

LA VALUTAZIONE D'AZIENDA CON

EVA-METHOD

in ipotesi di risanamento di impresa in crisi

Tutto prende spunto dalla nota relazione dell'EVA METHOD:

$$(1) \quad W = A^1 + \sum_{t=1}^n \left[\frac{RO_t - i A^1}{(1+i)^t} \right]$$

con:

A^1 = attivo operativo al netto dei debiti finanziari. In pratica si tratta del Capitale investito CI, meno le passività verso le banche ed i finanziatori; potremmo dire un Capitale Investito Rettificato CIR. Ipotizziamo che questo sia per esempio, pari a 1.000.

Σ = trattasi dell'avviamento determinato mediante l'attualizzazione del soprareddito costituito dalla differenza fra il reddito operativo atteso nei singoli anni dall'anno 1 all'anno n. Qualora l'EVA METHOD debba essere applicato per valutare un'impresa in crisi, oggetto di uno studio di risanamento per una successiva rivendita, in genere gli anni da prendere in considerazione sono da un minimo di 3 ad un massimo di 5. Entro tale termine si presuppone, difatti che la crisi debba essere superata e l'azienda possa essere vendibile e reimmessa nel mercato.

RO = trattasi del Reddito Operativo atteso al tempo "t", al netto delle spese extragestione. Ipotizziamo che nel tempo questo sia per esempio 12 per il primo anno, 35 per il secondo anno, 53 per il terzo anno, 78 per il quarto anno e 95 per il quinto anno.

iA^1 = trattasi del reddito medio atteso per l'azienda oggetto di valutazione in ipotesi di operatività con criteri di oggettività. Esso è dato dal prodotto del capitale investito rettificato CIR, sopra meglio definito ed il tasso di redditività attesa, "i" che, nel sistema di valutazione EVA METHOD, è costituito dal WACC.

i = WACC detto anche costo medio ponderato del capitale. Generalmente esso è dato dalla somma di 2 tassi i_1 ed i_2 .

$$(2) \quad i = \text{WACC} = [(i_1 \times k_1) + (i_2 \times k_2)]$$

con:

i_1 = tasso di remunerazione del Capitale Proprio. Esso è dato in genere da due componenti di tasso i_a ed i_b , ma quando l'azienda non è quotata o è in crisi, occorre considerare anche una terza componente di tasso i_c . Vediamoli uno per uno:

i_a = tasso di rendimento medio dei BPT. Il valore può essere preso dal quotidiano "il sole 24h"; solo a titolo esemplificativo diciamo che possa essere pari a 1,04%;

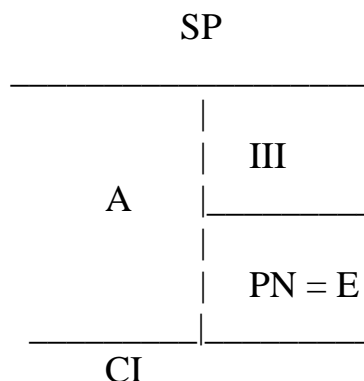
i_b = tasso di rendimento medio del settore β . Il tasso β è ritraibile dal sito "www.stern.nyu.edu/~adamodar", facendo bene attenzione a scegliere quello afferente al mercato europeo. La componente del β deve essere depurata dell'incidenza delle imposte [(33% + 4,25%) ovvero, per tenere conto dell'incidenza reale dell'IRAP che, in presenza di forti componenti di spesa sul totale del conto economico, pesa per il 16%-20%, può dirsi pari al (33% + 16%)]. Quindi, per esempio se β vale per es. il 4%, esso va preso per il suo 51% (100% - 49%), quindi il suo valore sarà pari a 2,04%;

i_c = tasso di rischio, altrimenti detto "specificity company risk", legato al tasso di remunerazione del rischio specifico di investire nell'impresa oggetto di valutazione, appunto non quotata od in crisi. Detta componente di tasso oscilla dal 1% al 3%.

Detto quanto sopra, " i_a " diventerà:

$$(3) \quad i_1 = (i_a + i_b + i_c)$$

k_1 = valore proporzionale dell'incidenza del Capitale Proprio rispetto al Capitale Investito Rettificato CIR posto



Con:

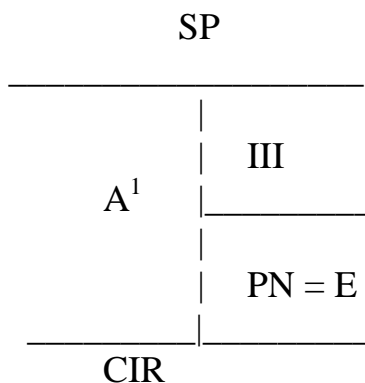
- A = Attivo al netto delle passività finanziarie; per esempio 1.000
- III = debiti verso terzi al netto di quelli finanziari; per esempio 700;
- PN = Patrimonio Netto, detto *Equity* "E"; per esempio 300.

$$(4) \quad k_1 = \frac{E}{III + E}$$

Nell'esempio k_1 sarebbe pari a 0,30.

$i_2 =$ costo del danaro. In pratica il tasso praticato dal mercato per l'acquisto del danaro. Detto tasso varia da realtà a realtà. Per esempio occorre valutare se l'indebitamento dell'azienda esaminanda sia a breve, allora il tasso potrebbe essere quello applicato sui fidi della zona in cui opera l'impresa (per il nord, circa il 5%, per il centro, circa il 9%, per il sud, circa il 12%), oppure sia a medio lungo termine, allora il tasso potrebbe essere quello applicato sulle sovvenzioni della zona in cui opera l'impresa (per il nord, circa il 3%, per il centro, circa il 7%, per il sud, circa il 9%). Ipotizziamo, per il nostro esempio che il tasso sia del 9%.

$k_2 =$ valore proporzionale dell'incidenza delle passività verso terzi rispetto al Capitale Investito Rettificato CIR sempre posto, come sopra,



Con:

- A^1 = Attivo al netto delle passività finanziarie;
- III = debiti verso terzi al netto di quelli finanziari;
- PN = Patrimonio Netto, detto *Equity* "E".
- CIR= Capitale Investito rettificato.

$$(5) \quad k_2 = \frac{\text{III}}{\text{III} + \text{E}}$$

Volendo proseguire l'esempio di prima, k_2 sarebbe pari a 0,70.

Possiamo quindi concludere la disamina del tasso di rendimento del costo medio ponderato del capitale proprio, trasformando la (2) con la relazione

$$(6) \quad i = \text{WACC} = \{(i_a + i_b + i_c) \times k_1\} + (i_2 \times k_2)$$

Ora, volendo proseguire e concludere le esemplificazioni prima ipotizzate, la i assumerebbe il valore di:

$$i = \{(1,04\% + 2,04\% + 3\%) \times 0,30\} + (9\% \times 0,70) =$$

$$i = 1,82\% + 6,30\% =$$

$$i = \text{WACC} = 8,124\%$$

Pervenuti quindi alla determinazione del tasso medio ponderato di remunerazione del Capitale Proprio, possiamo dire che l'Eva Method evidenzia, come valore dell'Azienda "W", quell'importo dato dalla somma del Capitale Investito Rettificato CIR, nella trattazione chiamato A^1 e che nell'esempio, abbiamo definito pari a 1.000, e dell'avviamento; determinato quest'ultimo, mediante attualizzazione dei sopraredditi costituiti, cadauno, dalla differenza fra il Reddito Operativo realizzato nei singoli anni (nell'esempio, più sopra abbiamo ipotizzato che il RO_t potesse assumere rispettivamente, in cinque anni, valori pari a 12, 35, 53, 78, 95) ed il reddito medio atteso per l'azienda se operasse secondo criteri di oggettività. Sempre nell'esempio qui detto, il menzionato reddito ponderato atteso potrebbe essere pari a $81,24 = (1.000 \times 8,124\%)$.

Volendo quindi applicare i valori fin qui esemplificati, la (1), assumerebbe il seguente tenore.

$$W = 1.000 + \left[\frac{(12 - 81,24)}{(1+0,08124)} + \frac{(35 - 81,24)}{(1+0,08124)^2} + \frac{(53 - 81,24)}{(1+0,08124)^3} + \frac{(78 - 81,24)}{(1+0,08124)^4} + \frac{(95 - 81,24)}{(1+0,08124)^5} \right]$$

$$W = 1.000 + \left(\frac{-69,24}{1,08124} + \frac{-46,24}{1,1691} + \frac{-28,24}{1,2641} + \frac{-3,24}{1,3667} + \frac{13,76}{1,4778} \right)$$

$$W = 1.000 + (-64,04 - 39,55 - 22,34 - 2,37 + 9,31)$$

$$W = 1.000 - 118,99$$

$$W = 881,01$$

In conclusione il valore W pari a 881,01 ci indica il valore ad oggi dell'impresa in crisi, oggetto di risanamento che, decorsi 5 anni dall'avvio della procedura di risanamento, si presume sia uscita dalla crisi generando attivo (si vede infatti che il soprareddito, il quinto anno, torna ad essere positivo).

Roma 06/04/06

Marco Pinci