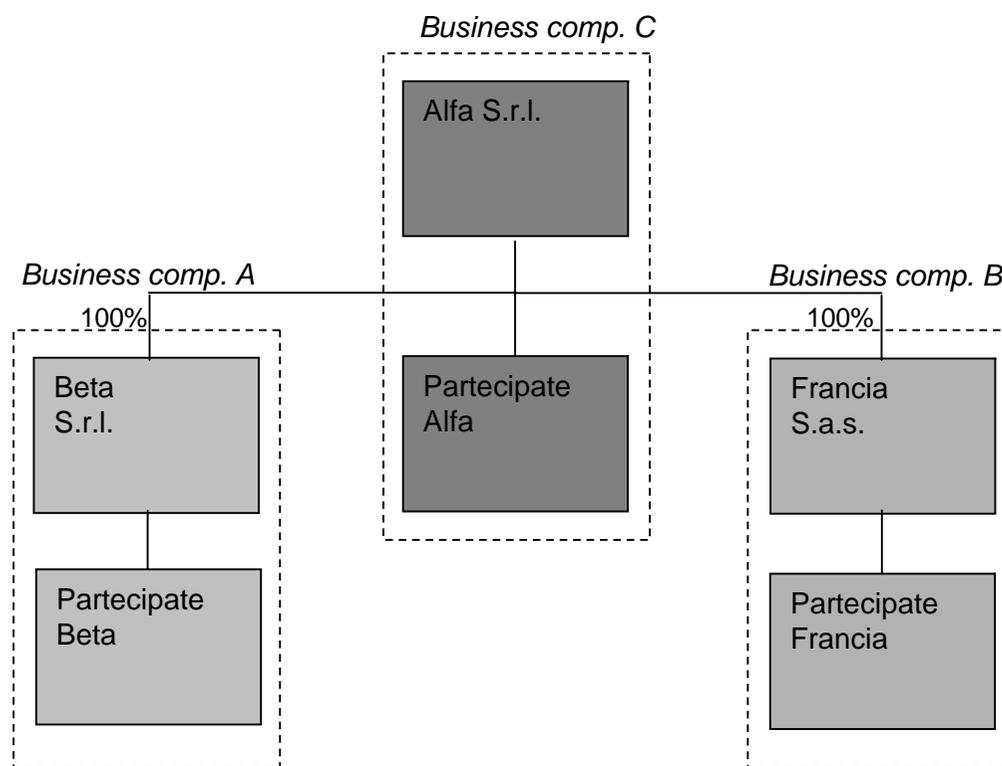


Un caso concreto di valutazione del capitale economico

- Gruppo Alfa (Alfa S.r.l. o Alfa)
- Sottogruppo di un Gruppo statunitense
- Settore "automotive"
- Fatturato Alfa 744 E./ml.
- Capitale sociale Alfa 31,5 E./ml.
- Alfa opera in *3 distinte aree di business*, con ciascun *business* presidiato da un definito aggregato di unità giuridiche

Un caso concreto di valutazione del capitale economico



Finalità della misurazione ed “espressione di valore” ricercata

- Aumento di capitale sociale a pagamento
 - “La Alfa S.r.l. ha avviato un progetto di ricapitalizzazione da attuarsi con un **aumento a pagamento del capitale sociale**. L’aumento è destinato ad essere sottoscritto da USA Ltd., società facente capo al **medesimo gruppo** al quale appartiene anche Alfa”.
- Determinazione del capitale economico
 - “Nel quadro dell’operazione descritta, il CdA di Alfa ha chiesto di determinare il **valore economico del capitale della società** al fine di essere assistito nella definizione del prezzo delle azioni da emettere per implementare il citato progetto di ricapitalizzazione”.

Approccio valutativo adottato

- Premessa: “la scelta dei criteri da applicare è **funzione delle caratteristiche dell’entità oggetto di stima**. I criteri scelti devono essere idonei a “catturare” gli elementi su cui si fonda il valore economico del capitale d’impresa (i *driver* del valore)”.
- “La struttura aggregata di Gruppo Alfa, ottenuta consolidando i 3 *business*, non è significativa. Il valore economico di un **gruppo multibusiness** è funzione dell’attitudine di *ciascun business*, autonomo complesso funzionante, di generare flussi di risultato”.
- “Per quanto esposto, è opportuno sviluppare una valutazione fondata sul **criterio della somma delle parti**, in cui ciascuna “*parte*” (il singolo *business*) rappresenta un autonomo complesso caratterizzato da distinti profili di rischio e di rendimento”.

La scelta dei metodi di stima

- Impiego congiunto di più criteri, ciascuno dotato di analoga capacità di espressione del valore ricercato: **metodo dei multipli**, **metodo reddituale** e **metodo misto UEC**.
- “Ciascun criterio privilegia una determinante del valore ricercato. Il risultato beneficia così delle **relazioni di complementarità** che intercorrono tra i differenti criteri valutativi:
 - **metodo dei multipli**: apprezza le condizioni di contesto che contribuiscono alla valorizzazione, in termini di *valori di mercato*, del complesso stimato; le *performance* di *business* sono tradotte in valori capitale sulla base di moltiplicatori di mercato;
 - **metodo reddituale**: valorizza la capacità del *business* di generare *flussi di risultato* a prescindere, in via diretta, dalla struttura del patrimonio aziendale;
 - **metodo misto**: apprezza il valore corrente della *dimensione patrimoniale* dei *business*, opportunamente corretta in una prospettiva reddituale”.

Il metodo dei multipli

<i>Business</i>	<i>Ebitda</i>	<i>Multiplo</i>	<i>PFN</i>	<i>W</i>
Componente A (multiplo medio)	27.446	5,9	79.222	83.052
Comp. A (multiplo mediano) <i>indice più resistente</i>	27.446	5,5	79.222	70.359
Comp. B (multiplo medio)	24.465	5,2	53.779	73.928
Comp. B (multiplo mediano)	24.465	5,1	53.779	69.769
Comp. C (multiplo medio)	45.790	5,2	95.157	143.867
Comp. C (multiplo mediano)	45.790	5,1	95.157	136.083

Il metodo dei multipli

<i>Business</i>	W
Componente A	76.700
Componente B	71.850
Componente C	140.000
Totale	288.550

METODO REDDITUALE

$$W = \frac{R}{i} + SA$$

$SA = \textit{Surplus Assett}$

Il metodo reddituale

<i>Business</i>	<i>R</i>	<i>i</i>	<i>SA</i>	<i>W</i>
Componente A	5.940	9,98%	8.708	68.200
Componente B	9.002	10,92%	5.216	87.700
Componente C	13.434	10,37%	–	129.500
Totale				285.400

Il metodo reddituale

	<i>Business</i>		
	Comp. A	Comp. B	Comp. C
Tasso <i>risk free</i> nominale di lungo periodo	4,00%	4,00%	4,00%
Inflazione attesa (Ibes, fonte IISole24ore)	1,80%	1,60%	1,80%
Tasso <i>risk free</i> reale di lungo periodo	2,16%	2,36%	2,16%
ERP	6,00%	6,00%	6,00%
β <i>unlevered</i> (media β comparabili, fonte MB)	0,77	0,94	0,94
1-T	0,67	0,65	0,67
Debt / Equity (a valori correnti)	1,03	0,80	0,68
β <i>levered</i>	1,30	1,43	1,37
Costo del capitale proprio Ke(L) reale	9,98%	10,92%	10,37%

METODO MISTO

$$W = [K + a_n \cdot (R - K_e(U) \cdot K)] + SA$$

Componente A

$$W = [48.673 + 7,30 \cdot (5.940 - 6,78\% \cdot 48.673)] + 9$$

$$W = [48.673 + 7,30 \cdot (5.940 - 3.300,03)] + 9$$

$$W = [48.673 + 7,30 \cdot 2.639,97] + 9$$

$$W = [48.673 + 7,30 \cdot 2.639,97] + 9$$

$$W = [48.673 + 19.271,78] + 9$$

$$W = 67.954$$

Sintesi valutativa

<i>Metodo di stima</i>	W
Metodo dei multipli di mercato	288.550
Metodo reddituale	285.400
Metodo misto UEC	268.250

Sintesi valutativa

- “Considerato che:
 - ai criteri impiegati è stata attribuita **pari dignità**,
 - ciascun criterio coglie un particolare profilo del valore economico ricercato, conducendo ad un valore che ha **significato complementare** rispetto agli altri,
 - i criteri utilizzati conducono a **risultati sostanzialmente allineati**, atteso che i risultati presentano uno scostamento che va da un min dell’1% ad un max del 7,5%,
- il sottoscritto ritiene che il valore economico del capitale di Gruppo Alfa possa essere congruamente determinato assumendo a riferimento la media dei valori ottenuti dall’applicazione dei 3 criteri di stima utilizzati: **281 milioni di euro**”.

Verifica di congruità

La verifica è stata effettuata mediante determinazione dei seguenti parametri:

- a) il **tasso implicito nella capitalizzazione del flusso reddituale complessivo** generato dai 3 *business* congiuntamente considerati. Tale tasso è pari al 10,1% ed è in linea con il costo del capitale proprio impiegato per la stima dei singoli business;
- b) il **multiplo implicito nella stima effettuata** in grado di tradurre in valore capitale l'*ebitda* complessivo generato dai 3 *business* congiuntamente considerati. Tale multiplo è pari a 5,2 ed è in linea con i multipli di società comparabili impiegati a livello di stima dei singoli business.