



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)

# LE VALUTAZIONI DEGLI INTANGIBLE ASSETS

## di Maurizio Nizzola

### SOMMARIO

1. La valutazione degli “intangibles”: principi e finalità
2. Metodi di valutazione degli “intangibles”
3. Valutazione del portafoglio brevettuale di un’impresa
4. Esempio di applicazione del “metodo del costo di riproduzione”
5. Esempio di applicazione del “metodo del premium price”
6. Esempio di applicazione del metodo “tassi di royalty comparabili”
7. Valutazione degli *intangibles* con il metodo *DCF* e stima del *WACC*



Easy Share Finance S.p.A.  
di Antonella Antonelli & C.

☎ +39 035 260900

✉ info@easyssharefinance.com

🌐 www.easyssharefinance.com

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

## 1. La valutazione degli “intangibles”: principi e finalità

Un problema molto rilevante in tema di valutazione del capitale economico d'impresa riguarda la stima degli elementi immateriali, cosiddetti “intangibles”. Va detto che dai dati contabili, economici e finanziari, non si riesce a determinare un valore accettabile di questi beni, in particolare per quanto concerne il loro impatto sui flussi di reddito o di cassa attesi. A seguito della crescita di competitività sui mercati, per effetto della globalizzazione, si osserva un progressivo trasferimento d'importanza, negli *asset aziendali* dalle immobilizzazioni tecniche a quelle immateriali. Queste ultime, quindi, tendono a essere considerate quale fattore critico di successo, sia a livello d'immagine, che di redditività futura. Poiché non è possibile prescindere da un'attenta stima degli elementi immateriali, occorre affrontare il problema di come determinarne il valore. Poiché nella valorizzazione dei beni immateriali è frequente la possibilità di duplicazioni e sovrapposizioni, è importante caratterizzarne i concetti correlati. Si tende in genere ad apprezzare autonomamente solo gli intangibili che possono essere individuati in maniera specifica, esprimendo un valore di sintesi all'interno dell'avviamento quelli che, pur non possedendo i requisiti indicati dalla definizione prescelta, meritano un apprezzamento. Nella pratica il bene immateriale deve avere le seguenti caratteristiche:

- *trasferibilità*: deve cioè essere cedibile a terzi.
- *misurabilità*: deve essere possibile misurarne il valore.
- *utilità differita*: deve essere all'origine di costi, che abbiano utilità futura.

Possiamo distinguere gli *intangibles* in due macro categorie:

Immobilizzi immateriali afferenti l'Area Tecnologica	
Tecnologia	Posizione di mercato e immagine
Know-how	Registrazione dei marchi
Brevetti	Idee promozionali, ricerche mercato

  

Immobilizzi immateriali afferenti l'Area Marketing	
Nome e logo della società	Posizione di mercato e immagine
Marchi	Registrazione dei marchi
Insegne	Grafica e modelli proprietari
Strategie di Marketing	Idee promozionali, ricerche mercato
Immagine di prodotto	Confezione del prodotto, garanzie

Nel caso in cui i valori degli immobilizzi immateriali appaiano collegati sia all'*area del mercato* sia a quella della *tecnologia*, ci si riferisce al criterio della dominanza, per cui, esistendo *asset* diversi lungo tutta la catena del valore, si riconoscono o beni legati alla Tecnologia o al Marketing in base alla prevalenza di un'area rispetto all'altra



Easy Share Finance S.p.A.  
di Antonella Antonelli & C.

+39 035 260900

info@easyssharefinance.com

www.easyssharefinance.com

Via W. Goethe, 24  
24128 Bergamo (BG)

## Scopi di una valutazione dei brevetti e dei marchi

Una valutazione degli *intangibles*, in particolare dei marchi dei brevetti, può essere richiesta nei seguenti casi:

- *Impairment test* e verifica che le attività siano iscritte in bilancio a un valore non superiore a quello recuperabile. Quest'ultimo valore può essere determinato considerando sia l'utilizzo dell'attività, sia la sua vendita. Nel caso in cui si rilevi un'eccedenza del valore di bilancio rispetto a quello recuperabile, l'attività evidenzia una riduzione di valore da considerare nel conto economico (*impairment*). Questo processo è disciplinato dalla normativa IAS art. 36: «Riduzione durevole di valore delle attività»;
- *Procedure concorsuali*, nel caso di liquidazione, concordato preventivo o fallimento si richiede una valutazione corretta degli *intangibles*, anche in funzione di un'eventuale cessione a terzi degli stessi;
- *Transazione, cessione dell'azienda o di singoli asset*;
- *Concessione o acquisizione di licenze*, nel caso in cui gli *asset* rimangano di proprietà dell'impresa e siano concessi in uso o in licenza;
- *Operazioni di finanza straordinaria*;
- *Vertenze per contraffazioni*;
- *Joint-Venture*.

## **2. Metodi di valutazione degli “intangibles”**

Non esistono, a tutt'oggi, metodi certi e universalmente accettati nella stima del valore dei beni immateriali. In base alle applicazioni note e agli usi correnti, emergono tre diversi modelli applicativi.

### 1. Approccio legato al costo

- costo storico residuale
- costo di riproduzione

### 2. Approccio legato alle prospettive economiche

- attualizzazione dei risultati differenziali
- attualizzazione dei flussi di cassa

### 3. Approccio orientato al mercato

- tasso di royalty comparabile
- multipli di mercato

## **Metodo del costo storico residuale**

Questo metodo permette di stimare il valore degli *intangibles* applicando un'analisi dei costi sostenuti per la loro realizzazione e considerando, altresì, la vita utile residua.

Criterio di applicazione

Costo storico = Totale costi sostenuti per la realizzazione del bene.



Rivalutazione del costo storico (per sterilizzare gli effetti dell'inflazione). → Costo storico rivalutato.



Riduzione dal costo storico rivalutato degli ammortamenti (proporzionalmente al rapporto: residua vita utile - vita complessiva) o degli investimenti di mantenimento → Costo storico residuale.



Easy Share Finance S.p.A.  
di Antonella Antonelli & C.

+39 035 260900

info@easyssharefinance.com

www.easyssharefinance.com

Via W. Goethe, 24  
24128 Bergamo (BG)

## Metodo del costo di riproduzione

In questo caso il procedimento tende a valutare l'intangibile in base alla spesa necessaria per riprodurlo alla data attuale. Il calcolo può svolgersi:

- Per via analitica, individuando puntualmente i volumi di attività necessari e i prezzi unitari. Ad esempio per un marchio noto si possono individuare il numero di campagne pubblicitarie e il relativo costo.
- Per via sintetica, impiegando coefficienti moltiplicatori della spesa annua sostenuta, come espressione dell'impegno economico necessario per riprodurre, a prezzi correnti, il bene in questione.

Il costo di riproduzione, in qualsiasi modo calcolato, va comunque rettificato per tenere conto delle condizioni d'uso del bene, ciò avviene attraverso un coefficiente proporzionale tra vita residua e totale del bene. Si ottiene il valore finale  $V$  del bene, come risulta dalla seguente formula:

$$V = C_r \times \frac{V_r}{V_t}$$

dove:

$C_r$  = costo di riproduzione

$V_r$  = vita residua del bene

$V_t$  = vita totale del bene

## Metodo di attualizzazione dei risultati differenziali o del *premium price*

Questo metodo si basa sul principio che un *intangibles* dia origine a specifici e misurabili vantaggi, da calcolare in via differenziale rispetto a situazioni medie dei concorrenti che non utilizzano tali beni. Dai maggiori ricavi si deducono eventuali maggiori costi da sostenere (pubblicità, qualità del prodotto, ecc.). Il risultato differenziale così ottenuto dovrà essere attualizzato con riferimento alla prevedibile durata.

Si procede alla determinazione del reddito differenziale conseguibile per effetto del dato bene immateriale, ossia nella determinazione del maggior margine di profitto imputabile direttamente all'*intangibles*, tenuto conto dei maggiori costi, e quindi, come detto, si procede all'attualizzazione del risultato. Il valore finale del bene è espresso dalla seguente formula:

$$V = \sum_{i=1}^n R \times (1+i)^{-t}$$

dove:

$V$  = Valore del bene immateriale

$n$  = vita utile presunta

$R$  = reddito differenziale o beneficio differenziale

$i$  = tasso di attualizzazione dei flussi di reddito differenziale





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

+39 035 260900

info@easyssharefinance.com

www.easyssharefinance.com

Via W. Goethe, 24  
24128 Bergamo (BG)

## Metodo dei tassi di royalty comparabili

Il metodo fa parte della categoria legata all'approccio al mercato e consiste nella stima di valore di un bene immateriale (marchio o brevetto), determinando i flussi attualizzati delle royalties derivanti dalla cessione in uso a terzi del bene. La scelta del tasso di royalty è fondamentale in questo metodo, per cui è necessario basarsi su un numero importante di transazioni ufficiali, in modo da individuare, all'interno di un *range* espressivo della categoria degli intangibili da valutare, il tasso da applicare. I proventi dell'ipotetica cessione essendo distribuiti sul medio-lungo termine, dovranno essere necessariamente attualizzati.

Le fasi concernenti l'applicazione del metodo sono le seguenti:

- ✚ Identificazione dei tassi di royalty comparabili;
- ✚ Stima della forza del marchio rispetto a quelli delle transazioni comparabili;
- ✚ Scelta del tasso di royalty all'interno di un *range*;
- ✚ Stima della vita residua;
- ✚ Previsione di un tasso "g" di crescita del fatturato;
- ✚ Applicazione di un tasso di rischio dell'investimento, da utilizzare per l'attualizzazione.

Il valore finale BI del bene è dato dalla seguente formula:

$$BI = \sum_{i=1}^n (r \times S_i - C_i) v^i$$

dove:

BI= valore del bene immateriale

r = tasso di royalty

S = vendite attese

C = costo di conservazione del bene

v = coefficiente di attualizzazione calcolato in base al tasso i.

Come detto, elemento critico della formula è la scelta del tasso di royalty da applicare all'intangibile considerato. Si può procedere individuando un *range* di valori, con riferimento a transazioni similari avvenute sul mercato e calcolando un indice (punteggio o score), che permetta di individuare il valore più indicativo all'interno dello stesso *range*. Uno dei metodi più utilizzati per determinare lo score (o Fm – forza della marca), che permetta d'individuare il posizionamento specifico all'interno del *range*, è il "Metodo Interbrand".

*Tale metodo attribuisce un peso specifico a ciascuno dei seguenti fattori:*

- Leadership (posizione di mercato) peso 25
- Stabilità (fedeltà dei consumatori) peso 10
- Mercato (stabilità della domanda) peso 10
- Internazionalità, peso 25
- Trend attuale, peso 10
- Sostegno (investimenti in marketing), peso 10
- Protezione (barriere all'ingresso), peso 5



Easy Share Finance S.p.A.  
di Antonella Antonelli & C.

☎ +39 035 260900

✉ info@easyssharefinance.com

🌐 www.easyssharefinance.com

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

## Metodo dei multipli di mercato

Nell'esperienza di vari paesi si sono sviluppate formule basate sull'applicazione di moltiplicatori dedotti dal mercato, a varie grandezze di tipo contabile (fatturato, totale investimenti, depositi bancari, ecc.). Tali formule non nascono da costruzioni teoriche giustificabili e dimostrabili, ma dall'osservazione dei comportamenti degli operatori. L'approccio è frequentemente utilizzato nei casi di:

- Determinazione del “valore della raccolta” per le banche;
- Determinazione del valore del portafoglio premi per le compagnie di assicurazione;
- Stima del valore dell'autorizzazione all'esercizio di attività commerciale;
- Valutazione delle “testate” di quotidiani e periodici per le imprese editoriali.

Riferendoci ai beni immateriali, il metodo dei multipli di mercato ne permette la valutazione applicando opportuni moltiplicatori desumibili dal mercato.

È applicabile in particolare per società quotate operanti in settori simili.

I multipli di mercato sono impliciti nei prezzi negoziati in occasione di operazioni di finanza straordinaria (deal). Il metodo richiede disponibilità di dati di mercato confrontabili, quali il valore delle transazioni e le condizioni delle stesse.

### **3. Valutazione del portafoglio brevettuale di un'impresa**

Per la determinazione della società Spencer S.p.A. sono utilizzati i seguenti metodi:

- ⇒ Metodo del costo di riproduzione, che come in precedenza riportato, consiste nella stima dei costi da sostenere per riprodurre il bene. Costi sottoposti a rettifica per tener conto dello stato d'uso del bene stesso, attraverso un coefficiente proporzionale tra la vita residua e quella totale dello stesso. Tale metodologia, applicata a ogni brevetto, porta ad esprimere il valore del “portafoglio brevettuale”, inteso come l'insieme dei brevetti sviluppati dalla società nel campo della progettazione e produzione di componenti grafici d'interfaccia su programmi informatici. Al fine di valorizzare la dimensione sulla base dei costi di riproduzione, sono impiegati tre principali elementi: i “costi d'invenzione”, i “costi di formalizzazione” e, infine, i “costi procedurali”.
- ⇒ Metodo del premium price, che, come più sopra descritto, considera il valore dell'*intangibile* a vita definita in funzione del reddito differenziale che esso sarà in grado di produrre in futuro. In altri termini, il valore del bene è determinato dall'attualizzazione dei redditi differenziali futuri.

Composizione del portafoglio brevettuale Spencer S.p.A.

	Brevetto EU xxxxx	Brevetto EU yyyy	Brevetto EU zzzz
	Brevetto USA dddd	Brevetto USA hhhh	Brevetto USA uuuu
<b>Deposito</b>			
USA	15/07/2010	01/10/2010	21/09/2010
EU	01/07/2009	05/10/2010	21/09/2010
<b>Concessione</b>			
USA	-	06/09/2012	-
EU	10/04/2013	11/09/2013	-



Easy Share Finance S.p.A.  
di Antonella Antonelli & C.

+39 035 260900

info@easyssharefinance.com

www.easyssharefinance.com

Via W. Goethe, 24  
24128 Bergamo (BG)

#### 4. Esempio di applicazione del “metodo del costo di riproduzione”

La vita media utile dei brevetti è stata valutata considerando una durata totale pari alla vita legale del brevetto stesso, ossia a 20 anni. Dato che l'età media dei brevetti detenuti si attesta a 3,5 anni, deriva che tale portafoglio presenta una vita media residua pari a 16,5 anni e un “indice di efficacia residua” pari a 0,827.

I **costi d'invenzione** sono i costi direttamente legati alle attività di ricerca, di progettazione e di sviluppo di prodotti e processi innovativi. Essi, nel loro complesso, contribuiscono in misura diretta all'incremento del know-how.

I **costi di formalizzazione** devono essere sostenuti per il trasferimento d'informazioni dai ricercatori-progettisti al responsabile della progettazione.

I **costi procedurali** sono riferiti a quanto sostenuto dal consulente brevettuale (redazione della domanda, deposito, tasse).

##### Costi di invenzione

Progettisti	Costo aziendale annuo
senior 1	€ 125.000
senior 2	€ 90.000
junior	€ 70.000
<b>Totale annuo</b>	<b>€ 285.000</b>

##### Costi di formalizzazione

Ore medie	25
Costo medio h team progett.	95
<b>Totale</b>	<b>€ 2.375</b>

##### Costi procedurali

Anni di progettazione per singolo brevetto	2	Costi medi per brevetto	€ 27.667
Costo az. progettisti	€ 570.000		
Materiali per brevetto	€ 90.000		

Applicando l'indice di efficacia residua alla somma dei costi, precedentemente individuati, si ottiene il valore totale del portafoglio brevettuale.

$$V = [570.000 + (90.000 \cdot 3) + (2.375 \cdot 3) + (27.667 \cdot 3)] \cdot 0.827 = 769.214$$

#### 5. Esempio di applicazione del “metodo del premium price”

L'applicazione di questo metodo presenta problematiche complesse: stima del beneficio economico prospettico, individuazione del tasso di attualizzazione e durata del beneficio.

Per quanto riguarda il primo punto, la stima dei risultati economici da attualizzare, sono quelli espressi nei piani e programmi aziendali. Nel caso in esame sono stati previsti, per i primi 10 anni, incrementi di fatturato direttamente collegati allo sfruttamento dei brevetti. Come indicato prudenzialmente dal management, negli anni successivi il fatturato è previsto costante. Il margine differenziale di profitto è determinato nella misura del 4%.



Easy Share Finance S.p.A.  
di Antonella Antonelli & C.

+39 035 260900

info@easysharefinance.com

www.easysharefinance.com

Via W. Goethe, 24  
24128 Bergamo (BG)

Riguardo al secondo punto, per la definizione del tasso di attualizzazione, la prassi ha individuato dei “tassi normali di settore” che vanno eventualmente adattati per rapportarli alla situazione aziendale oggetto di esame, nel presente caso il tasso è fissato nella misura del 10%.

Per il terzo punto, si assume quale durata la residua vita utile dei brevetti, questa ipotesi implica lo sconto dei risultati differenziali fino al 2030 compreso.

Anno	Ricavi	Ricavi brevetti	Reddito differenziale	Valore attuale
2013	€ 3.850.000,00	€ 1.540.000,00	€ 61.600,00	€ 56.000,00
2014	€ 4.235.000,00	€ 1.694.000,00	€ 67.760,00	€ 56.000,00
2015	€ 4.235.000,00	€ 1.694.000,00	€ 67.760,00	€ 50.909,09
2016	€ 4.658.500,00	€ 1.863.400,00	€ 74.536,00	€ 50.909,09
2017	€ 5.357.275,00	€ 2.142.910,00	€ 85.716,40	€ 53.223,14
2018	€ 5.893.002,50	€ 2.357.201,00	€ 94.288,04	€ 53.223,14
2019	€ 6.482.302,75	€ 2.592.921,10	€ 103.716,84	€ 53.223,14
2020	€ 7.130.533,03	€ 2.852.213,21	€ 114.088,53	€ 53.223,14
2021	€ 7.843.586,33	€ 3.137.434,53	€ 125.497,38	€ 53.223,14
2022	€ 8.627.944,96	€ 3.451.177,98	€ 138.047,12	€ 53.223,14
2023	€ 8.627.944,96	€ 3.451.177,98	€ 138.047,12	€ 48.384,67
2024	€ 8.627.944,96	€ 3.451.177,98	€ 138.047,12	€ 43.986,07
2025	€ 8.627.944,96	€ 3.451.177,98	€ 138.047,12	€ 39.987,33
2026	€ 8.627.944,96	€ 3.451.177,98	€ 138.047,12	€ 36.352,12
2027	€ 8.627.944,96	€ 3.451.177,98	€ 138.047,12	€ 33.047,38
2028	€ 8.627.944,96	€ 3.451.177,98	€ 138.047,12	€ 30.043,08
2029	€ 8.627.944,96	€ 3.451.177,98	€ 138.047,12	€ 27.311,89
2030	€ 8.627.944,96	€ 3.451.177,98	€ 138.047,12	€ 24.828,99
				€ <b>817.098,55</b>

Sulla base delle analisi effettuate il “range” di valore, è compreso tra 770 K€ e 817 K€.

## 6. Esempio di applicazione del metodo “tassi di royalty comparabili”

In questo esempio è applicato al portafoglio brevetti della società Malthus S.A. il metodo dei *tassi di royalty comparabili (rr)*.

I dati di base per la valutazione sono i seguenti:

Ricavi base correnti per la marca anno “n” € 15.000.000.

tasso di sviluppo annuo (g) 3%

vita residua 9 anni

royalty/rates 1,5% - 1,8%

tasso di attualizzazione 15%





Easy Share Finance S.p.A.  
di Antonella Antonelli & C.

+39 035 260900

info@easysharefinance.com

www.easysharefinance.com

Via W. Goethe, 24  
24128 Bergamo (BG)

Vendite attese	anno	r/r 1,5%	
		Valore Attualizzato	Royalty
15.450.000,00	1	13.434.782,61	201.521,74
15.759.000,00	2	11.916.068,05	178.741,02
16.074.180,00	3	10.569.034,27	158.535,51
16.395.663,60	4	9.374.273,88	140.614,11
16.723.576,87	5	8.314.573,35	124.718,60
17.058.048,41	6	7.374.665,06	110.619,98
17.399.209,38	7	6.541.007,27	98.115,11
17.747.193,57	8	5.801.589,06	87.023,84
18.102.137,44	9	5.145.757,25	77.186,36
		<b>78.471.750,80</b>	<b>1.177.076,26</b>
15.450.000,00	1	13.434.783,00	241.826,09
15.759.000,00	2	11.916.068,00	214.489,22
16.074.180,00	3	10.569.034,00	190.242,61
16.395.663,60	4	9.374.274,00	168.736,93
16.723.576,87	5	8.314.573,00	149.662,31
17.058.048,41	6	7.374.665,00	132.743,97
17.399.209,38	7	6.541.007,00	117.738,13
17.747.193,57	8	5.801.589,00	104.428,60
18.102.137,44	9	5.145.757,00	92.623,63
		<b>78.471.750,00</b>	<b>1.412.491,50</b>

r/r 1,8%

## 7. Valutazione degli *intangibles* con il metodo *DCF* e stima del *WACC*

La valutazione di attualizzazione dei flussi di cassa *DCF* considera gli *intangibles* esclusivamente per i flussi di cassa futuri che si prevede di ottenere.

Correggendo il Beta utilizzato per la stima del *WACC* nella valutazione con questo metodo ed attualizzando i flussi di cassa in base al tasso *WACC* modificato, si ottiene una valutazione che tiene conto del minore o maggiore rischio connesso agli *intangibles*. Dalla differenza tra la valutazione della società effettuata con il metodo *DCF* a Beta rettificato e la valutazione con *DCF*, a Beta non rettificato si ottiene la valorizzazione di tutti i beni immateriali dell'impresa.

### Criterio di rettifica del Beta

Il criterio, applicato con l'obiettivo della valutazione dei beni intangibili, consiste nel determinare il profilo di rischio dei flussi di cassa di pertinenza dei singoli beni in base all'analisi della "forza relativa" ottenuta assegnando un punteggio (da 0 a 10) a cinque profili rilevanti che permettono di attribuirgli un rating.

Il rating, che definisce il profilo di rischio relativo ai beni intangibili, concorre a sua volta a determinare un coefficiente di correzione (in aumento o diminuzione) del beta medio di settore da utilizzare per la stima del costo del capitale dei beni da valutare. Il coefficiente di correzione è indicativo della fascia di rating; esso è calcolabile puntualmente sulla base della seguente formula:

$$\text{Coefficiente di correzione del beta medio di settore} = \left(1 - \frac{\text{punteggio}}{50}\right) \times 2$$



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

+39 035 260900

info@easyssharefinance.com

www.easyssharefinance.com

Via W. Goethe, 24  
24128 Bergamo (BG)

Determinato il coefficiente di correzione, il beta degli intangibles si ottiene dal prodotto fra “beta medio di settore” e “coefficiente di correzione”  $\beta_{intangibles} = \text{Coefficiente di correzione} \times \beta_{medio\ di\ settore}$ . Da considerare che il beta così ottenuto, potrà valere nella valutazione dei soli beni immateriali:

**Beta intangibles** = Coefficiente di correzione × Beta medio di settore

Descrizione del bene	Rating
Marchio	10
Scoring	5
Database	5
Rete	10
Tecnologia	5
<b>Totale</b>	<b>35</b>
Fattore di correzione beta	0,6
Beta medio di settore	1,21
<b>Beta intangibile</b>	<b>0,73</b>

WACC: il “costo medio ponderato del capitale”, considerate le ipotesi formulate, è stato calcolato applicando la seguente formula:

- ❖ Rapporto tra Debito e Patrimonio netto  $D/(D+E)$  pari a 70%;
- ❖ Aliquota fiscale ( $t$ ) pari a 33,0%;
- ❖ Costo lordo del Debito ( $k_i$ ) pari a 7,0%;
- ❖ Tasso lordo “free risk” ( $r_f$ ) pari a circa il 2,85% (IRS 4 anni);
- ❖ Premio al rischio azionario ( $M_r$ ) pari al 5,0%;
- ❖ Coefficiente Beta (del CAPM) adjusted: pari a 1,21 (*Beta medio Peer Group*);



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)

Costo dei mezzi propri=  $Risk\ free\ rate + Beta \times Risk\ Premium$

$WACC = (Costo\ dei\ m.\ p. \times Peso\ \% \ equity) + ((Debt\ cost - tax\ rate) \times Peso\ \% \ debts)$

Assunzioni	Wacc rettificato	Wacc standard
Costo del debito	7%	7%
Aliquota fiscale media	33%	33%
Peso % debts	30%	30%
Peso % equity	70%	70%
Tasso privo di rischio	2,85%	2,85%
Beta	0,73	1,21
Risk premium %	5%	5,00%
<b>Costo dei mezzi propri</b>	<b>6,50%</b>	<b>8,90%</b>
<b>WACC</b>	<b>5,96%</b>	<b>7,64%</b>

Il *Tasso g* è il tasso di crescita di lungo periodo dei flussi di cassa *FCFun* ipotizzato al 2,0%.

Il *Terminal value (Vt)* rappresenta il “valore residuo” ed è stato calcolato come capitalizzazione illimitata della media aritmetica dei *FCFun* attesi nell’anno 2016, scontati a un costo medio ponderato del capitale *WACC*.



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

+39 035 260900

info@easyssharefinance.com

www.easyssharefinance.com

Via W. Goethe, 24  
24128 Bergamo (BG)

### Stima degli intangibile dell'impresa applicando il WACC rettificato

	1	2	3	4
anno	2013	2014	2015	2016
Flussi di cassa netti <i>FCF</i>	3.500	4.000	4.500	5.000
<b>Valore attuale <i>DCF</i> scontati al tasso <i>Wacc</i></b>	<b>3.304</b>	<b>3.564</b>	<b>3.785</b>	<b>3.969</b>

<b>A Totale Cash Flow attualizzati</b>	<b>14.622</b>
B Valore Cash Flow 2016	5.000
C <i>Wacc</i> al 2008	5,96%
D Tasso <i>g</i> crescita nel lungo periodo	2%
E <i>Terminal value</i> al 31/12/2017	129.450
C Tasso attualizzazione <i>WACC</i>	5,96%
<b>F <i>Terminal value</i> al 31/12/2013</b>	<b>102.770</b>
<b>G <i>Gross Equity value</i> (A+F)</b>	<b>117.392</b>
H <i>Net financial position NFP</i>	1.500
<b>I <i>Net Equity value</i> (A+F)</b>	<b>115.892</b>





Easy Share Finance S.p.A.  
di Antonella Antonelli & C.

+39 035 260900

info@easyssharefinance.com

www.easyssharefinance.com

Via W. Goethe, 24  
24128 Bergamo (BG)

### Stima degli intangibles dell'impresa applicando il WACC standard

	1	2	3	4
anno	2013	2014	2015	2016
Flussi di cassa netti <i>FCF</i>	3.500	4.000	4.500	5.000
<b>Valore attuale <i>DCF</i> scontati al tasso <i>Wacc</i></b>	<b>3.252</b>	<b>3.453</b>	<b>3.609</b>	<b>3.726</b>

<b>A Totale Cash Flow attualizzati</b>	<b>14.040</b>
B Valore Cash Flow 2016	5.000
C <i>Wacc</i> al 2008	7,63%
D Tasso <i>g</i> crescita nel lungo periodo	2%
E <i>Terminal value</i> al 31/12/2017	90.561
C Tasso attualizzazione <i>WACC</i>	7,63%
<b>F <i>Terminal value</i> al 31/12/2013</b>	<b>67.481</b>
<b>G <i>Gross Equity value</i> (A+F)</b>	<b>81.521</b>
H <i>Net financial position NFP</i>	1.500
<b>I <i>Net Equity value</i> (A+F)</b>	<b>80.021</b>

Valutazione DCF con Beta Adj meuro:	115.892	} differenza meuro	35.872
Valutazione DCF con Beta medio meuro:	80.020		

#### Tabella di attribuzione del valore degli intangibile in proporzione al rating

Marchio	Scoring	Database	Rete	Tecnologia	Totale
10	5	5	10	5	35
10.249	5.125	5.125	10.249	5.125	35.872



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

+39 035 260900

info@easyssharefinance.com

www.easyssharefinance.com

Via W. Goethe, 24  
24128 Bergamo (BG)

## 12. BIBLIOGRAFIA

**Bini M.**, La valutazione degli intangibili, Egea, Milano 2016

**Brugger G.**, La valutazione dei beni immateriali legati al marketing e alla tecnologia, Finanza Marketing e Produzione.

**Romano M.**, L'impairment test dell'avviamento e dei beni intangibili specifici, Giappichelli, Torino, 2004.

**Dubin J.**, 1998. The Demand for Branded and Unbranded Products — An Econometric Method for Valuing Intangible Assets. Studies in Consumer Demand—Econometric Methods Applied to Market Data. Kluwer Academic Publishers, Massachusetts, Boston, pp. 77–127.

**Dubin J.**, 2007. Valuing intangible assets with a nested logit market share model. Journal of Econometrics, 139(2), 285–302.

**Eckstein C.** 2004. The measurement and recognition of intangible assets: then and now. Accounting Forum, 28(2), 139–158.

**Fernandez E., Montes J., & Vazquez C.**, 2000. Typology and strategic analysis of intangible resources. A resource-based approach, 20, 81–92.

**Fernandez P.**, 2004. Most common errors in company valuation. IESE Business School, 1–14.

**Gelb D., & Siegel P.**, 2000. Intangible assets and corporate signaling. Review of Quantitative Finance and Accounting, 15, 307–323.

**Guatri L.**, ed. 2007. La valutazione delle aziende. Milano, IT: Egea. Pagina 4, 117.

**Hùegh-krohn N. E. J., & Knivsfla K. H.** (2000). Accounting for Intangible Assets in Scandinavia, the UK, the US, and by the IASC: Challenges and a Solution. The International Journal of Accounting, 35(2), 243–265.

**Johansson J. K., Dimofte C. V., & Mazvancheryl, S. K.** 2012. The performance of global brands in the 2008 financial crisis: A test of two brand value measures. International Journal of Research in Marketing, 29(3), 235–245.

**Kaplan R. S., & Norton D. P.**, 2004. Measuring the Strategic Readiness of Intangible Assets. Harvard Business Review.

**La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A. and Vishny R.**, 'Investor protection and corporate valuation', Journal of Finance, Vol. 57, 2002, pp. 1147–70.

**Lindemann J.** 2003. Brand valuation. In R. Clifton, & J. Simmons (Eds.), Brands and branding. New York, NY: The Economist and Bloomberg Press.

**Renoldi A.**, 1992. La valutazione dei beni immateriali: metodi e soluzioni, Milano, Egea.

**Simon C., Sullivan M.**, 1993. The measurement and determinants of brand equity: a financial approach. Marketing Science 12 (1), 28–52.

**Tipping J., Zeffren E., Fusfeld, A.**, 1995. Assessing the value of your technology. Research Technology Management 38 (5), 22–39.