



Easy Share Finance S.a.S.
di Antonella Antonelli & C.

+39 035 260900

info@easysharefinance.com

www.easysharefinance.com

Via W. Goethe, 24
24128 Bergamo (BG)

EVALUEO



LA CONVERGENZA DI DUE MODELLI DI VALUTAZIONE: EVA E DCF

PREMESSA

EVA, acronimo di *Economic Value Added*, è uno strumento ideato per misurare le performance finanziarie dell'impresa. Oltre a ciò può fornire risposta a domande quali:

- Il rendimento economico di un business copre il costo del capitale impiegato per attuarlo?
- L'impresa crea o distrugge valore?
- Quale *vision* abbiamo dell'azienda nel futuro? Che legame esiste tra valore creato e prezzo dell'azione?

EVA è un metodo di quantificazione del valore generato da un'attività, al netto del costo delle risorse impiegate per realizzarla.

Partendo dalla base contabile, vengono determinati i free cash flow, in modo da misurare la performance storica o prospettica. Si traduce in un legame ideale e pratico tra contabilità, performance e valutazione d'impresa.

EVA rappresenta un messaggio più forte e più chiaro di altri indicatori come EBIT, ROI, ROE, EPS perché, a differenza di questi, tiene in considerazione la capacità dell'impresa di coprire il costo del capitale impiegato.

METODOLOGIA DI CALCOLO

Partendo dallo spread tra il rendimento e il costo del capitale, si moltiplica il valore così ottenuto per il valore contabile modificato del capitale impiegato nell'attività caratteristica:

$$EVA = \left(\frac{NOPAT}{CI} - WACC \right) * CI$$

ovvero:

$$EVA = (ROCE - k) * CI$$

dove:

NOPAT = EBIT - imposte

ROCE = NOPAT/CI

CI = Capitale investito inizio anno

WACC = Costo medio ponderato del capitale

L'interpretazione della (1) suggerisce che è possibile incrementare l'EVA, incoraggiando i manager a creare valore, nei seguenti modi:

1. ridurre i costi e/o aumentare i ricavi, senza incremento di CI;
2. investire nuovo capitale o sviluppare il business solo attraverso progetti con NPV positivo;
3. ridurre il CI, prelevandolo da usi non produttivi e restituendolo agli investitori;
4. ridurre WACC attraverso strategie finanziarie e la comunicazione esterna.



Easy Share Finance S.a.S.
di Antonella Antonelli & C.

☎ +39 035 260900

✉ info@easysharefinance.com

🌐 www.easysharefinance.com

📍 Via W. Goethe, 24
24128 Bergamo (BG)

Il legame tra EVA e valore d'impresa, ossia il suo utilizzo come metodologia di *corporate valuation*, deriva dal concetto noto come MVA, acronimo di *Market Value Added*. Poiché un'impresa può essere vista come investimento unico, in cui il prezzo pagato corrisponde all'attualizzazione dei flussi futuri, se si attualizzano i flussi EVA prospettici, si ottiene il MVA.

Il valore di mercato di una impresa è dato allora dalla somma:

Valore impresa = MVA + CI

Il MVA è quindi la differenza tra il valore di mercato e il capitale impiegato: misura lo spread tra la ricchezza investita e il NPV atteso dall'investitore. Per un'impresa quotata, il valore delle azioni è il riflesso della somma dei NPV generati da tutti i progetti iniziati e pianificati per il futuro.

Tale è la ragione per cui l'EVA si qualifica come strumento sia di controllo delle attività del management, sia di quantificazione della creazione di valore.

Aumentare il MVA è il più importante obiettivo della direzione.

Questo stretto legame tra EVA e MVA presuppone che ogni aumento di EVA dovrebbe essere strettamente seguito da un aumento nel MVA. Ma per questo, sono necessarie alcune rettifiche da apportare ai bilanci civilistici.

APPLICAZIONE PRATICA

Vengono raccomandate almeno 122 correzioni di anomalie contabili, alcune delle quali sono importanti per ogni tipo di azienda. In particolare:

1. Per rendere omogeneo il rapporto NOPAT/CI e WACC è necessario depurare il primo da componenti reddituali di natura finanziaria celati nel risultato operativo. In tal modo si separano le decisioni relative agli investimenti ed il loro risultato in termini di rendimento, dalle decisioni di finanziamento, i cui effetti vengono sintetizzati nel costo medio ponderato del capitale (WACC);
2. Il secondo tipo di correzioni invece serve ad assicurare la coerenza tra gli elementi inclusi nel capitale investito e la misura del NOPAT impiegata per calcolare il rendimento. Alcune poste patrimoniali possono essere considerate afferenti o meno all'area operativa. In funzione della scelta effettuata, che può variare da azienda ad azienda, è necessario rettificare il NOPAT, includendo o escludendo le relative componenti reddituali;
3. Il terzo tipo di correzioni, serve a ripartire i risultati tra gli esercizi, riconoscendo, per esempio, che i costi sostenuti per R&D, pubblicità e promozione porteranno benefici anche negli anni successivi, e che, conseguentemente, è corretto far scontare a questi esercizi il relativo costo;
4. Passare alla contabilità tipo FIFO.

Se correttamente applicato, il metodo EVA deve fornire lo stesso risultato del metodo DCF. Si consideri il semplice esempio: un'impresa petrolifera decide di investire in un nuovo pozzo dalla capacità estrattiva di 200 barili in 5 anni. Per lo sviluppo di tale progetto si rende necessario un esborso iniziale di € 1.500, pertanto la quota di ammortamento per barile risulta di 7,5 (1.500/200). I costi operativi per barile sono pari ad € 5, le imposte sul NOPAT pari al 41,25%, il WACC al 10% (vedi tabella 1). Il valore attuale dei flussi di cassa futuri è di 1.704, detratto l'esborso iniziale, produce



Easy Share Finance S.a.S.
di Antonella Antonelli & C.

+39 035 260900

info@easysharefinance.com

www.easysharefinance.com

Via W. Goethe, 24
24128 Bergamo (BG)

un NPV di 204. Ma anche la somma dei valori attuali degli EVA futuri è esattamente pari a 204. Il modello di attualizzazione dell'EVA è identico alla procedura di attualizzazione dei flussi di cassa, ma presenta il vantaggio di focalizzare l'assunto che è la qualità e non il livello corrente del flusso di cassa ciò che ha veramente importanza.

Inoltre, consente di valutare la performance in un singolo periodo, a differenza dei metodi basati sul NPV che valutano ad oggi una serie di flussi futuri. Motivo per cui diventa strumento di controllo e di incentivazione del management, che non avrebbe interesse a spendere capitale in maniera poco oculata, perché in ciascun esercizio anno sarà possibile valutare la ricchezza creata.

CRITICA AL MODELLO

Questa metodologia non è, tuttavia, completamente esente da difetti. Se venissero realmente compresi i suoi punti di forza e di debolezza, ciò permetterebbe sicuramente un suo utilizzo ancor più proficuo. A tale scopo, vale la pena considerare alcuni aspetti.

Si dice che l'EVA, più di ogni altro indicatore o modello, sia in grado di spiegare la correlazione tra valore di impresa e valore delle azioni. In genere questa affermazione viene sempre avvalorata dalla testimonianza di un CEO di qualche prestigiosa società multinazionale. Tuttavia numerosi studi empirici hanno dimostrato che la correlazione tra rendimenti azionari e EVA per share, pur essendo positiva, si limiterebbe al 20,2%. Ciò vuol dire che l'80% delle 566 aziende analizzate nella ricerca, nel corso di dieci anni, non trovano giustificazione dei loro corsi azionari con tale metodologia. Ma ciò che appare ancor più sorprendente è che il ROA dello stesso campione presenta una correlazione del 24,5%!

DCF / ANNI	1	2	3	4	5
Volumi	60	50	40	30	20
Prezzi futuri	18	18	18	18	18
+Fatturato	1.080	900	720	540	360
-Ammortamenti	450	375	300	225	150
-Costi Operativi	300	250	200	150	100
=Reddito Lordo	300	275	220	165	110
-Imposte	136,1	113,4	91	68,1	45,4
=Reddito netto	193,9	161,6	129	96,9	64,6
Free cash flow	643,9	536,6	429	321,9	214,6
Fattore di sconto	0,909	0,826	0,8	0,683	0,621
Valore attuale dei FCF	585,3	443,4	323	219,9	133,3
NPV	204				

Tabella 1 - Confronto DCF e EVA

EVA® / ANNI	1	2	3	4	5
Volumi	60	50	40	30	20
Prezzi futuri	18	18	18	18	18
+Fatturato	1.080	900	720	540	360
-Ammortamenti	450	375	300	225	150
-Costi Operativi	300	250	200	150	100
=Reddito Lordo	300	275	220	165	110
-Imposte	136,1	113,4	91	68,1	45,4
=Reddito netto (NOPAT)	193,9	161,6	129	96,9	64,6
Capitale Investito Netto - Anno	1	2	3	4	5
CI inizio anno	1.500	1.050	675	375	150
k * CI	150	105	68	38	15
EVA ® futuri	44	57	62	59	50
Fattore di sconto	0,91	0,83	0,75	0,68	0,62
Valore attuale EVA®	40	47	46	41	31
Somma di tutti i valori attuali (MVA)	204				



Easy Share Finance S.a.S.
di Antonella Antonelli & C.

+39 035 260900

info@easysharefinance.com

www.easysharefinance.com

Via W. Goethe, 24
24128 Bergamo (BG)

È comune convinzione che ciò sia dovuto al tipo di imprese esaminate. Per imprese “multibusiness” l’EVA è senz’altro da preferirsi al metodo DCF, in quanto permette di quantificare il contributo di ciascuna area strategica d’affari (ASA). A livello di singolo business il metodo EVA suggerisce la cancellazione dei progetti d’investimento e la razionalizzazione di quelle linee che generano EVA negativi. A livello corporate giustifica l’uscita da settori a scarso rendimento e a limitare gli investimenti in settori marginali. Tuttavia una tale visione semplicistica non considera le interrelazioni tra ASA, ossia, è possibile che l’abbandono di un’ASA abbia anche implicazioni in altri settori dell’azienda. Va inoltre sottolineato che l’EVA non sostituisce, ma completa l’analisi tramite DCF, apprezzando qualità e origine del valore.

Aziende monobusiness, tipicamente di piccola-media dimensione, non quotate, trovano nella metodologia DCF sicuramente riscontri più veritieri, poiché consente di evidenziare eventuali tensioni finanziarie. L’impresa, così focalizzata, è pari ad un grande investimento, con esborso iniziale pari all’equity value e a fronte del quale vengono prodotti flussi di cassa in grado di remunerare i finanziatori e liberare ricchezza aggiuntiva per l’azionista.

L’EVA può aumentare nel breve periodo con la riduzione di spese di marketing, R&D e nuovi impianti, ma con conseguenze negative nel lungo periodo. Da qui, la necessità di studiare sistemi di incentivazione del management che scoraggino una visione ristretta, ma che avvicinino sempre più gli interessi degli azionisti. I quali devono essere interessati a politiche lungimiranti e di ampio respiro.