



La valutazione delle aziende

Prof. Domenico Nicolò
Università Mediterranea di Reggio Calabria
domenico.nicolo@unirc.it

AA 2017/18

Principi generali

quando?

selezione investimenti in portafoglio

acquisizione e operazioni straordinarie (fusione, scissione, scorporo, ecc.)

liquidazione quota ai soci

fusione e acquisizione: particolarmente indicati sono i metodi del DCF (Discounted Cash Flow e dei multipli. Assume rilievo il cd valore strategico del controllo e delle sinergie attese dall'acquirente, soprattutto in presenza di più potenziali acquirenti (premio di acquisizione: differenziale di prezzo rispetto all'acquisto di una partecipazione di minoranza)

quotazione in borsa: particolarmente indicato il metodo dei multipli, che consente un confronto sintetico tra società quotate al quale si applica un IPO discount per considerare il minor valore rispetto ad una società quotate con caratteristiche e profilo di rischio simili, ma già presente sul mercato e quindi nota alla comunità finanziaria

private equity e venture capital: si assume come riferimento il presumibile valore di realizzo della partecipazione (exit value) che consente di ottenere un tasso di rendimento dell'investimento obiettivo (IRR)

valutazione performance e selezione alternative strategiche

come determinare il valore?

applicando i metodi più coerenti con il caso in esame

Principi generali

la natura del valore

la valutazione non perviene ad un valore oggettivo, ma deve tendere alla coerenza con la realtà

le fonti delle possibili distorsioni:

i pregiudizi

l'influenza dei meccanismi di valutazione

le opinioni degli altri analisti

l'andamento del mercato: si tende a far sì che la valutazione non porti ad un valore molto diverso da quello di mercato (se e quando esiste)

onestà del valutatore

Principi generali

L'incertezza riguarda:

il processo di stima del valore

le simulazioni relative alla performance futura dell'azienda

le previsioni del divertire dello scenario macro-economico

Le valutazioni diventano rapidamente obsolete, via via che con il trascorrere del tempo si acquisiscono nuove informazioni

La valutazione delle aziende giovani e ad elevata tecnologia è più incerta di quelle mature ed operanti in settori tradizionali

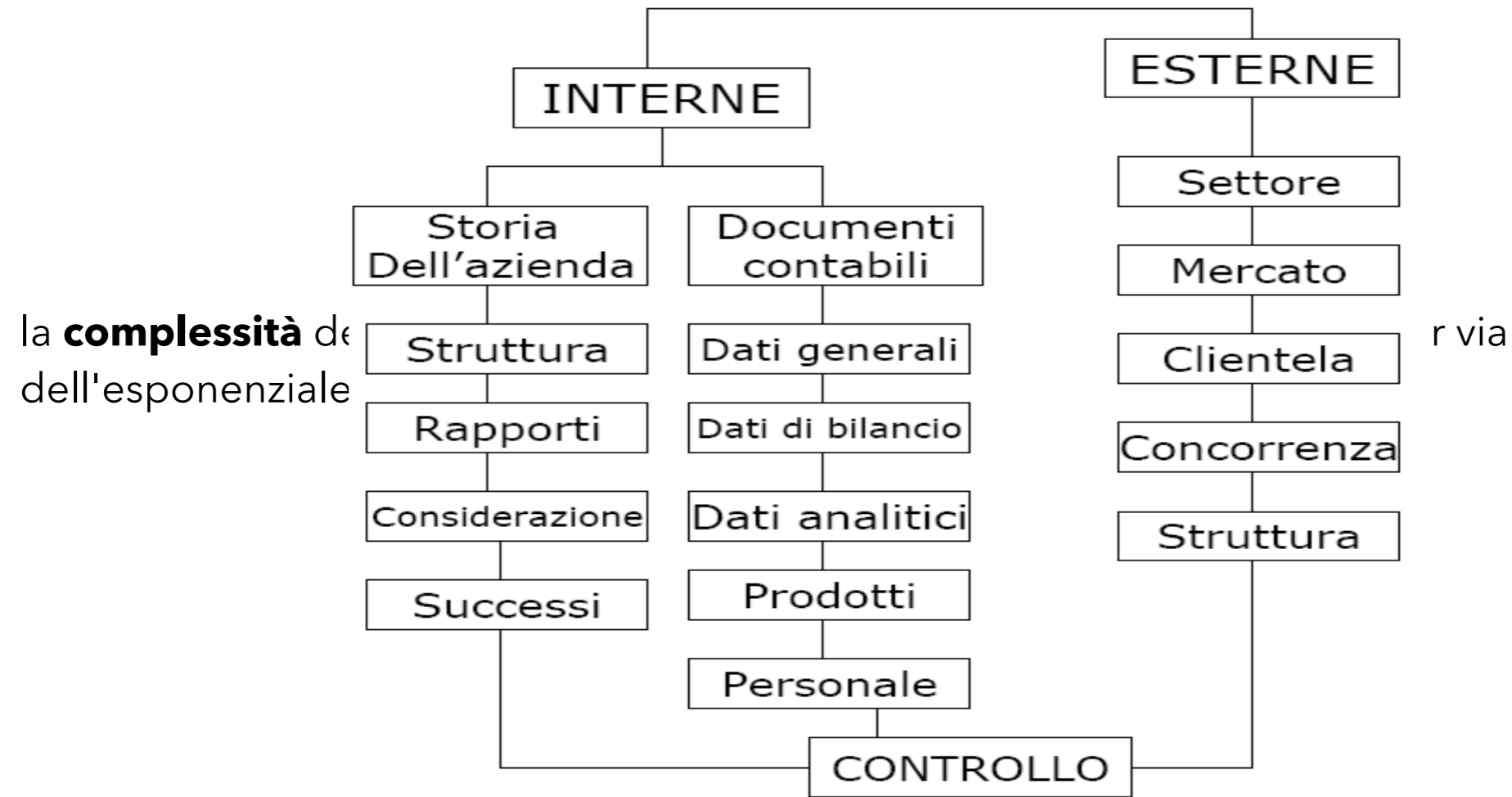
L'incertezza non può essere eliminata, può soltanto essere ridotta, acquisendo **informazioni** analitiche sull'impresa, sul (i) mercato (i) e sul settore (i) nei quali opera

VALORE D'USO	Valutazione personale	Soggettivo	Scarsa affidabilità
VALORE DI MERCATO	Conseguenza di contrattazione	Oggettivo	Estraneo alla dinamica aziendale interna
VALORE CONTABILE	Risulta dalla contabilità	Soggettivo	Indicativo non sempre aggiornato
VALORE CORRENTE	Valutazione di stima	Espresso da esperto	In funzione dello scopo di valutazione
VALORE NORMALE	Riferimenti a beni simili	Fiscale	Accettato

Le fasi del processo di valutazione

1. Definizione dell'obiettivo della valutazione
2. Raccolta e analisi delle informazioni (interne ed esterne) rilevanti
3. Scelta e applicazione del (i) metodo (i) di valutazione
4. Stesura della relazione sulla valutazione

Raccolta e analisi delle informazioni



Requisiti della valutazione

obiettività: limitare il più possibile elementi di soggettività

neutralità: prescindere da interessi delle parti

razionalità: adottare un processo logico coerente e dimostrabile

stabilità: evitare l'influenza fattori provvisori, mutevoli, eccezionali, straordinari

L'analisi fondamentale per l'applicazione dei metodi assoluti

processo di raccolta, selezione, controllo, elaborazione, interpretazione dei dati e delle informazioni preliminare alla formulazione di previsioni e della proiezione dei flussi attesi per il futuro

- normalizzazione

- eliminazione componenti straordinarie (es.: vendita di cespiti, oneri da eventi eccezionali: ristrutturazioni, calamità, traslochi, scioperi prolungati, ecc.) ed estranee alla gestione (es: remunerazione eccessive rispetto alla norma corrisposte a manager-azionisti)
- aggiunta di eventuali ricavi e costi latenti (es: sotto-remunerazione manager appartenenti alla famiglia che controlla l'impresa)
- neutralizzazione politiche di bilancio distorsive (es: ammortamenti accelerati, accantonamenti operati in applicazione di norme fiscali)
- correzione effetti distorsivi dell'inflazione (in presenza di tassi di inflazione significativi) e dell'incidenza fiscale

Analisi patrimoniale delle attività e passività

- stima a valori correnti delle attività materiali e dei debiti finanziari
- stima degli intangibili specifici (contabilizzati e non)

Analisi sostenibilità dei piani

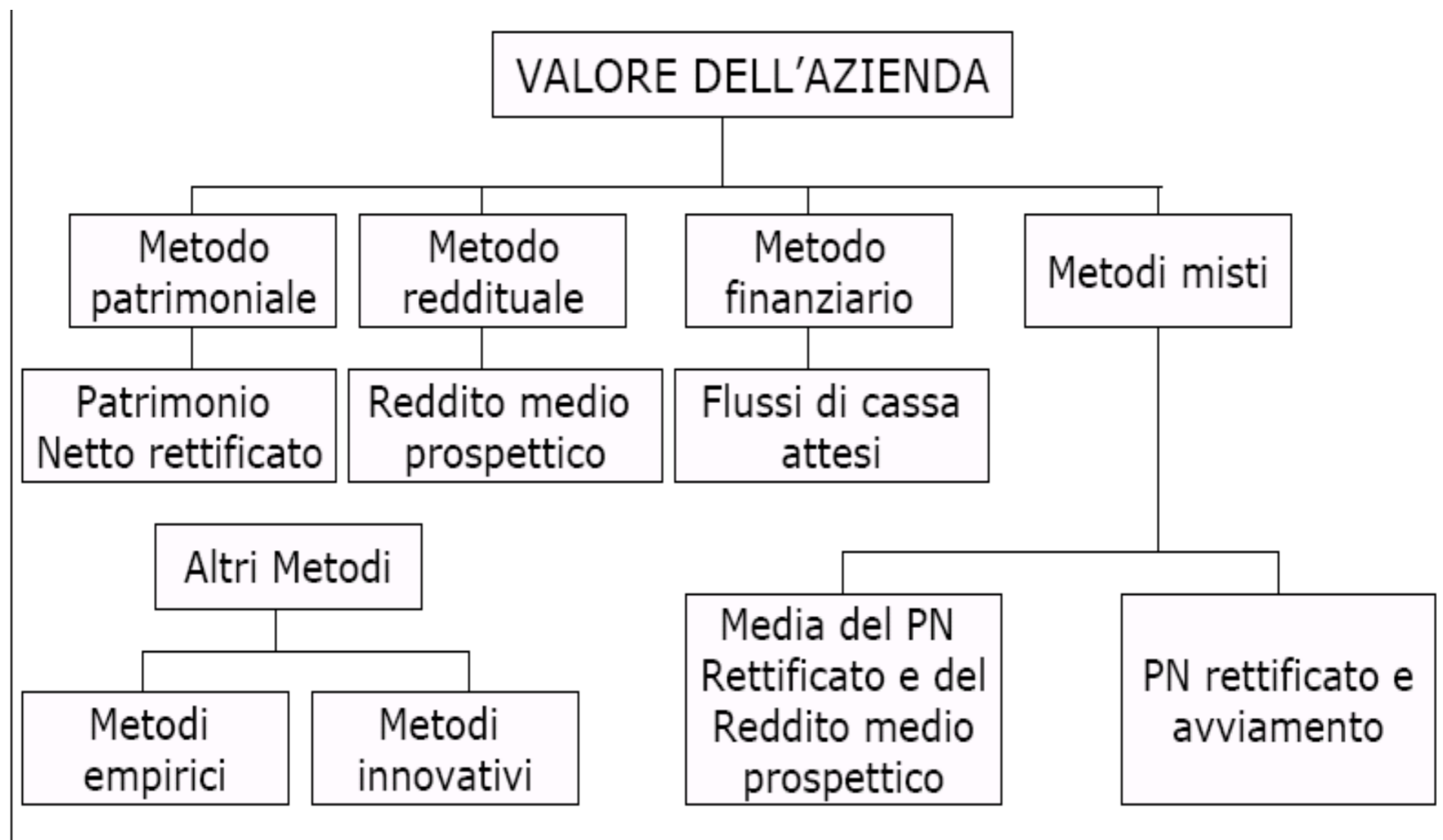
- verifica assunzioni di base: affidabilità, coerenza, compatibilità con lo scenario, dimostrabilità
- analisi di sensitività

riguardo al prezzo: RV/RO (Assumendo costanti i costi variabili cv e le unità vendute q)

riguardo ai costi variabili: CV/RO (Assumendo costanti le unità vendute q)

riguardo ai volumi di vendita: MLC/RO (leva operativa) (assumendo costanti mix, cv e q)

Una classificazione dei metodi di valutazione



Il metodo patrimoniale

perviene al valore economico come **valore di ricostituzione** (o di sostituzione) degli elementi del patrimonio, ossia l'investimento che sarebbe necessario per dar vita ad un'impresa con un patrimonio identico a quella oggetto di valutazione

gli elementi patrimoniali vengono valutati singolarmente a **valori correnti**, ossia ai prezzi di mercato al momento della valutazione. A tal fine, gli elementi del patrimonio oggetto di **rettifiche**. Gli elementi del passivo sono invece espressi a valori di presunta estinzione

spesso è necessario il ricorso ad esperti valutatori di immobili, impianti, macchinari, ecc.

Non sempre si hanno prezzi di riferimento per l'usato

il **costo di ricostruzione**: quando la riproduzione è l'unico modo per rimpiazzare il bene

il **costo di sostituzione** da sostenere per costruire o comprare il bene (il costo a nuovo deve essere abbattuto per tenere conto dell'usura, dell'obsolescenza tecnica ed economica)

il metodo patrimoniale può essere **complesso**, se considera le immobilizzazioni immateriali, a condizione che presentino un'*utilità* futura *misurabile e trasferibile*, quella **semplice**, se non considera detti asset

è un metodo applicabile nelle aziende il cui valore dipende soprattutto dal patrimonio, non considera la capacità reddituale dell'azienda né quella di generare flussi finanziari. Questo è il principale limite di questo metodo.

I beni accessori generalmente vengono valutati separatamente, adottando criteri di liquidazione

$$W = PN \pm \text{rettifiche} = \text{PN rettificato}$$

il limite fondamentale del metodo patrimoniale è che non considera la capacità dell'azienda di produrre flussi reddituali e flussi finanziari

i vantaggi di detto metodo sono il ridotto ricorso ad ipotesi, la maggiore prudenza che caratterizza la valutazione e la facilità di applicazione

Il metodo patrimoniale

alcuni esempi:

magazzino

materie: il prezzo di acquisto più recente:

prodotti: il minore tra il più recente costo di produzione e il prezzo medio di vendita

semilavorati: il costo di produzione più recente, tenendo conto dello stato di avanzamento

commesse pluriennali:

a) al costo

b) proporzionale al ricavo (prezzo dell'opera finita x sto di avanzamento)

titoli a reddito fisso quotati: prezzi periodo più recente (es. media prezzi ultimo trimestre) o prezzo corrente al momento della stima

titoli a reddito fisso non quotati: quando il rendimento dell'impresa è in linea con quello medio delle imprese simili quotate si adotta il valore di costo della partecipazione; se il rendimento è invece inferiore si abbatte il valore di costo)

Partecipazioni in controllate: si valutano le controllate

Partecipazioni in non controllate:

non di rilievo quotate: si assumono i prezzi di mercato

non di rilievo non quotate: si assume il capitale netto contabile e i multipli di società comparabili

rilevanti: si valutano le società nelle quali si ha la partecipazione di rilievo

crediti a ml termine: attualizzazione

Il metodo reddituale

il valore dell'azienda dipende dalla sua capacità di produrre redditi in futuro. PIV "Principi Italiani di Valutazione" pubblicati dall'OIV (Organismo Italiano di Valutazione) ed applicabili su base volontaria dall'1.01.2016, è il risultato di una stima che ha per oggetto i flussi di risultato attesi alla data della valutazione, vale a dire i frutti che l'impresa sarà in grado di produrre nel futuro

perviene al valore economico come valore attuale dei flussi di reddito **attesi normalizzati**, cioè depurati dalle componenti di reddito straordinarie e di quelle frutto di politiche di bilancio, attualizzati ad un **tasso** che viene stimato come uguale al **rischio** di non ottenere utili o, addirittura, di subire perdite

Il tasso si assume pari al costo opportunità del capitale proprio:

$$K_e = r_0 + P$$

$$P = (r_m - r_0) \beta_e$$

$$K_e = r_0 + (r_m - r_0) \beta_e$$

formula della rendita illimitata

$$W = R / i$$

Redditi attesi per un numero indefinito di anni

formula della rendita limitata

$$W = R * a_{n|i}$$

Redditi attesi per un numero finito di anni. È coerente se esiste un limite di tempo al prodursi del reddito (es: concessionarie di pubblici servizi)

il punto di forza di questo metodo deriva dal considerare la capacità di reddito dell'azienda nel determinarne il valore.

il punto di debolezza è la mancata considerazione del patrimonio nel determinare il valore delle aziende

Il metodo misto patrimoniale-reddituale

Evidenzia l'**avviamento** (A) come differenza tra il risultato della valore reddituale (W) e quello patrimoniale (K). Detto valore esprime il differenziale di rendimento stimato con riferimento all'azienda oggetto di valutazione e il rendimento normale che si otterrebbe investendo in attività con un tasso di rischio pari a quello medio degli investimenti nel capitale di rischio delle imprese.

detto metodo, dunque, considera entrambe le componenti: quella reddituale, per la componente sovrareddito) e quella patrimoniale

$$W = K + A$$

$$A = R/i - K$$

$A > 0 \rightarrow$ goodwill

$A < 0 \rightarrow$ badwill

capitalizzazione limitata (cioè per un numero **n** di anni limitato, generalmente non superiore a 5 anni, del sovrareddito $(R - i \times K)$). Non è fondato ritenere che l'azienda abbia la capacità di produrre sovrareddito per un periodo indefinito

$$W = K + a n^{-i} (R - i' \times K)$$

dove i è il tasso di attualizzazione del reddito differenziale, pari al puro compenso finanziario nel tempo (free risk rate) e i' è il costo del capitale.

Il metodo EVA - Economic Value Added

Idea di fondo: un'azienda crea valore se i profitti superano il costo dei capitali utilizzati per finanziare gli investimenti.

$$\text{EVA (Economic Value Added)} = \text{NOPAT} - \text{WACC} \times \text{CE}$$

oppure, la formula equivalente

$$\text{EVA} = (\text{NOPAT}/\text{CE} - \text{WACC}) \times \text{CE}$$

l'EVA corrisponde allo spread tra il rendimento dell'investimento e il costo del capitale

NOPAT (Net Operating Profit After Taxes)

WACC (Weighted Average Capital Cost) (Costo medio ponderato del capitale investito)

CE (Capital Employed) (Capitale investito)

es.

$$\text{WACC} = (0,09 \times 10 + 0,04 \times 6) / 16 = 7,12\%$$

$$\text{D commerciali} = 6000$$

$$\text{D finanziari} = 6000$$

$$\text{K} = 10000$$

Capital invested (beginning of year)	104.236,00 €	135.323,00 €	105.979,00 €
WACC	8,22%	8,28%	8,37%
Finance Charge	8.568,20 €	11.204,74 €	8.870,44 €
NOPAT	30.500,00 €	41.800,00 €	35.500,00 €
Economic Value Added	21.931,80 €	30.595,26 €	26.629,56 €

Il valore attuale degli EVA annuali futuri stimati esprime il valore dell'impresa

$$EV = CE + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{EVA_t}{(1 + WACC)^t}$$

Metodo finanziario: valutazione basata sui flussi di cassa attualizzati (Discounted Cash Flow)

Correla il valore alla capacità di produrre flussi finanziari adeguati a soddisfare le aspettative di remunerazione degli investitori

Il valore di un'attività è dato dal valore attuale dei flussi di cassa operativi attesi, attualizzati ad un tasso che ne esprime il rischio che detti flussi non si producano, che è pari al costo medio ponderato del capitale (WACC - Weighted Average Cost of Capital)

La formula che esprime il valore dell'azienda è la seguente:

$$E = \sum_{t=1}^n \frac{OFCF_t}{(1+WACC)^t} + V_f - D - M + SA$$

dove:

E = valore di mercato del patrimonio netto o *Equity*;

$OFCF_t$ = flussi di cassa operativi attesi nel periodo di previsione esplicita;

$WACC$ = tasso di attualizzazione, espresso come costo medio ponderato del capitale;

n = numero di anni di previsione esplicita;

V_f = valore finale attualizzato dell'azienda, corrispondente al valore attuale dei flussi relativi agli anni da $n+1$ in poi;

D = posizione finanziaria netta;

M = *minorities* (valore di mercato del patrimonio netto di terzi);

SA = *surplus assets*.

In particolare, il valore del capitale operativo o *Enterprise Value*, incluso nella formula precedente, è così rappresentabile:

$$EV = \sum_{t=1}^n \frac{OFCF_t}{(1+WACC)^t} + V_f$$

Tasso di attualizzazione e flussi di cassa

i flussi di cassa per l'azionista sono i dividendi (*free cash flow*)

per stimare i flussi di cassa attesi:

si considerano i flussi di cassi ottenuti in passato e si proiettano nel futuro

si considera il tasso di reinvestimento degli utili e il rendimento che ne potrà derivare

I flussi di cassa operativi netti (OFCF) si ottengono partendo dal risultato operativo:

Risultato operativo (EBIT)

- imposte sul reddito operativo

= Risultato operativo al netto delle imposte

+ ammortamenti, accantonamenti ed altre voci non monetarie

+ / - var. negative / positive del capitale circolante

- investimenti in capitale fisso + disinvestimenti di capitale fisso

= Flusso di cassa operativo netto (OFCF)

Tasso di attualizzazione e flussi di cassa

il tasso di attualizzazione è il costo medio ponderato del capitale (WACC) ed esprime la rischiosità operativa e finanziaria dell'azienda oggetto di valutazione

$$WACC = K_d \times (1-T) \times \frac{D}{D+E} + K_e \times \frac{E}{D+E}$$

dove:

$K_d \times (1-T)$ = costo del debito al netto dell'effetto fiscale;

K_e = costo del capitale proprio;

D = posizione finanziaria netta;

E = valore di mercato del patrimonio netto o *Equity*.

La posizione finanziaria netta (D) è data dal totale dei debiti finanziari al netto della cassa e delle risorse prontamente liquidabili in portafoglio

il costo del capitale proprio (Ke) è dato da:

$$K_e = r_0 + P$$

$$P = (r_m - r_0) \beta_e$$

$$K_e = r_0 + (r_m - r_0) \beta_e$$

L'attendibilità dei risultati ottenuti con il metodo finanziario

dipende dall'attendibilità delle previsioni dei flussi di cassa futuri desumibili da quelli ottenuti in passato e, quando esiste, dalle evidenze di un piano

particolarmente difficile è la previsione dei flussi di aziende in crisi o di aziende che hanno adottato strategie di risanamento

per le società non quotate, in mancanza di un beta di mercato, la stima del rischio è più aleatoria. Il beta di società quotate comparabili assunto come riferimento spesso non è adeguato ad esprimere il rischio della società oggetto di valutazione.

nei differenti settori, il beta varia tra società leader e follower, in funzione dell'indebitamento e delle dimensioni delle imprese

le startup e le imprese in fase di riconversione/risanamento pongono problemi in sede di stima del beta

la problematica della stima del valore finale

Metodi dei multipli

idea di fondo: per valutare un'azienda si assumono come riferimento i prezzi correnti di mercato (anche di borsa) di attività comparabili perché simili

vantaggi: semplicità e velocità di utilizzo

problematica cruciale: individuare attività comparabili. Spesso non lo sono neanche società operanti nello stesso settore

rischi: uso improprio

necessità di effettuare test volti a verificarne il corretto utilizzo

crescente diffusione nella prassi

Metodi dei multipli

iter logico:

trovare attività che abbiano un prezzo di mercato e che siano comparabili con quella oggetto di valutazione per tipo di attività, risultati, capitale investito, crescita e composizione del fatturato, struttura finanziaria, posizionamento competitivo, business model

il confronto può essere

- infra-settoriale nella stessa nazione e in differenti nazioni

- inter-settoriale (depurando gli effetti di differenti politiche di bilancio e disciplina fiscale)

rapportare i prezzi di mercato ad una variabile comune. Si deve scegliere quale multiplo la variabile che meglio esprime la capacità dell'impresa oggetto di valutazione di creare valore

operare rettifiche per tenere conto delle differenze

Valutazione basata sui multipli semplici

Una analisi imperniata su multipli presuppone una valutazione di tipo comparativo tra aziende
Il prezzo viene rapportato a differenti variabili:

il rapporto prezzo/utili: P/U

il rapporto prezzo/patrimonio netto: P/PN

il rapporto prezzo/fatturato: P/S (price/sales)

il rapporto prezzo/utili (P/U)

è il moltiplicatore più usato

esprime il numero di anni che occorrono per recuperare l'investimento effettuato con gli utili

il rapporto è basso per le imprese sottovalutate è invece alto per quelle sopravvalutate

esistono differenze rilevanti tra i P/E medi dei vari settori: generalmente quelli maturi hanno P/E bassi, quelli più innovativi hanno invece P/E più elevati

il rapporto prezzo/patrimonio netto: P/PN

molto usato per le società dei settori finanziario, bancario, assicurativo. Meno per le aziende industriali.

indica quanto il mercato disposto a pagare oltre il valore patrimoniale dell'azienda. $P/BV < 1$ indica sottovalutazione, poiché la valutazione espressa dal mercato è addirittura inferiore al valore patrimoniale, senza tenere conto di alcuna prospettiva reddituale. $P/BV < 0,5$ indica pessima valutazione e rivela prospettive reddituali molto negative, forse anche rischi di crisi.

Multipli asset side

si basa sull'attualizzazione dei flussi di competenza sia degli azionisti che dei finanziatori (unlevered DCF)

Numeratore: Valore dell'impresa (attivo lordo, cioè capitalizzazione di borsa + debiti - liquidità)

Denominatore una delle seguenti misure di performance:

EBIT (Reddito operativo)

NOPAT (Reddito operativo al netto delle imposte)

EBITDA (EBIT + ammortamenti)

Unlevered free cash flow (EBITDA - Investimenti di mantenimento del capitale fisso)

Attività operative nette

Multipli equity side

si basa sull'attualizzazione dei flussi disponibili unicamente per gli azionisti (levered DCF)

Numeratore: Capitalizzazione di borsa dell'impresa (se al numeratore si inserisce il prezzo del titolo azionario, le variabili seguenti vanno indicate in valore per azione)

Denominatore:

Earning (Utili netti)

Cash earning (Utili netti + ammortamenti)

Equity Free Cash Flow (EFCF), ossia flusso di cassa disponibile per gli azionisti (Utili netti + ammortamenti - investimenti di mantenimento del capitale fisso)

Sales (fatturato)

Book value (patrimonio netto contabile)

dividendi

RV	15.000,00 €				
Costi operativi monetari	8.250,00 €				
EBITDA	6.750,00 €				
Ammortamenti	1.400,00 €	imposte al 30%	NOPAT	RO al netto delle imposte	
EBIT (RO)	5.350,00 €	1.605,00 €	3.745,00 €		
Oneri finanziari	350,00 €				
EBT	5.000,00 €				
Imposte	1.500,00 €	imposte al 30%			
Reddito netto	3.500,00 €				

Capitale Operativo Inv.to Netto	6000	esprime l'ammontare delle risorse investite nella gestione caratteristica				
CO Inv.to netto (Capitale operativo o working capital) = Attività correnti (di funz.to) - Passività correnti (di funz.to)						
EV	$EV = (NOPAT / i)$	3745	0,1	37.450,00 €		
i = WACC (Costo medio ponderato del capitale)						
MULTIPLI ASSET SIDE (EV)						
EV/NOPAT	37.450,00 €	3.745,00 €	10,00			
EV/EBIT (RO)	37.450,00 €	5.350,00 €	7,00			
EV/EBITDA	37.450,00 €	6.750,00 €	5,55			
EV/RV	37.450,00 €	15.000,00 €	2,50			
EV/CO Netto	37.450,00 €	6.000,00 €	6,24			
MULTIPLI EQUITY SIDE						
Utile (Earning)	3.500,00 €					
CAPM (Costo capitale proprio)	0,12					
W	29.166,67 €					
P/E	29.166,67 €	8,33	maggiormente usato			
	3.500,00 €					
P/CE (Utile + ammortamenti)	29.166,67 €	5,95				
	4.900,00 €					
P/BV (Capitale Netto)	29.166,67 €	9,72				
	3.000,00 €					
P/RV	29.166,67 €	1,94				
	15.000,00 €					
P/Equity Free Cash Flow (Utili + ammortamenti - inv. capitale fisso)						