

---

# Prof. Eugenio Comuzzi

Ordinario di Economia Aziendale nell'Università di Udine  
Docente di Ragioneria 1 e 2, Metodologie e Determinazioni Quantitative d'Azienda 1 e 2,  
Economia dei Gruppi nell'Università di Udine

**20int, Metodologie 1**

**Valore d'impresa e sue configurazioni**  
**Preparazione esame**  
**Basi**

# L'agenda

---

- Riprendere e approfondire i fondamentali in tema di determinazione del valore aziendale
- Supportare l'analisi con la presentazione e la discussione di casi aziendali mirati
- Individuare eventuali errori di carattere metodologico e strumentale compiuti dall'analista

# Il caso GH. La presentazione

## Il caso

GH Spa opera nel settore della commercializzazione al dettaglio di prodotti per l'edilizia nell'Alta Marca Trevigiana. L'impresa è di proprietà dei coniugi Verdi (Antonio e Maria) che hanno fondato la società nel 1965. La direzione dell'impresa è affidata ad Antonio Verdi. Dopo i tassi di sviluppo consistenti avuti negli anni scorsi il settore, nel territorio specifico, appare caratterizzato da una sostanziale stabilità determinata dall'esaurimento delle aree edificabili e le prospettive di sviluppo appaiono contenute.

La situazione economico-finanziaria dell'impresa al 31/12/2004 viene di seguito rappresentata.

## La situazione economico-finanziaria

Attivo	31/12/2003	31/12/2004	Passivo	31/12/2003	31/12/2004
Terreni e fabbricati	8.000	8.000	Capitale sociale	2.000	2.000
Impianti e macchinari	1.700	1.700	Riserve e utile	3.000	3.000
Attrezzature	2.300	2.300	F.do Tfr	2.100	2.100
Prodotti finiti e merci	2.500	2.500	Debiti vs fornitori	2.400	2.400
Disponibilità liquide	0	0	Debiti di finanziam	5.000	5.000
<b>Totale</b>	<b>14.500</b>	<b>14.500</b>	<b>Totale</b>	<b>14.500</b>	<b>14.500</b>

Costi		31/12/2004	Ricavi		31/12/2004
Rimanenze		2.500	Ricavi di vendita		15.000
Costi variabili car		7.500	Rimanenze		2.500
Ammortamenti car		3.000			
Oneri finanziari		500			
Oneri tributari		2.000			
Utile		2.000			
<b>Totale costi</b>		<b>17.500</b>	<b>Totale a pareggio</b>		<b>17.500</b>

# Il caso GH. La presentazione

---

## Il problema

Nel corso del 2005 il Dott. Rossi, consulente dell'impresa, viene chiamato per determinare il valore economico dell'impresa.

## Le ipotesi alla base della valutazione

Sulla base dei dati a disposizione del professionista si ipotizza che l'impresa mantenga un livello di svi-luppo pari a 0 mentre i livelli di efficienza rimangano costanti, dando continuità ai risultati registrati nel 2004. Si ipotizza che l'impresa effettui una politica degli investimenti in immobilizzazioni di semplice rinnovo degli impianti obsoleti, mentre non si prevedono investimenti in capitale circolante. Il dettaglio dei dati previsionali viene di seguito riportato. I paragrafi successivi contengono le elaborazioni svolte dal professionista

Variabile	Descrizione
Intangible assets	Nessuno, pari a 0
Tassi di crescita del fatturato	Nulli, pari a 0
Politiche di finanziamento	Mantenimento della situazione attuale
Investimenti in capitale circolante	Nulli, pari a 0
Investimenti in capitale immobilizzato	Contenuti, pari agli ammortamenti

## Alcune informazioni di base

Descrizione	Valori
Costo del capitale di rischio	20%
Costo del capitale di prestito	10%
Valore di mercato del capitale di rischio	10.000
Valore di mercato del capitale di debito	5.000
Incidenza oneri tributari	50%
Plusvalenze inesprese	I terreni e fabbricati presentano un valore di mercato pari a 13.000 con plusvalenze pari a 5.000
Altri dati di settore	I risultati ottenuti dall'impresa sono pari alla media di settore

# Il caso GH. La presentazione

---

## Il rendiconto economico prospettico

Descrizione	2005	2006	2007	2008	2009	2010-∞
Ricavi di vendita	15.000	15.000	15.000	15.000	15.000	15.000
Costi variabili	7.500	7.500	7.500	7.500	7.500	7.500
<b>Margine operativo lordo</b>	<b>7.500</b>	<b>7.500</b>	<b>7.500</b>	<b>7.500</b>	<b>7.500</b>	<b>7.500</b>
Ammortam e accant	3.000	3.000	3.000	3.000	3.000	3.000
<b>Risultato operativo caratteristico</b>	<b>4.500</b>	<b>4.500</b>	<b>4.500</b>	<b>4.500</b>	<b>4.500</b>	<b>4.500</b>
Oneri finanziari	500	500	500	500	500	500
Oneri tributari	2.000	2.000	2.000	2.000	2.000	2.000
<b>Risultato netto</b>	<b>2.000</b>	<b>2.000</b>	<b>2.000</b>	<b>2.000</b>	<b>2.000</b>	<b>2.000</b>

## Il rendiconto patrimoniale prospettico

Descrizione	2005	2006	2007	2008	2009	2010-∞
Capitale circolante netto	100	100	100	100	100	100
Capitale immobilizzato netto	9.900	9.900	9.900	9.900	9.900	9.900
<b>Capitale investito netto</b>	<b>10.000</b>	<b>10.000</b>	<b>10.000</b>	<b>10.000</b>	<b>10.000</b>	<b>10.000</b>
Finanziamenti da terzi	5.000	5.000	5.000	5.000	5.000	5.000
Patrimonio netto	5.000	5.000	5.000	5.000	5.000	5.000
<b>Capitale finanziato netto</b>	<b>10.000</b>	<b>10.000</b>	<b>10.000</b>	<b>10.000</b>	<b>10.000</b>	<b>10.000</b>

# Il caso GH.

## La determinazione del valore

### Gli approcci FCFO

Variabili	Momento di valutaz m0						
		2005	2006	2007	2008	2009	2010-∞
<b>1. Margine operativo lordo</b>		<b>7.500</b>	<b>7.500</b>	<b>7.500</b>	<b>7.500</b>	<b>7.500</b>	
2. Investim/disinvestim capitale circolante		0	0	0	0	0	
3. Investim/disinvestim capitale immobilizzato		-3.000	-3.000	-3.000	-3.000	-3.000	
<b>4. Flusso di cassa operat lordo</b>		<b>4.500</b>	<b>4.500</b>	<b>4.500</b>	<b>4.500</b>	<b>4.500</b>	
5. Oneri tributari su RO		2.250	2.250	2.250	2.250	2.250	
<b>6. Flusso di cassa operat netto, FCFO</b>		<b>2.250</b>	<b>2.250</b>	<b>2.250</b>	<b>2.250</b>	<b>2.250</b>	
7. Fattore di attualizzazione		0,87	0,76	0,66	0,57	0,50	
<b>8. Valore attuale FCFO</b>	<b>7.542,3</b>	<b>1.956,5</b>	<b>1.701,3</b>	<b>1.479,4</b>	<b>1.286,4</b>	<b>1.118,6</b>	
<b>9. FCFO prodotto nel periodo residuo</b>							<b>2.250</b>
<b>10. Valore attuale FCFO prodotti nel periodo residuo</b>	<b>7.457,7</b>					<b>15.000</b>	
<b>11. Valore potenziale riferibile all'azienda nel momento 0 (8+10)</b>	<b>15.000,0</b>						
<b>12. Valore del debito</b>	<b>5.000,0</b>						
<b>13. Valore potenziale riferibile all'equity nel momento 0 (11-12)</b>	<b>10.000,0</b>						

# Il caso GH.

## La determinazione del valore

### Gli approcci FCFE

Variabili	Momento di valutaz m0	2005	2006	2007	2008	2009	2010-∞
		1. Margine operativo lordo	7.500	7.500	7.500	7.500	7.500
2. Investim/disinvestim capitale circolante		0	0	0	0	0	
3. Investim/disinvestim capitale immobilizzato		-3.000	-3.000	-3.000	-3.000	-3.000	
4. Rimborsi/versamenti di capitale di prestito		0	0	0	0	0	
5. Oneri finanziari		500	500	500	500	500	
6. Oneri tributari su Risultato prima OT		2.000	2.000	2.000	2.000	2.000	
7. Flusso di cassa disponibile per gli azionisti, FCFE		2.000	2.000	2.000	2.000	2.000	
8. Fattore di attualizzazione		0,83	0,69	0,58	0,48	0,40	
9. Valore attuale FCFE	5.981,2	1.666,7	1.388,9	1.157,4	964,5	803,8	
10. FCFE prodotto nel periodo residuo							2.000
11. Valore attuale FCFE prodotti nel periodo residuo	4.018,8					10.000	
12. Valore potenziale riferibile all'equity nel momento 0 (9+11)	10.000,0						
13. Valore del debito	5.000,0						
14. Valore potenziale riferibile all'azienda nel momento 0 (12+13)	15.000,0						

# Il caso GH.

## La determinazione del valore

### Gli approcci RO

Variabili	Momento di valutaz m0	2005	2006	2007	2008	2009	2010-∞
		1. Ricavi di vendita	15.000	15.000	15.000	15.000	15.000
2. Costi var		7.500	7.500	7.500	7.500	7.500	
3. Ammortam e accant		3.000	3.000	3.000	3.000	3.000	
<b>4. Risultato operat carat</b>		<b>4.500</b>	<b>4.500</b>	<b>4.500</b>	<b>4.500</b>	<b>4.500</b>	
5. Oneri tributari su RO		2.250	2.250	2.250	2.250	2.250	
<b>6. Risultato operativo netto, RO</b>		<b>2.250</b>	<b>2.250</b>	<b>2.250</b>	<b>2.250</b>	<b>2.250</b>	
7. Fattore di attualizzazione		0,87	0,76	0,66	0,57	0,50	
<b>8. Valore attuale RO</b>	<b>7.542,3</b>	<b>1.956,5</b>	<b>1.701,3</b>	<b>1.479,4</b>	<b>1.286,4</b>	<b>1.118,6</b>	
<b>9. RO prodotti nel periodo residuo</b>							<b>2.250</b>
<b>10. Valore attuale RO prodotti nel periodo residuo</b>	<b>7.457,7</b>					<b>15.000</b>	
<b>11. Valore potenziale riferibile all'azienda al momento 0 (8+10)</b>	<b>15.000,0</b>						
<b>12. Valore del debito</b>	<b>5.000,0</b>						
<b>13. Valore potenziale riferibile all'equity al momento 0 (11-12)</b>	<b>10.000,0</b>						

# Il caso GH.

## La determinazione del valore

### Gli approcci RN

Variabili	Momento di valutaz m0	2005	2006	2007	2008	2009	2010-∞
		1. Ricavi di vendita	15.000	15.000	15.000	15.000	15.000
2. Costi var		7.500	7.500	7.500	7.500	7.500	
3. Ammortam e accant		3.000	3.000	3.000	3.000	3.000	
<b>4. Risultato operat carat</b>		<b>4.500</b>	<b>4.500</b>	<b>4.500</b>	<b>4.500</b>	<b>4.500</b>	
5. Oneri finanziari		500	500	500	500	500	
6. Oneri Tributari		2.000	2.000	2.000	2.000	2.000	
<b>7. Risultato netto, RN</b>		<b>2.000</b>	<b>2.000</b>	<b>2.000</b>	<b>2.000</b>	<b>2.000</b>	
8. Fattore di attualizzazione		0,83	0,69	0,58	0,48	0,40	
<b>9. Valore attuale RN</b>	<b>5.981,2</b>	<b>1.666,7</b>	<b>1.388,9</b>	<b>1.157,4</b>	<b>964,5</b>	<b>803,8</b>	
<b>10. RN prodotti nel periodo residuo</b>							<b>2.000</b>
<b>11. Valore attuale RN prodotti nel periodo residuo</b>	<b>4.018,8</b>					<b>10.000</b>	
<b>12. Valore potenziale riferibile all'equity al momento 0 (9+11)</b>	<b>10.000,0</b>						
<b>13. Valore del debito</b>	<b>5.000,0</b>						
<b>14. Valore potenziale riferibile all'azienda al momento 0 (12+13)</b>	<b>15.000,0</b>						

# Il caso GH.

## La determinazione del valore

### Gli approcci EVA

Variabili		Momento di valutaz m0	2005	2006	2007	2008	2009	2010-∞
1.	Ricavi di vendita		15.000	15.000	15.000	15.000	15.000	
2.	Costi variabili		7.500	7.500	7.500	7.500	7.500	
3.	Var Rimanenze		0	0	0	0	0	
<b>4.</b>	<b>Margine operativo lordo</b>		<b>7.500</b>	<b>7.500</b>	<b>7.500</b>	<b>7.500</b>	<b>7.500</b>	
5.	Ammortam e accant		3.000	3.000	3.000	3.000	3.000	
<b>6.</b>	<b>Risultato operat carat</b>		<b>4.500</b>	<b>4.500</b>	<b>4.500</b>	<b>4.500</b>	<b>4.500</b>	
7.	Oneri tributari		2.000	2.000	2.000	2.000	2.000	
8.	Beneficio fiscale su OF		250	250	250	250	250	
<b>9.</b>	<b>NOPAT</b>		<b>2.250</b>	<b>2.250</b>	<b>2.250</b>	<b>2.250</b>	<b>2.250</b>	
10.	Costo del capitale		15,00%	15,00%	15,00%	15,00%	15,00%	
11.	Capitale investito		10.000	10.000	10.000	10.000	10.000	
<b>12.</b>	<b>EVA (9-10*11)</b>		<b>750</b>	<b>750</b>	<b>750</b>	<b>750</b>	<b>750</b>	
13.	Fattore di attualizzazione		0,87	0,76	0,66	0,57	0,50	
<b>14.</b>	<b>Valore attuale EVA</b>	<b>2.514,1</b>	<b>652,2</b>	<b>567,1</b>	<b>493,1</b>	<b>428,8</b>	<b>372,9</b>	
<b>15.</b>	<b>EVA potenziali creati nel periodo residuo</b>							<b>750</b>
<b>16.</b>	<b>Valore attuale EVA potenziali nel periodo residuo</b>	<b>2.485,9</b>					<b>5.000</b>	
<b>17.</b>	<b>Valore attuale degli EVA complessivamente creati (14+16)</b>	<b>5.000,0</b>						
<b>18.</b>	<b>Valore del capitale investito</b>	<b>10.000,0</b>						
<b>19.</b>	<b>Valore potenziale riferibile all'azienda al momento 0 (17+18)</b>	<b>15.000,0</b>						
<b>20.</b>	<b>Valore del debito</b>	<b>5.000,0</b>						
<b>21.</b>	<b>Valore potenziale riferibile all'equity al momento 0 (19-20)</b>	<b>10.000,0</b>						

# Il caso GH.

## La determinazione del valore

### Gli approcci misti con evidenziazione del goodwill

Variabili	Momento di valutaz M0						
		2005	2006	2007	2008	2009	2010-∞
1. Reddito medio dell'impresa		2.000	2.000	2.000	2.000	2.000	
2. Reddito netto medio di settore		2.000	2.000	2.000	2.000	2.000	
<b>3. Sovraredditi (1-2)</b>		<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	
4. Fattore di attualizzazione		0,87	0,76	0,66	0,57	0,50	
<b>5. Valore attuale dei sovraredditi</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	
<b>6. Sovraredditi potenziali nel periodo residuo</b>							<b>0</b>
<b>7. Valore attuale dei sovraredditi potenziali nel periodo residuo</b>	<b>0,0</b>					<b>0</b>	
8. Avviamento	0,0						
9. Capitale netto	5.000,0						
10. Plusvalenze inesprese	5.000,0						
<b>11. Valore potenziale riferibile all'equity al momento 0 (8+9+10)</b>	<b>10.000,0</b>						
12. Valore del debito	5.000,0						
<b>13. Valore potenziale riferibile all'azienda al momento 0 (11+12)</b>	<b>15.000,0</b>						

# Il caso GH.

## La determinazione del valore

---

### Gli approcci patrimoniali semplici

Variabili	Momento di valutaz M0						
		2005	2006	2007	2008	2009	2010-∞
1. Terreni e fabbricati	13.000						
2. Impianti e macchin	1.700						
3. Attrezzature	2.300						
4. Prodotti finiti e merci	2.500						
5. Disponibilità liquide	0						
<b>6. Totale attivo</b>	<b>19.500</b>						
7. F.do Tfr	2.100						
8. Debiti vs fornitori	2.400						
<b>9. Totale passivo</b>	<b>4.500</b>						
<b>10. Valore potenziale riferibile all'azienda al momento 0</b>	<b>15.000</b>						
<b>11. Valore del debito</b>	<b>5.000</b>						
<b>12. Valore potenziale riferibile all'equity al momento 0 (10-11)</b>	<b>10.000</b>						

# Il caso GH.

## La determinazione del valore

---

### Gli approcci patrimoniali complessi

Variabili	Momento di valutaz M0	2005	2006	2007	2008	2009	2010-∞
1. Terreni e fabbricati	13.000						
2. Impianti e macchinari	1.700						
3. Attrezzature	2.300						
4. Prodotti finiti e merci	2.500						
<b>5. Totale attivo</b>	<b>19.500</b>						
6. F.do Tfr	2.100						
7. Debiti vs fornitori	2.400						
<b>8. Totale passivo</b>	<b>4.500</b>						
<b>9. Valore degli assets materiali</b>	<b>15.000</b>						
<b>10. Valore dei beni immateriali</b>	<b>0</b>						
<b>11. Valore potenziale riferibile all'azienda al momento 0</b>	<b>15.000</b>						
<b>12. Valore del debito</b>	<b>5.000</b>						
<b>13. Valore potenziale riferibile all'equity al momento 0 (11-12)</b>	<b>10.000</b>						

# Il caso GH.

## La determinazione del valore

---

La comparazione dei risultati raggiunti

Modello	Valore dell'equity	Valore del debito	Valore dell'impresa
FCFO	10.000	5.000	15.000
FCFE	10.000	5.000	15.000
Reddito operativo	10.000	5.000	15.000
Reddito netto	10.000	5.000	15.000
EVA	10.000	5.000	15.000
Misto con goodwill	10.000	5.000	15.000
Patrimoniale semplice	10.000	5.000	15.000
Patrimoniale complesso	10.000	5.000	15.000