ALFREDO BALLARINI
Studio Di Finanza Aziendale

Input dati: Dott. Simone Torre

TOP TILES SPAIN 2016

Calcolo dell'Equity Value delle Ceramiche Spagnole

FORMULE FONDAMENTALI:

ENTERPRISE VALUE EnV = VALORE DI FUNZIONAMENTO + VALORE BENI AZIENDALI - Cash & Equivalents = VALORE DI TERZI + EqV - Cash & equivalents (per le società quotate è come dire: debito + capitalizzazione di borsa – cassa) cioè valore che paga gli azionisti per l'acquisto e i finanziatori per il rimborso, della proprietà sul 100% dei beni investiti nell'impresa, o anche il valore pagato dall'investitore totale, cioè quello che gestisce l'azienda senza debiti.
EQUITY VALUE EqV = ENTERPRISE VALUE EnV - VALORE DI TERZI + Cash & equivalents
valore per gli azionisti, equity effettivo, quotaparte degli assets, investiti o liquidi, di pertinenza degli azionisti
VALORE DI TERZI comprende i fondi e l'indebitamento finanziario nominale da intendersi comprendente (per specifica finalità di questa scheda) l'infragruppo netto (debiti meno crediti, voci che dunque non compariranno nel capitale circolante netto di questa scheda) e al lordo della liquidità.

E' stato tenuto separato il valore della CASSA dall'Enterprise Value , perché considerata un valore NON ANCORA INVESTITO NELL'IMPRESA. La liquidità compare dentro all'Equity ma non dentro all'Enterprise. Così siamo in grado di osservare: **QUALI AZIENDE HANNO ENTERPRISE VALUE NEGATIVO E QUALI VALGONO, come equity, MENO DELLA CASSA**. L'equazione di questo ragionamento è questa:
EV = EqV + Valore di Terzi – Cassa
se Cassa > EqV, **EV - Valore di Terzi = EqV – Cassa < 0**
cioè l'impresa con un'Equity Value minore della Cassa è come un' opzione Out of The Money e come tale non varrebbe la pena di essere esercitata riducendo o azzerando la leva finanziaria, si veda il paragrafo contrassegnato **(***)**.

COMMENTO GENERALE:
La valutazione che scaturisce dalle schede di quest'anno risente di quattro fattori: **1)** il premio di rischio dell'investimento azionario è stato forfettizzato a 5; **2)** è stato portato a +0,5% il tasso di crescita medio del fatturato.**RICORDIAMO CHE IN UNA SITUAZIONE DI ESPANSIONE ECONOMICA IL FATTORE DI CRESCITA AIUTA LA VALUTAZIONE AZIENDALE, anche in termini di concessione di credito, MENTRE DURANTE PERIODI ECONOMICI RECESSIVI, LA MANCANZA DI FATTORI DI CRESCITA O L'ESISTENZA DI FATTORI DI RIDUZIONE IMPONGONO UN MIGLIOR VALORE DEL NUMERATORE (redditività , cash flow) PER SOSTENERE LA VALUTAZIONE anche con riferimento alla capacità di credito**.
3) l'EBITDA considerato per il calcolo del valore di funzionamento è stato diminuito della % della sua stessa volatilità (deviazione standard dalla media) degli ultimi 3 anni. **QUALORA IL VALORE DI FUNZIONAMENTO RISULTASSE NEGATIVO ABBIAMO AGGIUNTO LA NOTA CHE L'EQUITY VALUE CALCOLATO E' INCOMPLETO CON RIGUARDO AI NECESSARI COSTI DI RISTRUTTURAZIONE (per riportare in positivo il valore di funzionamento) AL NETTO DELLE OPPORTUNITA' CREATE DALLA RISTRUTTURAZIONE STESSA.**
4) Il valore di funzionamento viene calcolato come capitalizzazione della rendita infinita dei flussi di valore operativo però corretti per la volatilità (incertezza) attesa dei risultati secondo la teoria del moto Browniano per valori normalmente distribuiti : cioè abbiamo capitalizzato la quantità $\mu - \frac{1}{2}\sigma^2$ dove μ è il flusso medio annuo e σ la volatilità o incertezza legata alla variabilità dei risultati.
Inoltre abbiamo mantenuto il tasso di ammortamento tecnico degli immobili al 5% e la svalutazione prudenziale del circolante operativo netto al 20%.
In situazioni di incertezza dei mercati finanziari, non si prende in considerazione la diminuzione del flusso di valore operativo per una cifra pari al costo-opportunità, relativo al possibile investimento del capitale in titoli risk free, in quanto il risk free è ormai un ricordo del passato.

NOTE PARTICOLARI SULLE SCHEDE DI VALUTAZIONE:

PREMESSA SUL METODO
La valutazione aziendale è suddivisa dalla teoria classica in tre metodologie : patrimoniale, reddituale e mista che somma al valore patrimoniale la parte di reddito che l'azienda riesce ad ottenere in più rispetto al normale rendimento di settore, definendo tale sovrareddito "goddwill" o avviamento. A questi sistemi tende ad essere preferito il più moderno metodo "anglosassone" DCF dei discounted cash flows, che considera l'impresa funzionante come un "titolo obbligazionario" avente però determinate caratteristiche di rischio ed incertezza, flussi di cassa calcolati per un numero limitato di anni ed un "valore nominale" a scadenza dato dal cosiddetto valore terminale, spesso individuato nel valore di liquidazione. Tale criterio risulta però adatto alla valutazione di investimenti finanziari speculativi di breve periodo, del tipo "acquisto oggi e rivendo tra qualche tempo ad un rendimento soddisfacente". Infine ricordiamo i cosiddetti metodi dei "multipli", che tendono a

valutare l'impresa con semplici moltiplicatori di alcuni parametri, come utile, fatturato o capitale proprio; in realtà questi indicatori permettono solamente il confronto tra aziende diverse sulla base di valutazioni già fatte; ovvero, un'impresa viene valutata analiticamente col metodo appropriato, quindi, se è quotata, il mercato le attribuisce un valore che determinerà a sua volta un certo price/earning ratio piuttosto che un price / book; ma il fatto che tali indicatori siano bassi o alti non significa che l'impresa sia sotto o sopravalutata, bensì evidenzia che il mercato rileva fattori più o meno positivi .

SCHEMA DEL CRITERIO DI VALUTAZIONE UTILIZZATO

Si è cercato di affrontare il problema da un punto di vista diverso dal solito, che avvicina molto ai valori espressi dal mercato borsistico (che quota un valore "ordinario" riservandosi poi di adeguarlo alle eventuali plusvalenze inespresse solo in caso di opa). Certo non è adatto a chi guarda solo il valore finale come chi guarda solo l'utile nei bilanci, in quanto essendo standardizzato risente del tasso di ammortamento tecnico posto uguale in tutte le società considerate(chi ha investito molto da poco tempo ne risulta penalizzato); dovrebbe invece servire come ragionamento di base per costruire la vera valutazione, in base ai parametri misurati ad hoc sull'azienda di interesse, nel momento in cui viene fatta un'operazione.

Tuttavia il ragionamento più interessante (in quanto va oltre la semplice VALUTAZIONE DI TRANSAZIONE) dovrebbe derivare dal confronto interaziendale e con le medie di settore, degli indicatori "borsistici" di fine pagina, che, se ben confrontati, (anche se alcuni risentono del tasso di ammortamento tecnico chi conosce le aziende sa quello che sta leggendo!) dovrebbero permettere un interessante percorso di analisi della gestione del valore nella conduzione dell'azienda!

Il metodo utilizzato differisce in parte dal DCF pur traendo da esso origine; di fatto è un adattamento del metodo EVA, che valuta l'impresa secondo l'equazione EV = MVA + CI. L'elaborazione è stata assimilata non ad un investimento finanziario che deve dare solo un rendimento soddisfacente, ma ad una transazione basata sul concetto che, **alternativa ad una tale transazione**, può solo essere l'acquisto dei beni necessari a formare un'impresa con le stesse caratteristiche, spendendo successivamente parte del cash flow prodotto per **MANTENERE INALTERATA NEL TEMPO LA FUNZIONALITA'** di tali beni, avviando l'insieme di questi beni e delle persone inserite, fino ad ottenere gli stessi risultati dell'impresa oggetto della valutazione (il primo concetto primitivo di valutazione era legato allo SCAMBIO di merci, per cui ogni transazione aveva come contropartita un bene sostitutivo o alternativo; analogamente qui si cerca di valutare la transazione di una società cercando di quantificare la situazione alternativa di costituzione ex novo) ; quindi, pur senza arrivare ad effettuare un business plan di tale alternativa, ad essa si lega lo schema di ragionamento utilizzando una proiezione nel tempo del funzionamento attuale. In tal modo, **anziché un valore terminale** corrispondente ad un capitale investito ormai "esausto" e quasi inutilizzabile, abbiamo il valore di mercato dei beni aziendali nelle condizioni attuali che dovranno essere mantenute nel tempo sostenendo i costi necessari a tale fine; (nelle nostre schede ci fermiamo al valore contabile ma indichiamo la possibilità di inserire plusvalenze di rettifica che però potremmo anche considerare "utilizzate" assieme agli ammortamenti tecnici per mantenere nel tempo il valore attuale dei beni) anziché i flussi di cassa di alcuni anni, consideriamo il valore di funzionamento FUTURO su un intervallo di tempo "infinito", opportunamente corretto per un tasso di volatilità che tenga conto dell'incertezza sull'andamento dei risultati futuri, per implementare il concetto di avviamento nella valutazione collegandolo strettamente alla qualità dei risultati di funzionamento; con l'attualizzazione finanziaria, i flussi di valore diventano sempre più insignificanti con l'aumentare del periodo di tempo, ma questa capitalizzazione di maggior valore la consideriamo accreditata al recupero di quell'investimento in tempo, denaro e capacità, che ha consentito al management di conseguire e mantenere i risultati attuali e di valorizzare di conseguenza il marchio.

Il valore di funzionamento, viene calcolato col metodo del valore attuale della rendita perpetua costituita da flussi di valore operativo prodotti dalla gestione aziendale. Tali flussi corrispondono ai cosiddetti flussi di cassa disponibili per gli investitori FCFF (free cash flows to firm), cioè quei flussi che sono disponibili per un investitore, teorico, che apporti tutto il capitale necessario all'azienda: sia quello per acquistare l'equity, sia quello per finanziare gli assets e la gestione. Per questo motivo sono al lordo di interessi passivi (un simile investitore non avrebbe debiti) e sono tassati. L'EBITDA (o Mol) viene preso come misura di base della capacità di generare flussi di cassa della gestione corrente. Si utilizza la media della sua incidenza sulle vendite degli ultimi 3 anni, moltiplicata per il fatturato dell'ultimo anno, DIMINUITA prudenzialmente DELLA DEVIAZIONE STANDARD DALLA MEDIA DEGLI ULTIMI 3 ANNI. **Viene diminuito dei costi necessari per mantenere integra nel tempo la capacità di funzionamento, cioè gli ammortamenti tecnici, che come abbiamo detto potremmo anche considerare comprensivi delle plusvalenze inespresse**. Tali ammortamenti sono calcolati dividendo le immobilizzazioni materiali per un numero standard di anni (3,5 oppure 4,5 secondo la capienza del reddito lordo per tenere conto in automatico delle situazioni in cui ad investimenti appena compiuti non corrisponde ancora un adeguamento della redditività). **Questo viene fatto solo per motivi di standardizzazione di uno studio che effettua una moltitudine di valutazioni in un'unica elaborazione; nella realtà è importante considerare le spese necessarie a mantenere inalterato il valore degli immobilizzi operativi che altrimenti andrebbero ad azzerare il loro valore dopo i 3,5 o 4,5 anni considerati! Cioè: se mettiamo come ammortamenti tecnici degli impianti solamente il loro ammortamento contabile, è evidente che, senza interventi di valorizzazione, gli impianti azzererebbero il loro valore, dunque dovremmo eliminarne la voce nel calcolo del Valore dei Beni Aziendali; ma se invece imputiamo annualmente tutte le spese realmente necessarie a mantenere gli impianti funzionanti con l'efficienza attuale, tali cespiti manterranno inalterato il loro valore che potremo dunque far rientrare nel Valore dei Beni Aziendali.** Si impone la semplificazione che valuta un equilibrio tra crescita dell'EBITDA e crescita degli ammortamenti tecnici e non si considerano nuovi investimenti, mentre viene considerato a parte (nella sezione che rettifica l'enterprise value delle necessità finanziarie per il calcolo dell'equity value) il flusso finanziario occorrente per finanziare la crescita del circolante operativo netto (qui approssimativamente comprensivo di ogni altro eventuale finanziamento della

crescita che si ritiene minima in assenza di nuovi investimenti). Il flusso di cassa viene poi tassato secondo le normali aliquote d'imposta. **Non si sottrae il costo relativo al mancato introito di un tasso risk free ottenuto da possibili alternativi impieghi privi di rischio del capitale, perché in questo periodo no ha senso di parlare di risk free**. Il costo del capitale di debito viene sottratto implicitamente all'atto dell'eliminazione dei debiti finanziari netti; infatti tali debiti vengono sottratti al loro valore nominale, nonostante abbiano una scadenza lontana nel tempo, e dunque così facendo si sconta seppur grossolanamente anche l'onere finanziario dovuto ai debiti stessi. Non viene sottratta la quota di dividendo in quanto si ritiene, semplificando, che tale flusso di valore, pur in uscita dall'impresa, rimane nella disponibilità dei soci in proporzione della loro quota; quindi anche qualora la transazione non riguardasse il 100% del capitale, il non considerare il dividendo è equivalente all'operazione aritmetica che sottrae il 100% del dividendo annuale all'interno del flusso operativo annuo, quindi percentualizza in base alla quota di capitale acquistata l'equity value al netto dei dividendi così calcolato, poi aggiunge la capitalizzazione, fatta con gli stessi criteri del valore di funzionamento, della % di dividendo annua spettante. Dato che i soggetti aziendali considerati hanno in realtà una struttura finanziaria articolata, i flussi FCFF vengono, dopo aver applicato un tasso di volatilità relativo all'incertezza sui futuri risultati aziendali, attualizzati al WACC (weighted average cost of capital) cioè ad una media ponderata tra il tasso del capitale netto e del debito, applicando così un tasso di attualizzazione più alto, e quindi svantaggioso, per le aziende più capitalizzate e viceversa, a causa del maggior rischio atteso da un investimento in capitale netto (investimento azionario), rispetto ad un investimento creditizio, WACC a cui viene sottratto algebricamente il tasso di crescita del fatturato nel lungo periodo come impostato nei parametri di calcolo .
Sommando al **valore di funzionamento** dell'impresa il **valore di mercato degli assets investiti nell'impresa al netto dell cassa**, si ottiene il cosiddetto **enterprise value**, cioè valore che paga gli azionisti per l'acquisto e i finanziatori per il rimborso, della proprietà sul 100% dei beni investiti nell'impresa, o anche il valore pagato dall'investitore totale cui si accennava in precedenza, cioè quello che gestisce l'azienda senza debiti. **Gli assets sono un valore del tempo presente che, abbiamo visto, verrà mantenuto nel tempo futuro destinando a questo scopo una parte dei flussi di cassa generati; il valore di funzionamento è un valore del tempo futuro che verrà generato, subendo l'incertezza del tasso di volatilità previsto, se permarranno le stesse efficienze e qualità di organizzazione riscontrate al momento della valutazione, e incorpora il valore degli INTANGIBLES misurato non con una contabilità difficile da stabilire in modo preciso ed oggettivo, bensì con la eventuale maggiore efficienza dei risultati ottenuti rispetto ai concorrenti.**

Uno schema simile lo troviamo in Jack Broyles Financial Managements and Real Options John Wiley & Sons Ltd pag 176:
……

10-2 THE INVESTMENT OPPORTUNITIES APPROACH

MILLER AND MODIGLIANI

The Miller and Modigliani (1961) Investment Opportunities Approach characterizes the value of an ongoing firm as the sum of the present value (PV) of its existing business and the net present value (NPV) of its future investment opportunities.[3]

Value of Unlevered Company = Value of the Existing Business
+ Value of Investment Opportunities

[3] M. Miller and F. Modigliani (1961) "Dividend policy, growth and the valuation of shares," *Journal of Business*, Vol. 34, No. 4 (October), 411–433.

……

NEI CASI IN CUI IL FLUSSO DI VALORE OPERATIVO ANNUO RISULTA NEGATIVO non lo si capitalizza, ma viene aggiunta la nota in alto sotto all'equity value: "meno Costi di Ristrutturazione causa valore di funz. Negativo", in quanto si tratta di valutare lo sconto per l'investimento necessario per riportare in positivo tale flusso sommato algebricamente alle successive opportunità di risultato.
Sottraendo all'enterprise value i debiti finanziari presenti e futuri (è inteso "futuro" ad es. il debito ottenuto capitalizzando la crescita annua del circolante operativo netto) **e sommando il cash & equivalents**, otteniamo **l'equity value** o valore per gli azionisti, equity effettivo, quotaparte degli assets, investiti o liquidi, di pertinenza degli azionisti. Gli interessi passivi non considerati tra i flussi di valore, incidono però all'atto della sottrazione dei debiti, in quanto tali debiti figurano a bilancio per il loro valore nominale a scadenza; quindi il loro valore attuale, cioè il loro valore di mercato oggi, corrisponde al valore nominale meno gli interessi al tasso di attualizzazione; dunque sottraendo i debiti al nominale sottraiamo anche gli interessi passivi, di mercato, dovuti fino a scadenza. Eliminando o aggiungendo all'equity value eventuali voci straordinarie come

plusvalenze inespresse, costi di ristrutturazione divisioni in perdita ecc, si arriva al fair value .

E' stato tenuto separato il valore della CASSA dall'Enterprise Value , perché considerata un valore NON ANCORA INVESTITO NELL'IMPRESA. La liquidità compare dentro all'Equity ma non dentro all'Enterprise. Così siamo in grado di osservare: **QUALI AZIENDE HANNO ENTERPRISE VALUE NEGATIVO E QUALI VALGONO, come equity, MENO DELLA CASSA**. L'equazione di questo ragionamento è questa:
EV = EqV + Valore di Terzi – Cassa
se Cassa > EqV, **EV - Valore di Terzi = EqV – Cassa < 0**
cioè l'impresa con un'Equity Value minore della Cassa è come un' opzione Out of The Money e come tale non varrebbe la pena di essere esercitata riducendo o azzerando la leva finanziaria, si veda il paragrafo contrassegnato **(***)**.

UN RAFFRONTO CON ALTRE METODOLOGIE
Spesso l'Enterprise Value viene calcolato solo come capitalizzazione dei flussi operativi prodotti dall'azienda, utilizzando l'Ebit per il calcolo, presumendo che l'impresa sia come un titolo finanziario, cioè un prestito la cui restituzione è dovuta a scadenza posteriore, e la cui quotazione odierna deriva solo dai flussi finanziari attualizzati, compreso il valore attuale del terminal value "dovuto" a scadenza.
Tale concetto prettamente finanziario è stato invece qui sostituito da quello più industriale che si concretizza nella **necessità di acquisire** i beni dell'attivo ai fini d'impresa, nella **necessità di mantenere nel tempo tali beni**, **nella necessità di rendere organizzati ed efficienti** tali beni **al fine di ottenere flussi di SOVRA reddito** (superiori alle necessità di mantenimento in efficienza degli investimenti e al costo del capitale) per un importo pari all'Ebitda meno le necessità e il costo del capitale e le imposte. Ecco dunque che al Valore di Funzionamento ottenuto dalla capitalizzazione dei flussi di SOVRA reddito, si aggiunge il valore delle attività tangibili, tra cui anche la liquidità se netta da debiti finanziari, perché si ritiene che il VALORE DI MERCATO DELLE ATTIVITA' ORGANIZZATE IN FORMA DI IMPRESA sia dato dal valore delle attività come se fossero acquistate oggi sommato al valore del sovra reddito prodotto dopo aver dedotto i flussi dedicati al capitale.
Come esempio potremmo pensare di acquistare una "impresa" costituita da una macchina da corsa e dal suo pilota; se spendiamo parte dei premi vinti per mantenere in efficienza la macchina, quando decideremo di terminare l'attività agonistica, ci ritroveremo con un valore pari ai premi vinti al netto dello stipendio del pilota e dei costi di mantenimento dell'auto, più il valore dell'auto, accresciuto dai fenomeni inflazionistici, ancora in efficienza perché sempre pronta a correre; e se l'auto avesse avuto rifiniture d'oro che non sono mai state sostituite, queste si aggiungerebbero come plus al valore normale di mercato dell'auto.
Diverso è il caso dell'investimento di capitale in un bond (assimilabile al metodo di valutazione DCF), in quanto abbiamo solo dei flussi finanziari distribuiti nel tempo attualizzando i quali veniamo ad ottenere il valore attuale finanziario del nostro investimento, ma non ci sono beni materiali in gioco che possano mantenere il loro valore, ci sono solo soldi che notoriamente perdono valore col trascorrere del tempo! (si prestano e si riprendono soldi con flussi di interesse intermedi) e i flussi di cassa si ottengono sulla base di un diritto e non di un rischio di impresa. Dall'Enterprise Value calcolato, si arriva all'Equity Value sottraendo il valore dei debiti finanziari e sommando la liquidità (cfr. Marc H. Gerstein "The Value Connection" pag.91) La mancanza del calcolo delle plusvalenze inespresse in certi valori contabili, in parte può essere anche addebitata ai costi di ristrutturazione per i momenti di crisi (ricordiamo che consideriamo un funzionamento infinito nel tempo seppure limitato dai tassi di attualizzazione) e in parte può essere compensata dall'extra capitalizzazione dei flussi oltre i 5 ~ 6 anni canonici di proiezione.

IL VALORE DELLA MINORANZA
Cosa distingue una partecipazione di minoranza da una di maggioranza?
La maggioranza "dispone" (in senso decisionale) del cash flow mentre la minoranza "gode" (in senso passivo) del dividendo; la maggioranza dispone (sempre in senso decisionale) delle plusvalenze e del patrimonio non operativo o comunque splittabile, la minoranza no. Dunque appare evidente come, dovendo acquistare una partecipazione di minoranza, abbia senso valutare l'azienda solo sulla base di un rendimento soddisfacente basato sull'utile prospettico, sul suo tasso di crescita e sul dividend yield; in sostanza si tratta di valutare l'azienda con un multiplo Price / Earning = 1 / (i – g) dove i è un tasso di rendimento ritenuto soddisfacente e prudenziale dall'acquirente di minoranza e g è il tasso di crescita stimato dell'utile nel tempo. Non si tiene conto del valore patrimoniale dell'impresa in quanto una minoranza non potrà mai disporne o goderne le plusvalenze se non in casi straordinari, che possono essere eventualmente valutati con le probabilità di una lotteria. Qui ragioniamo con il punto di vista dell'acquirente della quota di minoranza in quanto si parte dal presupposto che la vendita di una tale quota sia un'impresa spesso ardua e poco conveniente con riguardo a small cap non quotate, dunque la maggiore, e spesso unica, soddisfazione per tale acquirente può e deve venire solamente da un rendimento importante, che riesca a compensare le future difficoltà ed inefficienze nella rivendita delle quote azionarie. Va da sé che il valore di una quota di maggioranza deriva dal Valore Ideale ottenuto con la valutazione sopra descritta ed utilizzata in questo elaborato, dal quale deve essere sottratta la quota minoritaria valutata come testè detto.

I PARAMETRI DI CALCOLO
Parametro fondamentale della valutazione è il tasso di attualizzazione dei flussi di valore. Si è accennato che l'attualizzazione è stata fatta al WACC (weighted average cost of capital) cioè ad una media ponderata tra il tasso del capitale netto e del

debito. Come costo del debito è stato utilizzato un parametro standard, cioè il Composite "cost of borrowing indicator for non-financial corporations" per l'Italia come rilevato mensilmente dalla BCE http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=1000004935 o anche http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=1000004934 scegliendo la Table 14
Come costo del capitale netto è stato utilizzato il risultato di questo calcolo: tasso riskfree + (premio di rischio azionario x Beta) Il tasso riskfree è "ipotizzato" dal **Long-term interest rate statistics for EU Member States per l'Italia** http://www.ecb.europa.eu/stats/money/long/html/index.en.html; Il premio di rischio azionario è dato da un 5% forfettario. **L'indice Beta** misura il rischio sistematico rispetto al mercato; indica il rischio dovuto ad una correlazione, in questo caso, superiore ad uno verso il mercato, unito al rischio di una maggiore volatilità dei rendimenti rispetto a quelli normali di mercato: sia y il rendimento dell'equity e x il rendimento di mercato $\beta(y,x)=\rho(y,x) * \sigma(y)/\sigma(x)$ dove ρ è la correlazione e σ la volatilità; dunque in sostanza β rappresenta il rischio sistematico, cioè rispetto al sistema cioè rispetto al mercato, in quanto altro non è che una sorta di volatilità relativa al mercato(rapporto tra le due volatilità corretto per la correlazione esistente tra movimenti del mercato e movimenti del titolo considerato); la volatilità è l'incertezza, dunque il rischio, dovuta al cambiamento del rendimento nel tempo; considerata rispetto al mercato indica quell'incertezza o rischio **in più** che va oltre all'incertezza dovuta ai cambiamenti del mercato stesso. Nel capitalizzare il flusso di cassa operativo annuo medio **μ si considera anche una volatilità propria di tale valore**, in quanto il valore di funzionamento è molto sensibile alle variazioni di redditività aziendale e dei tassi di mercato; dunque si applica il ragionamento proprio del modello del moto Browniano, per cui: il proiettare avanti nel tempo i flussi medi **μ** di valore operativo, significa ottenere un valore di funzionamento che deriva dal rendimento atteso dell'impresa negli anni abbinato ad una certa struttura dei tassi, **considerato nell'istante attuale** in cui si effettua il calcolo; è però impossibile prevedere oggi di quanto si discosteranno, negli esercizi a venire, i valori reali conseguiti dall'attività operativa ed i tassi di interesse, dunque al flusso ritenuto medio annuo costante si applica una volatilità **σ** che rappresenta l'incertezza e il rischio sull'ottenimento dei risultati futuri, **la cui entità è soggettiva ma influenzata dalla situazione del settore industriale e dell'economia in generale**.
Come è noto dal modello del moto Browniano, nell'ipotesi di una distribuzione normale dei futuri flussi di cassa annui, che è tanto più plausibile quanto maggiori sono i dati considerati (proiettando all'infinito i flussi di reddito operativo si soddisfa a tale condizione), **la volatilità nel medio periodo,** influenza il valore atteso medio istantaneo del flusso di cassa annuo **μ** secondo questa relazione: $\mu - \frac{1}{2}\sigma^2$; è questa la correzione che andiamo ad applicare al valore di funzionamento nel capitalizzare la rendita infinita dei flussi di valore operativo medio annuo (**μ è il flusso medio annuo istantaneo, $\mu - \frac{1}{2}\sigma^2$ è il flusso medio annuo nel medio lungo periodo)**.
Un giudizio finale sui parametri utilizzati per la valutazione, potrà essere espresso dall'acquirente o dal venditore, osservando il **REV Return on Enterprise Value** che calcola il rendimento percentuale di un investimento pari all'Enterprise Value calcolato, rapportandolo al Nopat: se l'acquirente ritiene di essere in grado di poter aumentare considerevolmente questo tasso allora può trovare conveniente l'acquisto; se il venditore ritiene che sia difficile per lui aumentare o meglio conservare stabilmente nel tempo tale tasso senza diminuirlo, allora può trovare conveniente la vendita, sulla base di questa valutazione; ATTENZIONE PERO': PRIMA DI FARE QUESTO RAGIONAMENTO OCCORRE SOTTRARRE ALL'ENTERPRISE VALUE L'EVENTUALE VALORE DEI BENI INVESTITI MA CHE NON PRODUCONO REDDITO OPERATIVO CARATTERISTICO !

INTRODUZIONE ALLA LETTURA DELLE SCHEDE

Le schede di calcolo dell'EQUITY VALUE cioè del VALORE PER GLI AZIONISTI, si basano sull'ipotesi che il fatturato attuale cresca costantemente nel tempo ad un tasso annuo medio positivo o negativo come indicato nelle schede di valutazione (tenere presente che si ragiona su un tempo infinito, come per le rendite perpetue, utilizzando la formula di attualizzazione, si dà un peso irrilevante ai flussi di cassa più lontani nel tempo rispetto a quelli più vicini). Inoltre si ipotizza che il fabbisogno medio annuo di investimento vari ogni anno mediamente, sul lungo periodo, in perfetto equilibrio (anche finanziario per quel che riguarda i fabbisogni di reinvestimento) con la variazione dell'EBITDA. Stiamo quindi effettuando una "valutazione allo stato attuale" senza considerare le reali prospettive aziendali interpretabili solamente disponendo di un budget effettivo: VALUTIAMO IL TREND ATTUALE. Viene assegnata una durata residua dei macchinari e impianti forfettaria di 3,5 oppure 4,5 (secondo la capienza del reddito lordo per tener conto dei casi di investimenti appena fatti e reddito che non si è ancora adeguato) anni e viene attribuito un costo di rinnovo ai beni immobiliari pari al 5% annuo. I flussi di valore considerati, sono posticipati, nel senso che si prendono in considerazione dall'anno successivo in avanti; per quanto riguarda invece il flusso di valore creato nell'ultimo esercizio, risulta incorporato nei valori operativi già presenti in stato patrimoniale e considerati alla voce "VALORE BENI AZIENDALI presente nell'ultimo bilancio". Si ipotizza che una volta trascorsa la durata utile degli impianti, i flussi di produzione e reddito continuino grazie ai costi di reinvestimento e rinnovo, già inglobati negli ammortamenti tecnici e nel tasso di reinvestimento. Il flusso di valore non viene corretto con gli interessi passivi in quanto: se un potenziale acquirente paga il corrispondente **all'ENTERPRISE VALUE**, riesce sia ad acquistare la proprietà dagli azionisti, sia a rimborsare i finanziatori e quindi a tenere per sé il reddito che prima fuoriusciva con gli oneri finanziari; se invece paga solamente gli azionisti con **l'EQUITY VALUE**, questo viene calcolato dal precedente sottraendo il totale dei debiti finanziari netti; ma tali debiti hanno una scadenza avanti nel tempo, quindi oggi, non valgono effettivamente il valore nominale, ma valgono il valore nominale meno gli interessi passivi; ecco dunque che nel valore nominale si possono considerare, in via semplificata, già inglobati tali interessi. Nel sottrarre il valore di terzi si tiene conto anche della capitalizzazione del flusso positivo o negativo legato alla variazione di circolante netto annuo causato dalla variazione del fatturato ipotizzato in scheda per ogni esercizio futuro.

INDICATORI A FINE PAGINA

Calcolano i più tipici moltiplicatori rilevabili comunemente nelle pagine finanziarie dei giornali, qui devono essere utilizzati con un criterio diverso: ottenuti dopo aver eseguito la valutazione, non indicano una sotto o sopravalutazione dell'azienda, bensì rilevano sinteticamente una maggiore o minore incidenza di fattori negativi o positivi nel calcolo. Quindi non si deve valutare l'azienda partendo da essi, bensì essendo partiti dal calcolo della valutazione, gli indicatori servono a capire meglio i numeri ottenuti, attraverso un confronto interaziendale e a interpretazioni correlate degli indici.

Ad es. un eventuale rapporto Eqv/Utili elevato e un Eqv/mezzi propri normale, può essere letto come, relativo ad un'azienda con utili bassi rispetto alla sua capitalizzazione (teniamo presente che l'utile in questo caso è quello finale di bilancio, quindi influenzato da veri fattori).

Un Ev / Ebitda troppo basso può indicare anche che lo standard medio utilizzato in questo studio per il calcolo degli ammortamenti tecnici, per l'azienda in questione è troppo basso; ma qui occorre prudenza nel giudicare, in quanto, come già detto, questo fattore in realtà, deve tener conto non solo degli ammortamenti tecnici ma anche del fabbisogno di investimento nella vita futura dell'impresa, anche in relazione alle problematiche di cambiamento legate ai grandi fattori economici esterni. Certo è che se l'azienda ha avuto un tasso di investimento al di sopra della media di settore nell'ultimo anno, allora viene penalizzata da un eccessivo carico di ammortamenti tecnici; se invece l'azienda ha investito molto ma in tre anni non è riuscita a far rendere adeguatamente gli investimenti, allora può anche essere logico che valga meno di altre aziende più efficienti. Inoltre è necessario chiedersi: se in molte altre società del settore il tasso di ammortamento tecnico non crea problemi eccessivi, non è che la redditività aziendale sia troppo bassa rispetto al capitale investito? Per rispondere a questa domanda, più che calcolare e confrontare il Roi o indicatori simili, è meglio osservare il valore dell'Extra Yield of Invested Capital (in fondo alle schede dei bilanci nel Top Tiles); se presenta un valore negativo, la risposta alla domanda è sicuramente affermativa. Un Ev / Ebitda elevato può anche essere dovuto ad una rivalutazione degli assets superiore a quella media di settore oppure può anche essere dovuta ad una preponderanza dl valore patrimoniale in genere rispetto al valore di funzionamento.

E' tuttavia utile confrontare gli indici della singola azienda con quelli medi del settore, ed è altrettanto interessante confrontare gli indici di settore con quelli espressi dal mercato su aziende quotate. Troviamo a volte imprese con price earning molto maggiori rispetto a quelli medi o a quelli di mercato, in tali casi innanzitutto sappiamo che se quell'azienda fosse quotata, potrebbe anche essere valutata ad un price / earning simile a quello medio del mercato, pur avendo l'impresa un valore intrinseco maggiore, ma verrebbe penalizzata per lo scarso rendimento espresso da tale valore, ammenochè non vi siano attese di incremento della redditività. Talune società esprimono un price/sales o un price/book molto più bassi della norma, e questo può significare solamente che il valore è stato penalizzato da squilibri nel rapporto tra redditività, indebitamento e quindi anche mezzi propri.

In particolare se consideriamo le differenze nel price/sales, dobbiamo pensare che non tutti i fatturati "valgono" allo stesso modo, non solo perché possono dare risultati economici diversi a bilancio, ma anche perché, a parità di risultato economico, possono avere insita una maggiore o minore necessità di investimento nel tempo atta a mantenere tali risultati (incidenza degli ammortamenti tecnici nella valutazione rispetto a quelli fiscali nel bilancio), poi è evidente che questo parametro, che qui incide indiscriminatamente sulla base di valori medi, deve essere ben tarato per la singola azienda. Se invece parliamo di Price / Ebitda (sinonimo di Eqv/Ebitda), in tal caso non possiamo dire che l'Ebitda ha valore diverso in sé per sé come per il fatturato; possiamo però affermare che può essere più o meno proporzionato all'entità del capitale di terzi (che riduce l'Enterprise Value a Equity Value), che comunque costa secondo parametri di mercato al di là degli oneri finanziari espressi a bilancio. Ma attenzione che alla base ci sono alcune situazioni di base di cui controllare l'omogeneità al fine del confronto dei moltiplicatori: ad esempio il price/sales sarà sicuramente tanto più elevato quanto maggiore è il capitale investito rispetto al fatturato e quanto maggiore è la redditività rispetto al capitale investito; il Price / Ebitda sarà tanto più alto quanto maggiore è la sostenibilità della redditività nel tempo e quanto maggiori sono le attese di crescita della redditività.

Un moltiplicatore Price/Sales elevato, deve indurre anche ad analizzare il valore patrimoniale in raffronto col fatturato: "Il fatturato è adeguato al capitale investito in azienda?" Se così non fosse, probabilmente troveremmo, nella scheda dell'analisi di bilancio, un Extra Yield of Invested Capital troppo basso o negativo.

In un articolo sul Wall Street Journal Title: Before You Rush Into Cash, Author: Brett Arends Publication: WSJ.com, Publisher: Dow Jones and Company, Inc. Date:Oct 17, 2008, vengono riportati i grafici dei valori medi per "all world stock markets" dell'EV / EBITDA che da un valore di 15 del 2000 è passato a un 9 – 12 tra il 2001 e il 2008, fino a scendere a 6 a fine 2008; quello del PRICE / SALES che per gli stessi periodi troviamo a 1,6 circa, 1 - 1,5, e infine a 0,7; quello del PRICE / BOOK 3,5, 1,5 – 2,8, 1,3.

REV RENDIMENTO DELL'ENTERPRISE VALUE CON IL NOPAT

E' stato aggiunto anche l'indicatore REV Return on Enterprise Value che calcola il rendimento percentuale di un investimento pari all'Enterprise Value calcolato, rapportandolo al Nopat. Tale rendimento deve essere giudicato con una logica molto semplice: chi vende la società non ha convenienza a venderla concedendo all'acquirente un rendimento immediato più conveniente di un normale investimento; (stiamo parlando a livello teorico naturalmente in quanto in certe situazioni può convenire ad esempio cedere il rischio connesso all'impresa se per qualche motivo non si è più in grado di gestirlo in modo "sicuro" e quindi in tal caso si deve concedere un rendimento maggiore).

SE IL REV PRESENTA UN VALORE INSUFFICIENTE DI CHI E' LA COLPA?

Dato che si tratta di una frazione NOPAT / ENTERPRISE VALUE, se ha un valore basso può dipendere da un denominatore

troppo grande (Enterprise Value da rivedere al ribasso magari riconsiderando il valore degli immobili o il tasso di capitalizzazione degli utili) oppure da un numeratore troppo piccolo (EBITDA insufficiente o non ben rapportato al costo degli investimenti rappresentato dagli ammortamenti tecnici) e in tal senso si guarderà anche al rapporto EV/Ebitda.
D'altra parte chi acquista una società lo fa non certo per fare un normale investimento finanziario, se acquista una maggioranza, ma probabilmente sarà spinto dalla sicurezza di poter ottenere rendimenti molto maggiori grazie ad esempio alla sua capacità di gestione, all'integrazione con altre società già detenute, alla sicurezza di poter rivendere ad altro acquirente a prezzo molto superiore per questi stessi motivi ecc. ATTENZIONE PERO': PRIMA DI FARE QUESTO RAGIONAMENTO OCCORRE SOTTRARRE ALL'ENTERPRISE VALUE L'EVENTUALE VALORE DEI BENI INVESTITI MA CHE NON PRODUCONO REDDITO OPERATIVO CARATTERISTICO !
Un multiplo EV/EBITDA troppo alto non indica che bisogna "svendere" l'azienda per rientrare in un multiplo più comunemente accettato; si tratta di capire se è possibile recuperare redditività o, in caso contrario, se conviene eseguire uno spin-off degli assets il cui valre è diluito da un'azienda malassortita o malfunzionante !
Sono analisi che rientrano nella GESTIONE DEL VALORE AZIENDALE.
La tipologia di indicatori considera tutti i moltiplicatori necessari per un efficace stock picking effettuabile basandosi anche sulle relazioni di Modigliani - Miller. Vi sono infatti tre relazioni fondamentali (stranamente mai utilizzate dagli investitori professionali) che possono identificare i titoli quotati con le migliori prospettive di crescita del valore, utilizzando le quali si possono selezionare quelli che con maggiore probabilità performeranno nell'anno seguente, se manterranno lo stesso ritmo di funzionamento aziendale.

UN ACCENNO AL VALORE ESPRESSO DAL MERCATO SULLE AZIENDE QUOTATE
a volte si è portati a credere che il mercato premi il valore delle aziende, esattamente come accade nei normali mercati delle merci. **Quindi un oggetto d'oro siamo disposti a pagarlo di più di uno stesso oggetto di acciaio. In Borsa questa affermazione è vera?** No perché la borsa valuta le aspettative future in misura maggiore dei risultati ottenuti, come **si può ad esempio constatare in periodi recessivi, quando capita di osservare imprese quotate ad un valore inferiore alla loro cassa anche in mancanza di debiti finanziari**. A prima vista questa situazione può apparire come una evidente sottovalutazione; in realtà significa che il mercato valuta, a causa della recessione, un valore di funzionamento che supera, in negativo, il valore dei beni aziendali (tra i quali figura anche la cassa) ovvero il mercato pensa che le perdite operative prodotte dalla gestione in periodo di recessione, se non si corregge la gestione, produrranno la perdita completa e oltre del valore dei beni aziendali.

UN PUNTO DI VISTA DIVERSO
Un interessante esercizio accademico è quello di applicare la formula di Black & Scholes alla valutazione dell'equity. Con questa elaborazione emerge un'nteressante componente della struttura del valore di un'azienda, spesso trascurata: la durata media dei debiti. In effetti per calcolare l'equity value con la famosa formula impiegata nel pricing delle opzioni, è necessario considerare una scadenza temporale per l'opzione azienda, che determina una notevole sensitività nel prezzo dell'equity.
.....inoltre, dato che un'opzione evidenzia la sua sensitività nel punto in cui si definisce At The Money (ATM) diventa evidente l'importanza di sottrarre quanto possibile il valore in eccedenza e non indispensabile ai fini del funzionamento aziendale, dalla trattativa sulla eventuale transazione.
Una situazione in cui potrebbe essere concretamente utilizzata è quella delle aziende da ristrutturare, con risultati non positivi ed enterprise value non dissimile dal non-shareholders value. In questi casi è infatti necessario evidenziare al massimo il valore del tempo da una parte e della probabilità di riuscita della ristrutturazione dall'altra, individuabile nella volatilità futura del sottostante, funzione delle attese sui risultati conseguenti all'azione della nuova proprietà

EQUITY VALUE COME PREMIO DI UN'OPZIONE REALE: guardando **l'equity value da un diverso punto di vista, può essere considerato come il premio necessario all'acquisto di un'opzione call (un contratto che dà diritto di acquistare a scadenza) relativa agli assets dell'impresa, sottostante, con strike pari al valore di terzi, cioè al capitale immesso da terzi finanziatori.**
Si paga subito il **premio pari all'equity value** (seguendo il ragionamento della valutazione delle opzioni con gli alberi binomiali, potremmo dire che la sola opzione di acquisto nel caso di valore futuro comunque superiore al valore di terzi dovrebbe valere il Valore dei Beni Aziendali, considerato il valore corrente del sottostante, meno il Valore dei Beni di Terzi, considerato come strike; aggiungendo la capitalizzazione del funzionamento corretta per il beta si aggiunge il premio di avviamento) e alla scadenza di questo ipotetico contratto (o scadenza media dei debiti), si può decidere di procedere all'acquisto di tutti gli assets aziendali, cioè il sottostante, azzerando la leva finanziaria versando una cifra pari allo **strike meno la cassa = valore di terzi meno la cassa**. In tal modo l'esborso sarebbe pari all'equity value + il valore di terzi meno cassa = **enterprise value** (che rappresenta il "**sottostante**" della nostra opzione) e ci si ritroverebbe proprietari di tutti gli assets senza alcun debito. Il leverage di questa opzione è dato dal rapporto capitale investito(sottostante) / capitale netto (premio). La cosa interessante di questo punto di vista, è che, sappiamo che un'opzione call viene esercitata solo quando il sottostante, in questo caso l'enterprise value, è superiore allo strike (valore di terzi). Allora NON conviene esercitare l'opzione, quindi il suo valore va a zero, quando l'impresa entra in default, ovvero quando il valore del sottostante, gli assets valutati all'enterprise value, diventa inferiore al valore di terzi, lo strike dell'opzione E QUESTO ACCADE QUANDO L'EQUITY VALUE DIVENTA INFERIORE ALLA CASSA. Dunque la quotazione di questa ipotetica opzione (il valore del suo premio che in

questo caso è l'equity value) dovrebbe abbassarsi avvicinandosi a zero man mano aumenta il rischio di default (o almeno tanto maggiore è la percezione di tale rischio da parte del mercato). **Attenzione allora a parlare di sottovalutazione di società quotate; è necessario ricordarsi che il mercato, nel suo insieme, possiede sempre maggiori informazioni di quante possa disporne un singolo operatore, tanto più se tale operatore non è professionista. (ricordiamo la teoria di Dow!)**

DEFINIZIONE DI VALORE:

Come ultima nota diamo una possibile definizione al concetto di valore. Dopo aver letto le pagine precedenti, e probabilmente qualche scheda dello studio, saranno emerse varie critiche ai concetti espressi; non è una previsione, è semplicemente una certezza, in quanto si parla di un argomento, il valore, del quale l'unica cosa certa è che si tratta di un concetto soggettivo. Anzi mi espongo ulteriormente affermando che IL VALORE NORMALMENTE NON ESISTE IN QUANTO NON E' DEFINIBILE OGGETTIVAMENTE IN UN QUALUNQUE MOMENTO SE MANCA UN MERCATO CONTINUO DI TRATTAZIONE! Allora cos'è il valore in realtà? **Una definizione può essere questa: IL VALORE E' UN ACCORDO MOMENTANEO TRA ACQUIRENTE E VENDITORE SUL PREZZO DI UNO SCAMBIO COMMERCIALE.**

Cioè il valore esiste davvero, solo quando due controparti commerciali concordano su di esso e concludono la transazione. Siamo d'accordo che è momentaneo? In quanto anche 1 minuto dopo la transazione, nulla impedisce che se ne concluda un'altra con entità del prezzo completamente diversa, solamente perché cambia l'acquirente e quindi, eventualmente, cambiano le motivazioni di acquisto. In conseguenza a ciò, ci si chiederà: perché sforzarsi a elaborare calcoli che possano portare ad un valore delle aziende considerate? Perché il calcolo è un tentativo di definire, seppure in modo approssimato, la MOTIVAZIONE BASE MINIMA di una transazione azionaria, cioè il RENDIMENTO DEL CAPITALE INVESTITO. Tuttavia anche su questo argomento, all'apparenza semplice, gravano possibili diversità nei punti di vista, ad esempio il punto di vista finanziario, quello più anglosassone, che mira a trasformare l'oggetto della transazione, una società industriale, in uno strumento finanziario tipo una obbligazione (bond); di tale oggetto finanziario vengono allora evidenziati solo i flussi finanziari, le cedole e l'eventuale rimborso di un capitale residuo a scadenza! Ma un'industria non dà diritto a flussi finanziari! Li produce, con un certo grado di rischio, se e solo quando vi sia organizzazione, capacità ed efficienza, dunque li produce se e solo se vi è un investimento iniziale, che non può essere un mero flusso finanziario, se e solo se i beni sono giustamente ed efficacemente organizzati, se e solo se l'efficienza del complesso industriale viene mantenuta nel tempo con un giusto grado di reinvestimento (gli ammortamenti tecnici sono il costo necessario a mantenere il valore iniziale del complesso industriale!). Il calcolo serve a questo: tentare di definire, seppure approssimativamente, il valore dell'investimento industriale iniziale, la capacità di generare rendimento grazie all'organizzazione esistente e i costi necessari a mantenere queste capacità nel tempo. La somma algebrica di queste componenti, scontando gli ipotetici flussi futuri ad un tasso che soddisfi il possibile acquirente, al di là di motivazioni meno quantificabili (come affezione personale, possibili sinergie i gruppo, simpatia del marchio…….) costituisce una **BOZZA DI ARGOMENTI DA CUI PARTIRE PER LA STRADA CHE CONDUCE, EVENTUALMENTE, AD UN ACCORDO DI TRANSAZIONE TRA VENDITORE ED ACQUIRENTE.**

GESTIONE DEL VALORE:

Cosa significa gestire il valore se è così aleatorio? Aleatoria è la sua definizione ad un certo istante, ma è indubbio che esistano dei fondi di valore e dei flussi di valore, come normalmente viene insegnato in ragioneria.

Gestire il valore significa allora, al di là della sua definizione momentanea, ottimizzare il rapporto tra flussi e fondi non nella loro accezione contabile, bensì nel loro pieno significato di efficienza e di sviluppo nel tempo (quindi significato strategico). Massimizzare i flussi minimizzando i fondi, e quindi il costo di mantenimento nel tempo, permette all'azienda di percorrere più agevolmente la sua strada, emergendo nei confronti dei concorrenti e consolidando le basi per la sua continuità e proiezione nel futuro, dunque le permette ANCHE di essere più "appetibile", in termini di disponibilità sul prezzo, dagli acquirenti in un'eventuale trattativa.

CASI DI PRE-VALUTAZIONE INDUSTRIALE RAPIDA CHE INDIVIDUANO UN EVENTUALE INTERESSE DI FONDO AD APRIRE UNA TRATTATIVA:

Un riscontro, seppure non assoluto, del risultato di una valutazione teorica può sempre essere ottenuto attraverso semplici criteri di valutazione grossolana e concreta, spesso applicati da chi davvero investe risorse proprie. 1) applicare il tasso di redditività finale medio di settore o relativo alle reali capacità organizzative del proprio gruppo industriale, al fatturato ottenibile dall'azienda acquistata (con eventuale correzione del tasso di ammortamento – reinvestimento) ottenendo il prezzo dividendo l'utile finale, così calcolato, per un Roe ritenuto soddisfacente da chi acquista

2) considerare il solo valore patrimoniale, al netto delle spese, laddove questo prevalga rispetto ad una "obsolescenza" industriale di funzionamento e laddove il fermo impresa sia ben gestibile anche attraverso assorbimento di manodopera internamente al gruppo

3) considerare il valore derivante dal margine di contribuzione relativo al fatturato dall'azienda acquistata, ottenuto però tramite l'utilizzo di una produzione inespressa dello stesso prodotto da parte del gruppo acquirente, più il valore patrimoniale derivante dalla fermata dell'impresa acquistata con assorbimento della manodopera all'interno del gruppo

4) considerare il valore derivante dal margine di contribuzione meno le spese di impianto, relativo al fatturato dall'azienda acquistata, ottenuto però tramite l'utilizzo di una maggiore nuova produzione connessa alle licenze di emissione dei forni dell'impresa acquistata, sommato al valore patrimoniale utilizzabile o comunque riscontrabile negli assets.

5) CALCOLO DEL VALORE DELL'OPZIONE relativa al fatto che, acquistando l'azienda, si evita lo sturt up di una impresa

costituita ex novo e portata al livello di efficienza della società in questione. Il ragionamento è: acquistando l'impresa avviata, si evitano i costi ed i rischi di una TEORICA costituzione ex novo tesa a replicare l'azienda oggetto di trattativa; tali costi di start up, qualora l'azienda funzioni in modo decente, quantunque non ottimale, offrono un parametro di riferimento alla valutazione, poichè tale opzione (esercitabile o meno) è comunque una possibilità reale e porta con sè il relativo valore.
Il miglior modo di motivare un metodo di valutazione: PIUTTOSTO CHE CERCARE DI CONVINCERE E FAR COMPRENDERE DIFFICILI LOGICHE O FORMULE FINANZIARIE, meglio confrontare il risultato ottenuto con OPZIONI REALI possibili e valutabili, seppur grossolanamente, dal buon senso delle controparti anche qualora non fossero ad elevata cultura finanziaria.

UN'OSSERVAZIONE :
Un'impresa che effettua nuovi investimenti per nuovi impianti o avvia ex novo un ulteriore stabilimento, aumenta il suo valore patrimoniale ma, nell'immediato appena fatti gli investimenti, **DIMINUISCE IL SUO VALORE DI FUNZIONAMENTO** ! Infatti si ritrova a scontare ammortamenti tecnici maggiori e costi di avviamento, senza avere la certezza del futuro reddito derivante dagli investimenti e questa incertezza non permette di aumentare i flussi di reddito futuri fino a che non si manifesta pienamente il risultato della nuova gestione operativa aggiunta.

Bibliografia:
I moltiplicatori nella valutazione delle aziende di Guatri Luigi, Bini Mauro Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende di Guatri Luigi, Bini Mauro L.Guatri "La valutazione delle aziende" Giuffrè Aswath Damodaran "Valutazione delle aziende" 2002 Apogeo Anna Pistoni Lucrezia Songini "Reporting e valore" 2002 Egea Mario Massari "Finanza Aziendale VALUTAZIONE" 1998 McGraw-Hill C. Bisoni B. Rosignoli "Letture di Finanza Aziendale" Alberto Lanzavecchia "EVA e Value-based management" Jack Broyles Financial Managements and Real Options John Wiley & Sons Ltd **Le valutazioni proposte hanno un'ampia tolleranza qualitativa** soprattutto determinata dall'effettiva situazione degli impianti rispetto agli ammortamenti tecnici standard utilizzati nelle schede e al valore di mercato effettivo degli immobili. **Queste schede devono essere considerate un punto di partenza, e non di arrivo, per una corretta valutazione dell'azienda; come esempio sono state indicate, in bianco, righe di possibili inserimenti di fattori extracontabili; ma gli stessi elementi di durata impianti, costo immobili, tassi utilizzati, sono variabili da tarare in funzione dell'impresa considerata. Pur avendo controllato attentamente i dati**, può essere subentrato qualche errore nella battitura al computer. Non possiamo quindi assumerci alcuna responsabilità per eventuali valori inesatti. Preghiamo però gli interessati di segnalarci quelli che, per la loro entità, stravolgerebbero completamente il dato considerato. Quando avremo ricevuto tali segnalazioni (che dovranno pervenire non oltre il 31/12/16), provvederemo a stilare schede corrette sostitutive.

BASIC FORMULAS:

EnV ENTERPRISE VALUE = OPERATING VALUE + COMPANY ASSETS - Cash & Equivalents = VALUE OF THIRD PARTIES + EQV - Cash & Equivalents (for listed companies is like saying: debt + market capitalization - cash) that is, the value that pays shareholders for purchase and lenders for repayment, of the property on 100% of the assets invested in the company, or even the total amount paid by the total investor which is who manages the debt-free business.
EQUITY VALUE EQV = EnV ENTERPRISE VALUE - VALUE OF THIRD PARTIES + Cash & Equivalents value for shareholders or equity.

NON SHAREHOLDERS VALUE includes provisions and nominal borrowings to be considered including (for the specific purpose of this sheet) the net intercompany (debt less credit, items that therefore will not appear in net working capital of this sheet) and gross of cash.

It's been kept separate from the Enterprise Value the value of CASH, because it is considered a not yet invested value. Liquidity appears in equity but does not appear in enterprise value. So we can observe: WHIC ENTERPRISES HAVE NEGATIVE ENTERPRISE VALUE AND WHIC HAVE EQUITY LESS THAN CASH. The equation of this line of reasoning is this:
EV = EQV + value of third parties - Cash
if Cash> Eqv, EV - value of third parties = EqV – Cash < 0
i.e. the company with an equity less than cash is like an out of the money option and it would be not worthwhile to be exercised by reducing or eliminating leverage, see the section marked (***).

THE PARAMETERS OF CALCULATION

Fundamental parameter of the evaluation is the discount rate of the cash flow. It was mentioned that discounting has been made to the WACC (weighted average cost of capital) that is a weighted average of the rate of equity and debt. As the cost of debt was used a standard benchmark, ie Composite "cost of borrowing indicator for non-financial corporations" average monthly for Italy as noted by the ECB

As the cost of equity was used the result of this calculation: riskfree rate + (equity risk premium x Beta) The riskfree rate is given by Long-term interest rate statistics for EU Member States for Italy, The equity risk premium is given by a 5% flat rate. The index Beta measures the systematic risk than the market; indicates the risk due to a correlation, in this case, greater than one towards the market, coupled with the risk of greater volatility of returns compared to normal market: y is the performance of the equity and x the market performance $\beta (y, x) = \rho (y, x) * \sigma (y) / \sigma (x)$ where ρ is the correlation and σ volatility , then in essence β is the systematic risk as it is nothing but a sort of relative volatility to the market (ratio between the two volatility correct for the correlation between market movements and movements of the title considered). As is known from the model of Brownian motion, assuming a normal distribution of future cash flows per year, which is all the more plausible as more data considered (infinity projecting revenue streams operating satisfy that condition) , the volatility in the medium term, influence the expected value of average instantaneous annual cash flow μ according to this equation: $\mu - ½ \sigma ^2$, this is the correction we are going to apply to the value of working to capitalize on the annuity infinite value stream average operating per annum (μ is the average annual flow instant, $\mu - ½ \sigma ^2$ is the average annual flow in the medium to long term).

A final judgment on the parameters used for the evaluation, can be expressed by the buyer or seller, observing the REV Return on Enterprise Value, which calculates the percentage return of an investment of the enterprise value calculated comparing it with the Nopat: if the buyer believed to be able to be able to considerably increase this rate then it may find it convenient to purchase, if the seller believes that it is difficult for him to increase steadily over time or better to keep that rate without decrease, then it may find it convenient to sale. ATTENTION: BEFORE YOU DO THIS REASONING YOU MUST REMOVE ANY VALUE OF INVESTED ASSETS THAT DO NOT PRODUCE OPERATING CHARACTERISTIC INCOMES.

INTRODUCTION TO READ THE DATA SHEETS
The concepts of calculating the equity value that is of VALUE FOR SHAREHOLDERS, are based on the assumption that the current turnover will grow steadily over time at an average annual rate positive or negative as

indicated in the evaluation sheet (keep in mind that we reason on a infinite time, as for the perpetual annuity, using the formula for discounting, it gives a weight irrelevant to the cash flows more distant in time than those closer). In addition, it is assumed that the average annual investment's need each year on average over the long term, changes in perfect balance with the change in EBITDA. We are therefore making an "evaluation as is" without considering the actual business prospects interpretable only with the possession of a real budget: WE EVALUATE THE CURRENT TREND. It's assigned a remaining life of plant and machinery of 3.5 or 4.5 (depending on the capacity of your gross income to take into account cases of freshly made investments and income that has not yet adequate) years and is assigned a cost of renewal of the real estate equal to 5% per annum. The cash value considered, are postponed, in the sense that they take into consideration the following year; as regards instead the flow of value created in the last exercise, is incorporated in the operating values already present in growth of the balance sheet and considered under "CORPORATE ASSETS VALUE". It is assumed that once spent the useful life of the plants, the flow of production and income continue thanks to the costs of reinvestment and renewal, already incorporated in the technical depreciation and reinvestment rate. The flow value is not corrected with interest expense as: if a potential buyer pays the corresponding enterprise value, he purchases the property by shareholders and repays the lenders and then keeps for themselves the income that before flowed out with financial burdens, and if he pays only the shareholders with EQUITY VALUE, this is calculated by subtracting the net financial debt, but such debts have a maturity forward in time, so today not worth the nominal value , but they are worth the face value less than interest expense; behold therefore, that in the nominal value can be considered, already incorporated the interest of the debts. In subtract the third party's value, we also take in account the capitalization of the positive or negative flow related to the change in net working capital due by the future change in annual turnover.

INDICATORS AT THE END OF PAGE

They were calculated the most typical multipliers commonly detectable in the financial pages of the newspapers, here are to be used with a different criterion: obtained after performing the evaluation, do not indicate under-or over-valuation for company, but synthetically detect a greater or lesser incidence of adverse factors or of positive one in the calculation. So you shouldn't evaluate the company starting from them, but having started from the calculation of the assessment, the indicators are used to better understand the numbers obtained through an inter-comparison and interpretations of related indexes.

E.g. a possible relationship between an high Eqv / Earnings and a normal Eqv / equity, it can be read like a company with profits lower with respect to its market capitalization (keep in mind that the profit in this case is that of the final budget, therefore influenced by real factors).

An EV / EBITDA too low may also indicate that the average standard used in this study for the calculation of technical depreciation for the company in question is too low, but here it is necessary prudence in judging, because, as already mentioned, this factor must take into account not only technical but also the depreciation of the investment needs in the future life of the company, including in relation to the problems of change linked to major external economic factors. What is certain is that if the company had an investment rate above the industry average in the last year, then it is penalized by excessive load of technical depreciation, but if the company has invested a lot in three years but not managed to make adequate investment, then it can also be logical that is worth less than other businesses more efficient. Also you need to ask yourself: if many other companies in the sector the rate of technical depreciation does not create excessive problems, is it perhaps that the company's profitability is too low compared to the capital invested? To answer this question, rather than calculate and compare the ROI or similar indicators, it is best to look at the value of the Extra Yield of Invested Capital (in the bottom of the boards of financial statements in Top Tiles), if it has a negative value, the answer to question is certainly yes. An EV / EBITDA levels may also be due to a revaluation of assets higher than the industry average or it can also be due to a preponderance of asset value in general compared to the value of operation.

It is however useful to compare the indices of the individual company, with the average of the industry, and it is equally interesting to compare the sector indices with those expressed by the market of listed companies. We find sometimes companies with price earning much more than the average or those of the market, in such cases, first of all know that if that company was listed, it may also be assessed at a price / earnings similar to the average for the market, although the 'enterprise a greater intrinsic value, but would be penalized for the poor performance delivered by the value cut, except there are no expectations of increase in profitability. Some companies express a price / sales or price / book much lower than usual, and this can only mean that the value was affected by imbalances in the relationship between profitability, indebtedness and therefore also its own means.

A multiplier Price / Sales high, must also bring to analyze the asset value in comparison with the turnover: "The turnover is adequate to invested capital in the company?" If not, you probably would find tab, financial statement analysis, an Extra Yield of Invested Capital is too low or negative.

If EV / EBITDA multiple is too high does not mean that you have to "sell off" the company to return to a multiple more commonly accepted, it is to figure out if it is possible to restore profitability or, if not, whether it makes sense to run a spin-off of assets whose valre is diluted by a company mismatched or malfunctioning!

(***) A DIFFERENT POINT OF VIEW
EQUITY VALUE AS A PRIZE OF REAL OPTION: looking at the equity value from a different point of view, can be considered as the premium of a call option (a contract that gives the right to buy at maturity) on assets of the company, with a strike price equal to the third parties value. The interesting thing about this point of view, is that we know that a call option is exercised only when the underlying, in this case, the enterprise value, is higher than the strike (third parties value). So you should NOT exercise the option, then its value goes to zero, when the company enters into default, when the value of the underlying assets becomes less than the strike third parties value AND THIS HAPPENS WHEN THE EQUITY VALUE BECOMES LESS THAN CASH. Therefore the quote of this hypothetical option (the value of his prize which in this case is the equity value) should subside approaching zero as it increases the risk of default (or at least the greater is the perception of this risk by the market).

An observation:

A company that makes new investments in new plants or start from scratch another plant, increases its asset value but, in the immediate, the freshly made investments DECREASE ITS VALUE OF OPERATION ! In fact, he finds himself having more technical depreciation and start-up costs, without the certainty of the future income arising from investments and this uncertainty does not allow to increase the flow of future income until it is fully manifested the result of adding new operations.

TOP TILES SPAIN EQUITY VALUES

INDICE DELLE SCHEDE	Nr. Scheda
INDUSTRIA ESPAÑOLA DE BALDOSAS	**Scheda 001 e 002**
ALCALAGRES	Scheda 003 e 004
APE CERAMICA	Scheda 005 e 006
ARGENTA CERAMICA	Scheda 007 e 008
AZTECA PRODUCTS & SERVICES	Scheda 009 e 010
AZULEJO ESPAÑOL	Scheda 011 e 012
AZULEJOS ALCOR	Scheda 013 e 014
AZULEJOS ALCOR 1	Scheda 015 e 016
AZULEJOS BORJA	Scheda 017 e 018
AZULEJOS EL MIJARES	Scheda 019 e 020
AZULEJOS EL MIJARES CONSOLIDADO	Scheda 021 e 022
AZULEJOS MALLOL	Scheda 023 e 024
AZULEJOS PLAZA	Scheda 025 e 026
AZULEV	Scheda 027 e 028
AZULINDUS & MARTI	Scheda 029 e 030
BESTILE	Scheda 031 e 032
CERACASA	Scheda 033 e 034
CERAMICA GOMEZ	Scheda 035 e 036
CERAMICA LATINA	Scheda 037 e 038
CERAMICA MAYOR	Scheda 039 e 040
CERAMICA MERIDIANO	Scheda 041 e 042
CERAMICA NULENSE	Scheda 043 e 044
CERAMICA RIBESALBES	Scheda 045 e 046
CERAMICA SALONI	Scheda 047 e 048
CERAMICA SANTARELA	Scheda 049 e 050
CERAMICA TRES ESTILOS	Scheda 051 e 052
CERAMICA VILAR ALBARO	Scheda 053 e 054
CERAMICALCORA	Scheda 055 e 056
CERAMICAS BELCAIRE	Scheda 057 e 058
CERAMICA DE BELLAVISTA	Scheda 059 e 060
CERAMICAS DEL FOIX	Scheda 061 e 062
CERAMICAS FANAL	Scheda 063 e 064
CERAMICA GALA	Scheda 065 e 066
CERAMICAS MIMAS	Scheda 067 e 068
CERAMICAS MYR	Scheda 069 e 070
CERPA	Scheda 071 e 072
CEVICA	Scheda 073 e 074
CICOGRES	Scheda 075 e 076
CIFRE CERAMICA	Scheda 077 e 078
COMPACGLASS	Scheda 079 e 080
COTTOCER	Scheda 081 e 082
CRISTAL CERAMICAS	Scheda 083 e 084
DECOCER	Scheda 085 e 086
DELTAKER	Scheda 087 e 088
DUAL GRES	Scheda 089 e 090
DUNE CERAMICA	Scheda 091 e 092
EMIGRES	Scheda 093 e 094
EQUIPE CERAMICAS	Scheda 095 e 096
ESTUDIO CERAMICO.	Scheda 097 e 098
EXAGRES	Scheda 099 e 100
GAMA DECOR	Scheda 101 e 102
GRES DE ANDORRA	Scheda 103 e 104
GRES DE ARAGON	Scheda 105 e 106
GRES DE LA MANCHA	Scheda 107 e 108
GRES LA SAGRA	Scheda 109 e 110
GRESDUR	Scheda 111 e 112
GRESPANIA	Scheda 113 e 114
GUILLAMON BOU	Scheda 115 e 116
HALCON CERAMICAS	Scheda 117 e 118
HIJOS DE CIPRIANO CASTELLO ALFONSO	Scheda 119 e 120

INDICE DELLE SCHEDE	Nr. Scheda
IBEROALCORENSE	Scheda 121 e 122
INDUSTRIAS ALCORENSES CONFEDERADAS	Scheda 123 e 124
INCOAZUL	Scheda 125 e 126
INDUSTRIA COOPERADORA DEL AZULEJO	Scheda 127 e 128
INDUSTRIAS CERAMICAS BRANCOS	Scheda 129 e 130
JOSE OSET Y COMPANIA	Scheda 131 e 132
KERABEN GRUPO	Scheda 133 e 134
KERABEN GRUPO CONSOLIDADAS	Scheda 135 e 136
KERAMEX	Scheda 137 e 138
KEROS CERAMICA	Scheda 139 e 140
LA PLATERA	Scheda 141 e 142
MANUFACTURA INDUSTRIAL AZULEJERA	Scheda 143 e 144
MARAZZI IBERIA	Scheda 145 e 146
MAYOLICA AZULEJOS	Scheda 147 e 148
NATUCER	Scheda 149 e 150
NOVOGRES	Scheda 151 e 152
ONIX CERAMICA	Scheda 153 e 154
PAMESA CERAMICA	Scheda 155 e 156
PAVIMENTOS BECHI	Scheda 157 e 158
PERONDA CERAMICAS	Scheda 159 e 160
PORCELANICOS HDC	Scheda 161 e 162
PORCELANITE DOS	Scheda 163 e 164
PORCELANITE.	Scheda 165 e 166
PORCELANOSA	Scheda 167 e 168
PORCELANOSA SORMAN CONSOLIDADO	Scheda 169 e 170
REALONDA	Scheda 171 e 172
SPANISH TILES FROM NULES	Scheda 173 e 174
TECNIGRES	Scheda 175 e 176
TERRACOTA PAVIMENTOS DE GRES	Scheda 177 e 178
UNDEFASA.	Scheda 179 e 180
UNIVERSAL CERAMICA	Scheda 181 e 182
VENIS	Scheda 183 e 184
Fabricacion / venta de fritas y esmaltes	**Scheda 185 e 186**
AL FARBEN	Scheda 187 e 188
BRENDLE METALQUIMICA	Scheda 189 e 190
CERFRIT	Scheda 191 e 192
COLOR ESMALT	Scheda 193 e 194
COLORES CERAMICOS.	Scheda 195 e 196
COLORES CERAMICOS DE TORTOSA	Scheda 197 e 198
COLORKER.	Scheda 199 e 200
COLORKER CONSOLIDADO	Scheda 201 e 202
COLOROBBIA ESPAÑA	Scheda 203 e 204
COLOROBBIA ESPAÑA CONSOLIDADO	Scheda 205 e 206
COLORONDA	Scheda 207 e 208
ENDEKA CERAMICS	Scheda 209 e 210
ESMALDUR	Scheda 211 e 212
ESMALGLASS	Scheda 213 e 214
ESMALTES.	Scheda 215 e 216
FERRO SPAIN	Scheda 217 e 218
FRITTA.	Scheda 219 e 220
INNOVACIONES TECNICAS APLICADAS	Scheda 221 e 222
KERAFRIT	Scheda 223 e 224
SMALTICERAM ESPAÑA	Scheda 225 e 226
TORRECID	Scheda 227 e 228
TORRECID CONSOLIDADO	Scheda 229 e 230
VERNIS	Scheda 231 e 232
VIDRES	Scheda 233 e 234
ZIRCOSIL HOLDING	Scheda 235 e 236
MOLDES ESPECIALES PLAZA	Scheda 237 e 238
Atomizado	**Scheda 239 e 240**
ARCILLAS ATOMIZADAS	Scheda 241 e 242

INDICE DELLE SCHEDE	Nr. Scheda
ATOMIZADAS DE ALCORA	Scheda 243 e 244
ATOMIZADORA	Scheda 245 e 246
EUROATOMIZADO	Scheda 247 e 248
Materiales	**Scheda 249 e 250**
ADITIVOS CERAMICOS.	Scheda 251 e 252
BORAX ESPAÑA	Scheda 253 e 254
CHILCHES MATERIALS	Scheda 255 e 256
COPLOSA	Scheda 257 e 258
DECOROIL	Scheda 259 e 260
GARDENIA QUIMICA	Scheda 261 e 262
GUZMAN GLOBAL	Scheda 263 e 264
GUZMAN GLOBAL CONSOLIDADO	Scheda 265 e 266
KERAKOLL IBERICA	Scheda 267 e 268
LAMBERTI IBERIA	Scheda 269 e 270
LLANSA	Scheda 271 e 272
MARIO PILATO BLAT	Scheda 273 e 274
MEGACOLOR PRODUCTOS CERAMICOS	Scheda 275 e 276
MINERALES Y PRODUCTOS DERIVADOS	Scheda 277 e 278
MINERALS 2000	Scheda 279 e 280
NUEVOS PRODUCTOS CERAMICOS	Scheda 281 e 282
PRODUCTOS MINERALES PARA LA INDUSTRIA	Scheda 283 e 284
QUIMIALMEL	Scheda 285 e 286
COMERCIAL QUIMICA MASSO	Scheda 287 e 288
ZSCHIMMER E SCHWARZ ESPAÑA	Scheda 289 e 290
Otros	
EFI CRETAPRINT	Scheda 291 e 292
KERAJET	Scheda 293 e 294
LEVITILE IBERICA	Scheda 295 e 296
UNISYSTEMS	Scheda 297 e 298
KALEYDOS DESIGN	Scheda 299 e 300
LEVANTINA CONSOLIDADO	Scheda 301 e 302
EUROCASA PAVIMENTOS Y REVESTIMIENTOS	Scheda 303 e 304
L'ANTIC COLONIAL	Scheda 305 e 306
URBATEK CERAMICS	Scheda 307 e 308
PITARCH LOGISTICA	Scheda 309 e 310
RALLO HERMANOS	Scheda 311 e 312
TRANSPORTES MONFORT	Scheda 313 e 314
FABRICACION ESPAÑOLA SANITARIA	Scheda 315 e 316
ROCA CORPORACION CONSOLIDADO	Scheda 317 e 318
ROCA SANITARIO	Scheda 319 e 320
SYSTEM POOL	Scheda 321 e 322
RECTIFICADOS PULIDOS CERAMICOS	Scheda 323 e 324