamica della redditività operativa.....	79
2.7.8 Il denominatore degli indici di redditività.....	79
2.7.9 Valutazione della crescita	79
Capitolo 3 - Analisi della strategia	
3.1 Introduzione e sintesi del capitolo.....	81
3.2 Analisi strategica e procedimento valutativo	82
3.3 Contenuti e portata della strategia.....	83
3.4 L'analisi dell'ambiente generale	85
3.5 Settore, gruppo strategico e nicchia di mercato	89
3.6 Analisi dell'attrattività del settore: il modello delle cinque forze..	91
3.6.1 Intensità della concorrenza (numero delle imprese del settore o della nicchia di mercato).....	94
3.6.2 La minaccia di nuove entrate (barriere all'entrata).....	95
3.6.3 La minaccia dei prodotti sostitutivi.....	96

3.6.4	Il potere dei clienti.....	97
3.6.5	Il potere dei fornitori.....	97
3.7	Il ciclo di vita del settore.....	97
3.8	Posizionamento dell'impresa e catena del valore.....	100
3.9	Posizionamento dell'impresa e segmentazione del settore.....	102
3.10	Relazione "rischio - settore".....	106
3.10.1	I fattori di rischio correlati agli elementi del modello delle cinque forze.....	106
3.10.2	I fattori di rischio correlati agli elementi del modello del ciclo di vita dell'impresa.....	107
 Capitolo 4 - Creazione di valore e vantaggio competitivo		
4.1	Introduzione e sintesi del capitolo.....	109
4.2	Le basi del vantaggio competitivo.....	112
4.2.1	Vantaggio competitivo di costo.....	113
4.2.2	Vantaggio competitivo di differenziazione.....	114
4.2.3	Vantaggio competitivo di focalizzazione (o vantaggio competitivo di nicchia).....	115
4.2.4	Le politiche di breve periodo per il vantaggio competitivo.....	115
4.3	Il vantaggio competitivo e le sue determinanti strutturali.....	117
4.4	Il vantaggio competitivo e la sua "dipendenza dal sentiero".....	117
4.5	Il vantaggio competitivo e le risorse che lo determinano.....	118
4.6	Il vantaggio competitivo e le barriere che lo proteggono.....	119
4.7	Il ciclo del valore.....	119
4.8	Redditività media del settore e dell'impresa.....	120
4.8.1	Successo competitivo e successo reddituale.....	122
4.9	Crescita del settore e dell'impresa.....	125
4.9.1	Crescita e successo reddituale.....	126
4.10	Stabilità delle catene del valore.....	129
4.11	La durata economica residua degli investimenti base.....	130
4.12	Ciclo di vita dell'impresa.....	132
4.13	Le situazioni di crisi in via di risanamento.....	134
4.14	Durata (o sostenibilità) del vantaggio competitivo.....	135
4.15	Evoluzione del vantaggio competitivo (ROIC > WACC) nella formula M & M.....	136
4.16	Durata del vantaggio competitivo (CAP - Competitive Advantage Period) nelle imprese non quotate.....	139
4.17	Procedimento di stima della durata e della intensità del vantaggio competitivo per le imprese non quotate – Simulazione di una applicazione pratica.....	140

4.17.1	Tipo di vantaggio competitivo di cui dispone l'impresa ..	142
4.17.2	Durata economica residua degli investimenti di base ..	143
4.17.3	Stabilità della catena del valore del settore.....	144
4.17.4	Fase del ciclo di vita e crescita del settore	144
4.17.5	Redditività media del settore (ROIC di settore)	145
4.17.6	Livello del ROIC dell'impresa e sue determinanti	146
4.17.7	Fasi del ciclo di vita dell'impresa.....	147
4.17.8	Livello di adeguatezza degli investimenti necessari a sostenere la crescita dell'impresa.....	148
4.17.9	Durata di eventuali crisi transitorie	149
 Capitolo 5 - Tasso di attualizzazione e costo del capitale		
5.1	Introduzione e sintesi del capitolo.....	153
5.2	Tasso di attualizzazione e costo del capitale	156
5.3	Il rischio d'impresa.....	159
5.4	Il costo del capitale secondo il CAPM - Capital Assett Pricing Model.....	160
5.5	Gli acronimi in uso relativamente al costo del capitale	163
5.6	Il costo del capitale proprio (Kel)	164
5.6.1	Il rendimento degli investimenti finanziari privi di rischio (Rf).....	165
5.6.2	Il premio per il rischio generale del mercato (ERP = $R_m - R_f$)	167
5.6.3	Il coefficiente di rischio β eta	168
5.6.4	Il coefficiente di rischio β eta per le società non quotate.	171
5.6.5	β eta storici (raw β etas) e β eta prospettici (β etas adjusted).	174
5.6.6	L'ARP - Additional Risk Premium.....	176
5.7	Il costo del debito (Kd).....	178
5.8	Stima del costo medio ponderato del capitale (WACC) di un'impresa non quotata	181
5.8.1	Stima del costo medio ponderato del capitale: un'applicazione pratica	184
5.9	Il costo unlevered del capitale proprio (Keu)	186
5.9.1	Il rendimento contabile alla base della stima del capitale proprio (Keu).....	187
5.10	Sintesi del procedimento di stima del costo del capitale	188
5.11	Appendice - Il costo del capitale.....	189
5.11.1	Il Total β eta	189
5.11.2	Il β eta empirico	190
 Capitolo 6 - Le previsioni dei flussi di risultato		
6.1	Introduzione e sintesi capitolo	195

6.2	Un modo di procedere, in pratica, alle previsioni	198
6.3	L'orizzonte temporale delle previsioni esplicite	205
6.4	Il quadro di riferimento strategico della valutazione	206
6.5	L' inflazione attesa	208
6.6	Scenari di performance	209
6.7	Un'utile distinzione delle imprese.....	210
6.7.1	Imprese manifatturiere.....	211
6.7.2	Imprese di servizi.....	212
6.7.3	Imprese della conoscenza.....	212
6.8	L'andamento prospettico dei ricavi, dei margini di reddito operativo e dei flussi di cassa	216
6.9	La previsione delle vendite	217
6.9.1	I volumi delle vendite	218
6.9.2	Prezzi e modifiche nella composizione delle vendite....	218
6.9.3	La proiezione delle vendite	219
6.10	I costi operativi	220
6.10.1	Il leverage operativo	222
6.10.2	Le economie di scala.....	224
6.10.3	Le curve di apprendimento (gli effetti dell'esperienza)	226
6.10.4	Le efficienze di costo.....	227
6.10.5	Il costo degli acquisti	230
6.10.6	Il costo del lavoro	230
6.10.7	Gli oneri diversi di gestione	231
6.10.8	Gli ammortamenti.....	231
6.11	Accantonamenti e svalutazioni	232
6.12	Proventi ed oneri finanziari	232
6.13	Aliquote fiscali	233
6.14	Gli investimenti in capitale fisso e in capitale circolante	233
6.14.1	Le efficienze di investimento.....	234
6.14.2	Gli investimenti in capitale fisso	234
6.14.3	Gli investimenti in rimanenze di magazzino	235
6.14.4	Crediti verso i clienti e debiti verso i fornitori.....	236
6.15	La proiezione dei fondi	236
6.16	La previsione delle fonti di copertura	237
6.17	Appendice - Le previsioni dei flussi di risultato	237
6.17.1	Le variabili chiave dei modelli DCF ed EVA.....	237
6.17.2	I value driver (le leve) operativi del modello DCF ed EVA: applicazione pratica.....	239
6.17.3	La configurazione dei flussi di cassa	244
6.17.3.1	Impresa destinata a raggiungere la piena capacità produttiva.....	246

6.17.3.2	Impresa che ha già raggiunto la piena capacità produttiva.....	246
6.17.3.3	Start – up di una nuova impresa.....	247
6.17.3.4	Impresa concessionaria dalla durata limitata.....	247
6.17.3.5	Impresa appartenente ad un settore ciclico.....	248
6.17.4	La crescita finanziariamente sostenibile.....	248
Capitolo 7 - Il metodo reddituale		
7.1	Introduzione e sintesi del capitolo.....	253
7.2	Il metodo reddituale.....	255
7.3	Il metodo reddituale semplice (o sintetico).....	256
7.3.1	La normalizzazione del reddito.....	258
7.3.2	Applicazioni pratiche del metodo reddituale semplice.....	260
7.4	Il metodo reddituale complesso.....	264
7.4.1	L'utilizzo di redditi puntuali in alternativa ad un unico reddito medio-normale.....	264
7.4.2	L'orizzonte temporale delle previsioni esplicite.....	264
7.4.3	I flussi di reddito della proiezione analitica e la loro attualizzazione.....	265
7.4.4	Il valore terminale.....	266
7.4.5	La stima del valore dell'azienda.....	271
7.5	Quale metodologia reddituale e quale valore terminale.....	273
7.6	Schema del procedimento di valutazione nei metodi reddituali.....	275
Capitolo 8 - Il metodo finanziario		
8.1	Introduzione e sintesi del capitolo.....	277
8.2	La versione equity side (o Levered DCF).....	280
8.3	La versione assets side (o unlevered DCF).....	282
8.4	L'APV – Adjusted Present Value.....	285
8.5	Le diverse metodologie applicative.....	289
8.6	Il flusso di cassa medio-normale alla base della valutazione.....	289
8.7	Le valutazioni sintetiche.....	290
8.7.1	Le valutazioni sintetiche senza crescita.....	290
8.7.2	Le valutazioni sintetiche senza crescita nella prospettiva equity side.....	291
8.7.3	Le valutazioni sintetiche senza crescita nella prospettiva assets side.....	292
8.7.4	Le valutazioni sintetiche senza crescita nella prospettiva APV.....	293
8.8	Le valutazioni sintetiche con crescita.....	295
8.9	Le valutazioni sintetiche con crescita da reinvestimento dei	

profitti	300
8.9.1 La verifica che non sempre la crescita crea valore.....	301
8.10 Le valutazioni analitiche.....	303
8.11 Il periodo delle previsioni analitiche.....	304
8.12 Proiezione analitica ed attualizzazione dei flussi di cassa	306
8.13 Il valore terminale	308
8.13.1 Valore terminale e tasso di crescita (g)	313
8.14 La dimensione dei flussi di cassa alla base del valore terminale	314
8.15 La stima del valore dell'azienda	315
8.16 Valore terminale e metodo delle leve generatrici di valore.....	319
8.17 Schema del predimento di valutazione nei metodi finanziari analitici.....	323
 Capitolo 9 - Il metodo patrimoniale	
9.1 Introduzione e sintesi del capitolo.....	325
9.2 Le diverse versioni del metodo patrimoniale.....	327
9.3 Il patrimonio necessario ed il patrimonio accessorio.....	329
9.4 Lo stato patrimoniale alla data della valutazione.....	329
9.5 La valutazione del capitale circolante netto.....	330
9.5.1 Le disponibilità di cassa e banca.....	330
9.5.2 I crediti.....	330
9.5.3 Le rimanenze	331
9.5.4 I ratei ed i risconti attivi.....	333
9.5.5 I debiti.....	333
9.5.6 Il fondo TFR.....	333
9.5.7 I ratei ed i risconti passivi	334
9.6 Le immobilizzazioni materiali	334
9.6.1 I beni in leasing	335
9.7 Le immobilizzazioni immateriali: loro inventario e loro riespressione a valori correnti	336
9.7.1 L'avviamento	338
9.7.2 Metodi di valutazione dei beni immateriali.....	338
9.8 Il marchio	340
9.8.1 I costi necessari per la creazione di un marchio	341
9.8.2 La valutazione del marchio	341
9.8.3 Il metodo del costo di riproduzione	341
9.8.4 Il metodo del costo di sostituzione.....	343
9.8.5 Il metodo dei risultati differenziali	344
9.8.6 Il metodo della royalty.....	348
9.8.7 Metodo dell'attualizzazione delle perdite.....	350
9.9 La licenza e la sua valutazione	353

9.9.1	Il metodo della percentuale sul fatturato	355
9.9.2	Il metodo della superficie dei punti di vendita	356
9.9.3	Il metodo dei canoni di locazione	357
9.9.4	Metodo del valore medio della licenza	357
9.10	Valutazione di un “diritto di non concorrenza”	357
9.11	Le partecipazioni finanziarie.....	360
9.12	La fiscalità potenziale	364
9.12.1	Il beneficio fiscale e la compensabilità delle perdite	364
9.13	Le passività occulte	365
9.14	La determinazione del capitale netto rettificato	365
9.15	La verifica reddituale.....	365
9.16	Campo di applicazione dei metodi patrimoniali.....	367
9.17	Applicazione pratica: perizia di trasformazione.....	368

Capitolo 10 - Il metodo misto patrimoniale-reddituale

10.1	Introduzione e sintesi del capitolo.....	387
10.2	L'avviamento.....	387
10.3	Il metodo misto con valutazione autonoma dell'avviamento ...	389
10.4	Il metodo del valore medio	389
10.5	Il campo di applicazione dei metodi misti.....	390

Capitolo 11 - Il modello di valutazione EVA – Valore Economico Aggiunto

11.1	Introduzione e sintesi del capitolo.....	391
11.2	Un'ulteriore utile distinzione delle imprese.....	392
11.3	I parametri di riferimento per il calcolo dell'EVA.....	393
11.4	La relazione che lega la crescita dell'impresa alla creazione di valore.....	396
11.5	Il calcolo dell'EVA	396
11.5.1	La valutazione secondo l'approccio operativo.....	396
11.5.2	La valutazione secondo l'approccio finanziario.....	397
11.5.3	La valutazione le rettifiche contabili del NOPAT e del CIN.....	398
11.5.4	La valutazione delle rettifiche contabili del NOPAT e del CIN: un'applicazione pratica	400
11.6	La stima del valore dell'azienda	405
11.7	Il periodo delle previsioni esplicite (o analitiche)	405
11.8	Alcune applicazioni semplificate.....	407
11.9	Il campo applicativo dell'EVA.....	408

Capitolo 12 - I multipli (o moltiplicatori)

12.1	Introduzione e sintesi del capitolo.....	411
12.2	Le condizioni che stanno alla base della validità dei multipli ...	412
12.3	Scelta e calcolo dei multipli.....	413
12.4	Le diverse categorie di multipli	413
12.5	Il multiplo P / E (prezzo / utili)	413
12.6	Il multiplo EV / S (prezzo / vendite).....	415
12.7	Il multiplo P / BV (prezzo / patrimonio netto contabile)	416
12.8	Il procedimento di valutazione.....	416

Capitolo 13 - Applicazione pratica “Architettura Novara Srl”

13.1	Premessa all'applicazione pratica	417
	ARCHITETTURA NOVARA SRL.....	418
1.	Premessa	418
1.1	Natura dell'incarico.....	418
1.2	Natura dell'operazione e presupposti dell'incarico	418
1.3	Oggetto dell'incarico.....	419
1.4	Data di riferimento della valutazione	419
1.5	Documentazione di riferimento	419
2.	Quadro di riferimento	420
2.1	Andamento dei settori nazionali in cui opera la società	420
3.	La società.....	422
3.1	Dati anagrafici, struttura ed estremi	422
3.2	Profilo operativo di Architettura Novara srl.....	423
3.3	Andamento economico-finanziario e patrimoniale pregresso di Architettura Novara Srl.....	425
3.4	La situazione patrimoniale pregressa di Architettura Novara srl	432
3.5	Lo scenario futuro.....	433
4.	Il tipo ed il procedimento di valutazione.....	436
4.1	Criteri di valutazione	437
4.1.1	Criteri del costo	437
4.1.2	Criteri economico-finanziari	438
4.1.3	Criteri misti.....	439
4.1.4	Il modello EVA.....	439
4.2	La scelta dei criteri e dei metodi di valutazione.....	440
4.2.1	Principi di riferimento	441
4.3	La valutazione delle imprese sulla base dei flussi di risultato attesi	441
4.4	Il metodo prescelto: DCF – Discounted Cash Flows (flussi di cassa operativi netti).....	442

4.5 I metodi di controllo prescelti	443
4.6 La valutazione delle imprese da parte del mercato	443
4.7 L'orizzonte temporale della valutazione	443
4.8 La prospettiva della valutazione.....	445
4.9 Il procedimento di valutazione.....	445
4.9.1 I ricavi di vendita ed i costi ed oneri della gestione	445
4.9.2 La struttura del capitale.....	447
4.9.3 Il costo del capitale	448
4.10 Il risultato della valutazione nello scenario con crescita al 5%	449
4.11 Il risultato della valutazione nello scenario con crescita al 3%	456
4.12 I diversi scenari delineati, le speranze matematiche ed i valori assegnati.....	464
Indice delle applicazioni pratiche	465
Indice dei concetti chiave	471
Indice delle figure	473
Indice delle tabelle.....	477