

A cura dei ***I metodi di valutazione di azienda***

A cura del prof. Michele Rutigliano

A cosa servono le valutazioni ?

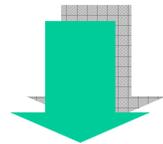
- Nelle compravendite di quote e di pacchetti azionari di riferimento fra privati (valutazioni *stand alone*)
- In sede di determinazione del prezzo di offerta (IPO) al mercato
- Nella selezione delle migliori opportunità del mercato finanziario
- Nelle operazioni straordinarie (conferimento, fusione, scissione per determinare la congruità dei rapporti di cambio)
- In operazioni di aumento di capitale con esclusione del diritto di opzione (aumenti in denaro o in natura)

Agenda

- Il metodo patrimoniale
- Il metodo reddituale
- I metodi misti
- Il metodo finanziario
- Il metodo EVA

Il metodo patrimoniale

Il metodo patrimoniale esprime il valore dell'azienda in funzione del valore del suo patrimonio, quantificandone il valore come *valore di ricostituzione del patrimonio* nella prospettiva di funzionamento aziendale.



Il valore coincide con l'investimento netto che sarebbe astrattamente necessario per avviare una nuova impresa con una struttura patrimoniale identica a quella oggetto di valutazione

Problematiche e caratteristiche

Il metodo patrimoniale considera il patrimonio netto e quindi i vari elementi patrimoniali ad un valore opportunamente rettificato rispetto ai criteri contabili di valutazione utilizzati nella predisposizione del bilancio di esercizio, quindi ...

la valutazione od il processo di stima operata con il metodo patrimoniale potrebbe essere definita:

- ***ANALITICA***, cioè riferita ad ogni singolo elemento del patrimonio aziendale;
- ***A VALORI CORRENTI***, cioè fa riferimento a “valori” di mercato in essere alla data della valutazione;
- ***DI SOSTITUZIONE***, perché l’ipotesi assunta è quella del riacquisto o della riproduzione per gli elementi attivi e della rinegoziazione per quelli passivi

“Oggettività” del metodo patrimoniale

- La valutazione dell’azienda con il metodo patrimoniale è meno soggettiva di quella ottenuta con altri metodi: minore è sia il numero di ipotesi da assumere, sia le competenze soggettive per la valutazione
- Non si deve procedere alla valutazione dei flussi di reddito o di cassa; si riduce di conseguenza l’incertezza sul risultato del processo di valutazione
- È un metodo talvolta usato per aziende con forte patrimonializzazione, cioè aventi un elevato ammontare di attività immobilizzate (es. holding pure, società immobiliari...)

I beni “accessori” (surplus assets)

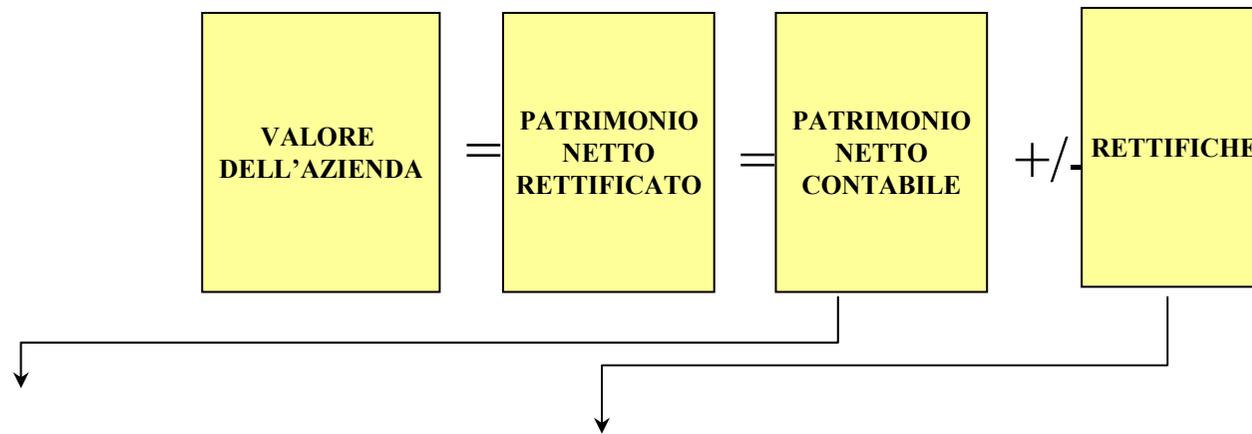
- È controverso se valutare, alla stessa stregua degli elementi patrimoniali inerenti la gestione caratteristica dell’azienda, anche le voci riguardanti i cosiddetti beni “accessori”, beni estranei all’attività economica tipica dell’azienda (immobili civili, terreni edificabili, partecipazioni non di controllo, etc.)
- In dottrina si ritiene che i beni accessori debbano essere valutati separatamente seguendo il cosiddetto *criterio di realizzo o liquidazione*

Limiti del metodo patrimoniale

Il metodo patrimoniale ha due evidenti limiti:

1. Il valore dell'azienda è determinato sulla base del saldo algebrico tra attività e passività e quindi su dati storici, ponendo in secondo piano la capacità dell'azienda di generare nel futuro reddito o flussi di cassa;
2. Si attribuisce un valore corrente ad ogni voce di bilancio, sia essa attiva o passiva, prescindendo dalla sua appartenenza al complesso aziendale unitariamente inteso e in funzionamento

Struttura logica del metodo patrimoniale



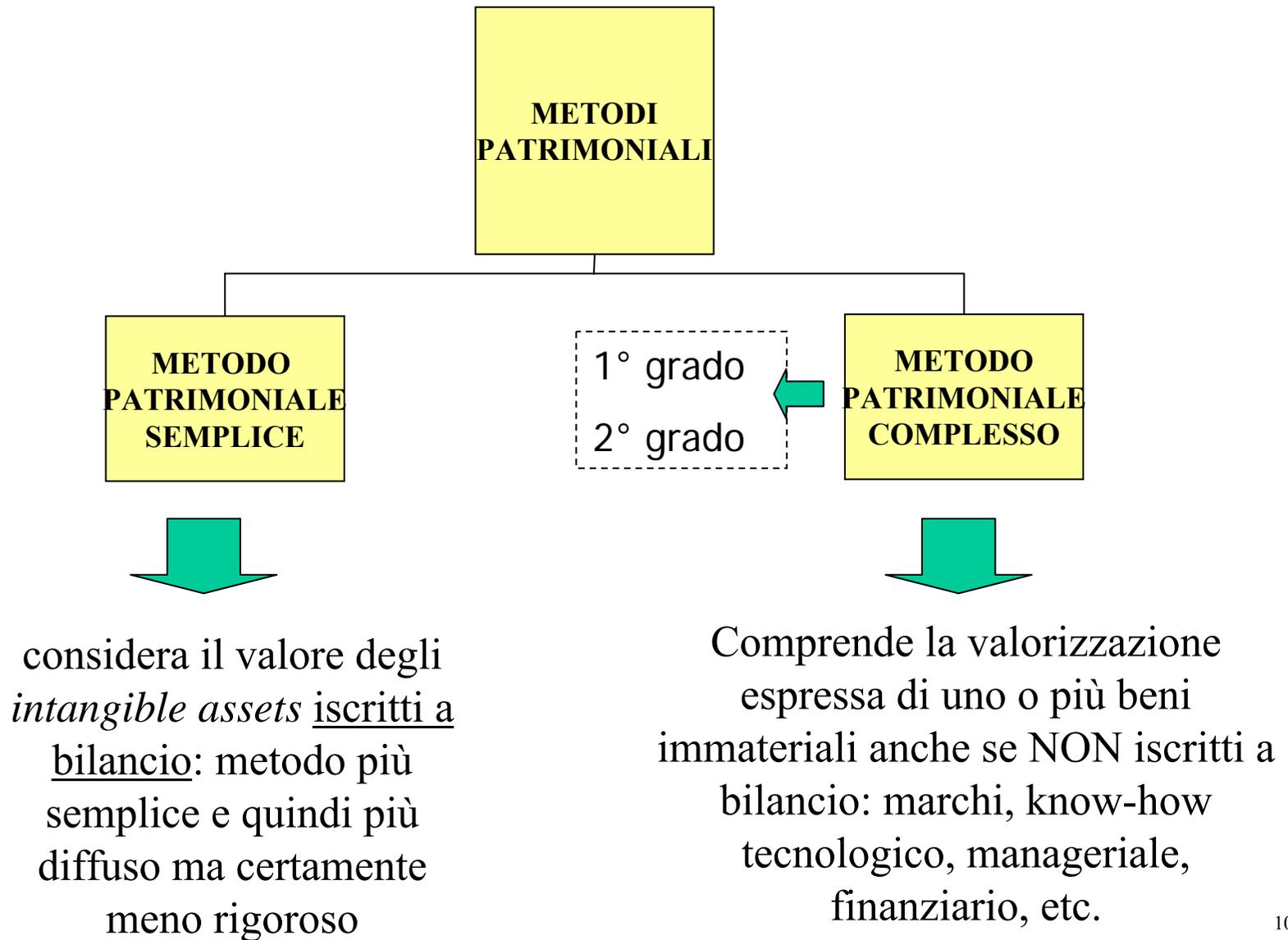
*Punto di partenza:
è la situazione
patrimoniale
dell'azienda,
espressa con valori
di funzionamento*

*Il capitale netto
contabile viene
rettificato, adeguando
le singole componenti
del patrimonio ai
valori correnti di
mercato*



*Ipotesi di
scindibilità
degli elementi che
formano il
patrimonio
aziendale*

Tipologie di metodi patrimoniali



Metodo patrimoniale semplice

Quantifica il valore economico del capitale dell'azienda rettificando opportunamente il valore del patrimonio netto. Rende attuale ed aggiornato il valore relativo al patrimonio dell'azienda

$$V = K$$

dove:

V = valore dell'azienda

K = valore patrimoniale rettificato

- Per gli elementi che compongono l'attivo patrimoniale destinati allo scambio o risultanti da precedenti scambi, il criterio preso a riferimento è quello del **Valore di presumibile realizzo**;
- Per le immobilizzazioni strumentali, il criterio preso a riferimento è quello del **Valore di sostituzione**;
- Gli elementi che compongono il passivo patrimoniale vengono invece valutati con il criterio del **Valore di presunta estinzione**.

Metodo patrimoniale complesso (primo grado)

Quantifica il valore economico del capitale dell'azienda rettificando opportunamente il valore del patrimonio netto ed includendo il valore delle risorse “intangibili” anche se non iscritte a bilancio (purchè “separabili”)

dove:

V= valore dell'azienda

K= valore patrimoniale rettificato

I= valore degli elementi immateriali

$$V = K + I$$

Ogni bene immateriale deve avere le seguenti caratteristiche:

- Deve originare utilità differite nel tempo;
- **Deve essere trasferibile;**
- **Deve essere misurabile.**

Metodo patrimoniale complesso (secondo grado)

Quantifica il valore economico del capitale dell'azienda rettificando opportunamente il valore del patrimonio netto ed includendo il valore delle risorse “intangibili” anche se non iscritte a bilancio

$$V = K + I$$

dove:

V= valore dell'azienda

K= valore patrimoniale rettificato

I= valore degli elementi immateriali

Sono valorizzati anche intangibili non “separabili”

Documenti e verifiche

Documentazione di base



- Ultimo bilancio dell'impresa
- Ultimo bilancio consolidato
- Ultimo bilancio delle società collegate e controllate
- Relazione sulla gestione
- Relazione del Collegio sindacale e
- Rel. Soggetto incaricato del controllo contabile
- Perizie di stima dei singoli cespiti (se disponibili o se appositamente richieste)
- Dati dei libri di inventario oppure ...
- del registro dei cespiti ammortizzabili
- (Business plan e documenti strategici)

Verifiche

- Contabilizzazione di tutte le attività e le passività
- Rispondenza delle scritture con elementi documentali
- Valutazione dei crediti in base al valore di recupero
- Congruità dei fondi rischi ed oneri
- Corretta contabilizzazione dei ratei e risconti
- Attività/passività fuori Bilancio
- Strumenti finanziari partecipativi

Il metodo reddituale

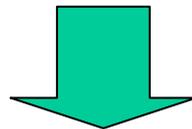
- Il metodo reddituale determina il valore dell'azienda sulla base della capacità della stessa di generare reddito
- L'obiettivo del metodo è valutare l'azienda come complesso unitario sulla base della relazione

Redditività → valore

- Il valore dell'azienda viene determinato mediante l'attualizzazione dei risultati economici attesi

Esempio di calcolo con durata illimitata della vita dell'azienda

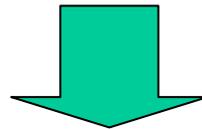
- Reddito medio prospettico = € 500.000
- Tasso di attualizzazione = 10%



$$V = R/i = 500.000/0,10 = 5.000.000$$

Esempio di calcolo con orizzonte temporale limitato

- Reddito medio prospettico = € 500.000
- Tasso di attualizzazione = 10%
- Orizzonte temporale = 20 anni



$$V = R a_{\overline{n}|i} = R \frac{(1+i)^n - 1}{i (1+i)^n} = 500.000 \frac{(1+0,1)^{20} - 1}{0,1 (1+0,1)^{20}}$$

$$V = 500.000 \frac{5,73}{0,67} \longrightarrow V = 500.000 \times 8,55 = \text{€ } 4.275.000$$

Tipologie di metodi reddituali

- Il metodo reddituale semplice si basa sulla stima di un flusso di redditi costanti, ovvero su un reddito “medio”, “normale”, “duraturo” (*per aziende con vita futura limitata o illimitata*).
- Il metodo reddituale complesso costituisce un'evoluzione del precedente.
 - Attualizza, infatti, i flussi di reddito previsti anno per anno, fino al termine dell'orizzonte temporale preso in considerazione (*applicazione pressoché limitata alle aziende che elaborano piani e programmi di gestione di durata non superiori a 5 anni*).

Beni accessori ed avviamento

- I *beni accessori*, cioè gli investimenti non inerenti la gestione caratteristica, sono di regola, come per il metodo patrimoniale, valutati a parte.
- Un risultato economico non “depurato” dai valori extraoperativi potrebbe inficiare l’attendibilità del risultato della valutazione stessa.
- La valutazione dell’*avviamento* non è autonoma, ma ricompresa nella dinamica reddituale.

Processo di “normalizzazione”

- Il reddito deve essere in primo luogo “*normalizzato*”, cioè depurato dalle componenti reddituali straordinarie, al netto degli oneri finanziari e delle imposte (approccio *Equity Side-Levered*);
- L’obiettivo del processo di normalizzazione consiste nell’individuare la reale e stabile capacità reddituale dell’azienda, eliminando elementi di casualità, non ripetibilità e non pertinenza;
- La “*normalizzazione*” dei risultati storici è un’elaborazione comprendente:
 - identificazione nel tempo di proventi ed oneri straordinari e valutazione circa il loro trattamento ai fini estimativi;
 - eliminazione di proventi ed oneri estranei alla gestione caratteristica;
 - neutralizzazione delle politiche di bilancio

Normalizzazione delle voci di Conto economico

Ricavi delle vendite

E' una delle voci più significative per quantificare la redditività futura dell'azienda e per valutarne la proiezione futura

Si verifica che siano stati integralmente imputati a Conto economico tutti i componenti "tipici"

Variazione delle rimanenze

Accertare la natura e la composizione

Analizzare la volatilità storica della voce

Stimare una dinamica strutturale e tipica

segue...

Variazione dei lavori in corso su ordinazione

Incremento di immob. per lavori interni

I lavori in corso su ordinazione (commesse a lungo termine) sono valorizzati in base alla percentuale di completamento

Nella ricostruzione del reddito proiettabile ai fini prospettici, valutare la rilevanza di questi "costi sospesi"

segue

Altri ricavi e proventi

Nella voce di bilancio in esame vanno a confluire, in via residuale, vari componenti positivi di reddito, inclusi quelli inerenti la gestione extracaratteristica, dei quali va valutata l'eliminazione

Costi per servizi

L'analisi di questa voce di bilancio richiede una verifica dell'incidenza strutturale rispetto al fatturato
Accertare la congruità dei compensi agli amministratori

segue....

Costi per godimento di beni di terzi

Sotto il profilo valutativo occorre accertare la congruità reddituale ovvero la riconducibilità dei costi in esame (per locazione, noleggio, leasing, ecc.) alla gestione aziendale (e non all'utilizzo, diretto e/o indiretto, ad esempio di beni immobili da parte degli amministratori e soci).

Costi per il personale

Per questa voce il valutatore, verificato che non vi siano lavoratori impiegati per fini personali dell'imprenditore (autisti, giardinieri, personale di servizio, ecc.), si limita ad accertare l'integrale imputazione a Conto economico degli oneri di competenza, inclusi tutti gli accantonamenti per fine rapporto, ferie non godute, festività soppresse, ratei di mensilità aggiuntive, ecc..., oltre a tutti gli oneri previdenziali e assistenziali

segue....

Ammortamenti

Poiché spesso nella prassi si adottano per l'amm.to dei beni strumentali le aliquote fiscali in luogo di quelle rappresentative dell'effettivo deperimento economico-tecnico dei beni, il valutatore deve verificare se le aliquote applicate siano congrue in relazione alla vita residua utile.

Costi di manutenzione e riparazione

Il valutatore accerta l'effettiva natura delle spese sostenute distinguendo tra:

- **spese incrementative**, destinate ad accrescere la capacità produttiva e l'efficienza dei beni per i quali vengono sostenute (è ammissibile la capitalizzazione);

- **spese non incrementative**, cioè finalizzate a ripristinare la funzionalità dei beni cui si riferiscono (non è corretta la patrimonializzazione, ma la loro imputazione al Conto economico)

Nel primo caso → ammortamenti
Nel secondo caso → costi di esercizio

segue....

Accantonamenti

Gli accantonamenti ai fondi rischi ed oneri, nell'ottica della ridefinizione del loro valore, sono oggetto di analisi per ciò che concerne la congruità e la giustificabilità economica

Oneri diversi di gestione

Poiché la voce residuale accorpa componenti negativi di reddito di varia natura, non necessariamente riferiti alla gestione caratteristica, l'analisi economica da effettuare è relativa all'incidenza dei medesimi.

Ad esempio le spese sostenute per esigenze extra lavorative di alcuni soggetti (amministratori, soci, manager, dipendenti, ecc)

segue....

Proventi ed oneri finanziari

Analoghe considerazioni di "scrematura" vanno operate per l'"area finanziaria", identificando oneri e proventi derivanti da investimenti accessori speculativi da depurare rispetto a quelli che derivano dalla normale gestione finanziaria.

Proventi ed oneri straordinari

Poiché l'area straordinaria del bilancio include componenti reddituali che, in massima parte, sono irripetibili nelle future determinazioni del risultato economico (ad esempio: sanatorie, condoni, sopravvenienze, ecc.), si applica al riguardo il processo di normalizzazione

Tasso di attualizzazione

- Il tasso di attualizzazione esprime il rapporto tra reddito e capitale che viene reputato conveniente per l'investimento nell'impresa.
- La scelta del tasso è un *elemento soggettivo di valutazione* che può creare effetti distorsivi notevoli sul risultato della valutazione stessa.
- Il tasso di attualizzazione deve considerare in aggiunta al rendimento delle attività prive di rischio un **premio** per l'investimento in attività d'impresa, che rifletta un rischio “di mercato” e un rischio di settore/impresa.

BETA

E' un parametro specifico di ogni singola azione indicando la relazione strutturale tra il rendimento del titolo con quello generale di mercato nello stesso periodo.

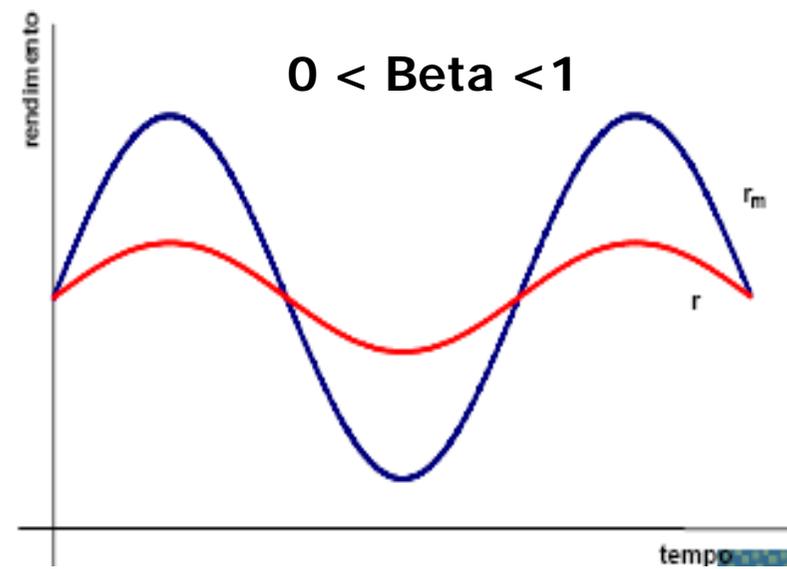
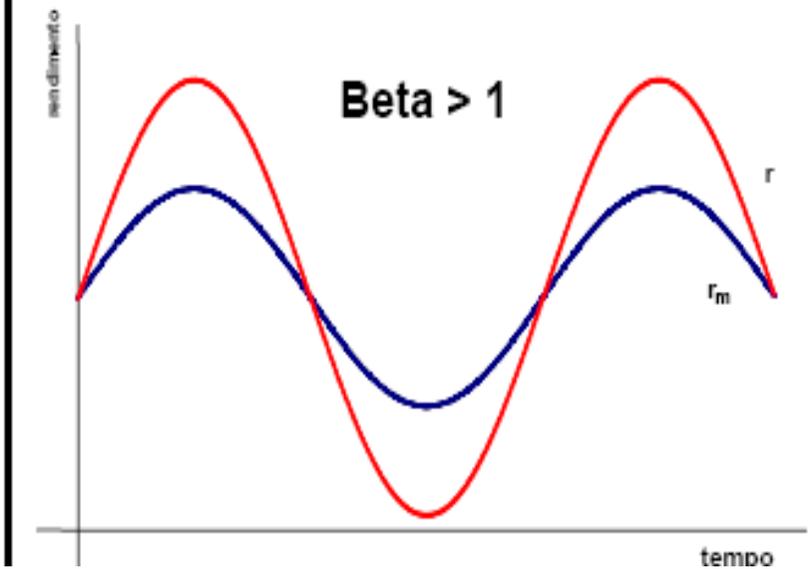
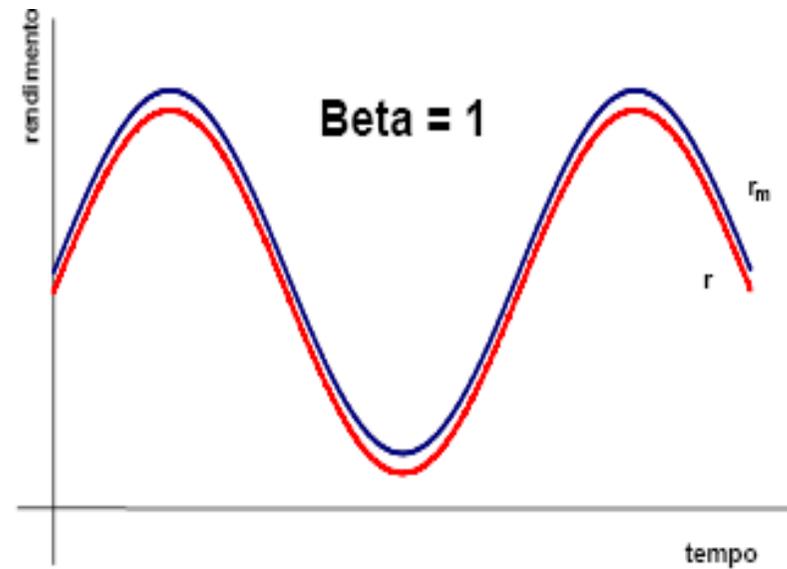
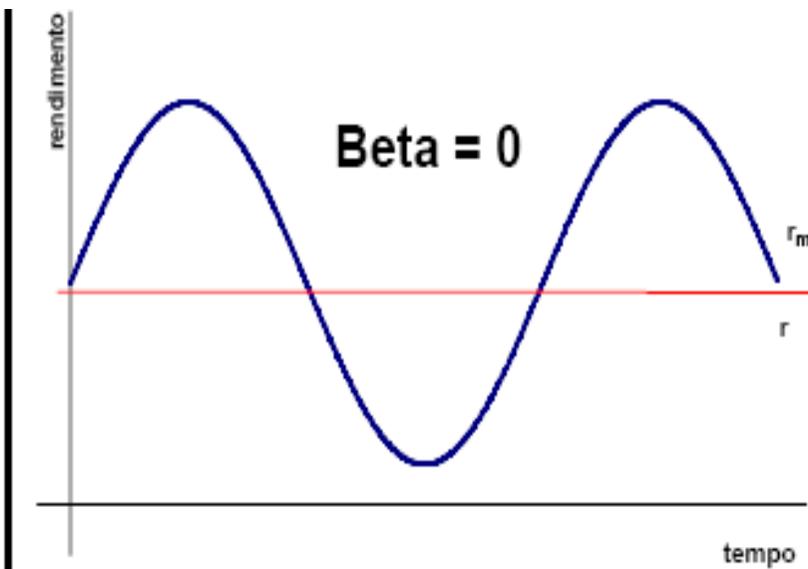
Beta contraddistingue i titoli con i seguenti coefficienti :

Beta >1 = il titolo si muove nella stessa direzione del mercato e con oscillazioni maggiori del mercato stesso. E' elevato il rischio che si assume su questi titoli nel caso in cui, assunta una posizione, il mercato si muova in maniera opposta alle aspettative;

0 < Beta <1 = il titolo si muove nella stessa direzione del mercato, ma con oscillazioni minori di quelle che il mercato registra, performando meno e con rovesci minori ad una inversione di tendenza;

0 > Beta >-1 = il titolo si muove in direzione opposta al mercato, anche se in maniera contenuta; tale valore è caratteristico dei titoli che permettono di operare in controtendenza, con un rischio non particolarmente alto. La reattività moderata ai movimenti di mercato procura quindi conseguenze limitate;

Beta <-1 = il titolo si muove in senso opposto al mercato ed oscilla maggiormente rispetto al mercato stesso (ipotesi astratta, eventualmente valida per posizioni in strumenti derivati)



Un esempio di calcolo di Ke

- esempio:

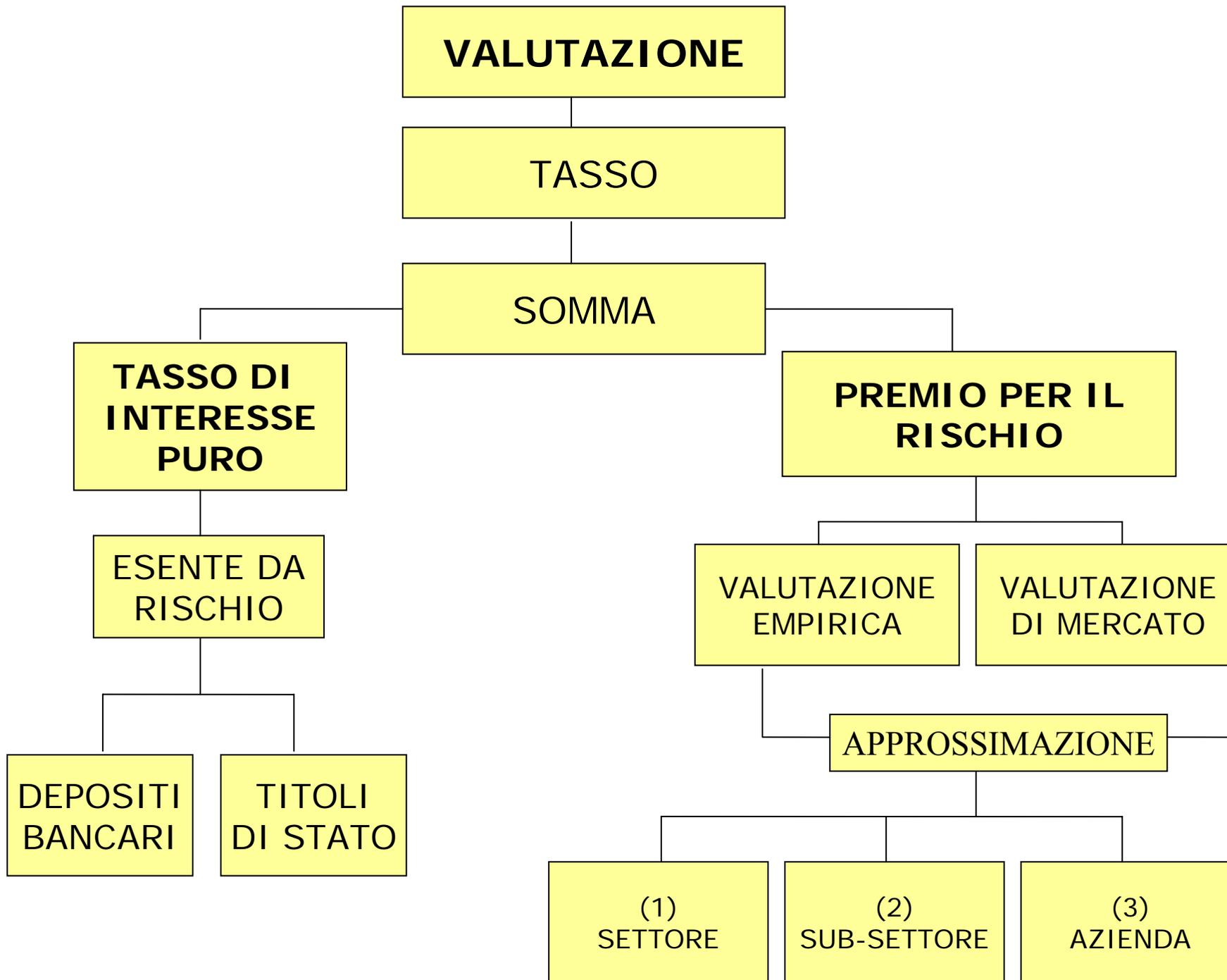
$$R_f = 2\%$$

$$R_m = 7\%$$

$$\beta = 1,25$$

- Quanto è Ke ?

$$K_e = 2\% + (7\% - 2\%) \times 1,25 = 8,25\%$$



Fattori che influenzano Ke (**valutazione empirica**)

Fattori interni

Fattori esterni

- situazione generale dell'economia
- situazione economica generale del settore
- situazione concorrenziale del settore
- livelli di competizione
- prospettive di andamento del settore

- tipologia e dimensione dell'azienda
- efficienza dell'organiz. produttiva aziendale
- efficienza del settore programm. e ricerca
- efficienza dell'organizzazione commerciale
- flessibilità aziendale
- possibilità di ampliamento delle attività
- qualità del management
- grado di indebitamento
- mobilità finanziaria
- consistenza del capitale imm.to e circolante
- continuità degli utili nel tempo
- tipologia e qualità dei prodotti (e servizi)
- ampiezza della gamma dei prodotti
- grado di innovazione
- ampliamento di attività

Tasso free risk	5%
Rischio sistematico:	
- Premio per il rischio azionario	5%
Tasso di mercato	10%
Rischio sistematico e specifico	
- Premio per rischio di settore	5%
- Premio per rischio dimensionale	3%
- altri fattori specifici	
Tasso di attualizzazione (periodo previsionale)	18%
- Fattore di crescita "g"	3%
Tasso di attualizzazione a lungo termine	15%



Per l'attualizzazione dei flussi ai fini del VF (terminal value) – formula della vita limitata e valore finale

Il metodo “U.E.C. complesso”

- **Il metodo misto più diffuso è quello della attualizzazione limitata del sovrareddito (noto come “U.E.C.” in quanto raccomandato dall’*Union Europeenne des Experts Comptables Economiques et Financiers*). In simboli:**

$$W = K + I + a_{n-i} \cdot (R - i \times K') + SA$$

dove:

- W = Valore del capitale economico della società da valutare
K = Patrimonio netto rettificato “strumentale”
I = Valore degli *Intangibles* non iscritti a bilancio (separabili)
R = Reddito medio normale atteso per la società da valutare
i = Tasso di rendimento “normale” (di settore)
K' = Patrimonio netto rettificato strumentale “complesso” (K' = K + I)
(R - iK') = Sovrareddito (Sottoreddito)
i' = Tasso di attualizzazione
n = Periodo di attualizzazione
 $a_{n-i} \cdot (R - iK')$ = *Goodwill (Badwill)*
SA = Valore dei beni estranei alla gestione (*Surplus Assets*)

I metodi finanziari *levered* e *unlevered*

- Esistono due grandi categorie di metodi finanziari:

METODI UNLEVERED

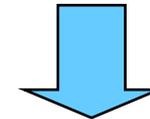
Si basano sulla **attualizzazione dei flussi di cassa disponibili per tutti coloro che apportano risorse finanziarie in azienda** (possessori di azioni ordinarie, di azioni privilegiate, di obbligazioni ordinarie o convertibili, fornitori di capitale di debito)



I flussi di cassa disponibili sono calcolati al lordo degli interessi passivi e scontati al WACC

METODI LEVERED

Si basano sulla **attualizzazione dei flussi di cassa disponibili per gli azionisti**, scontati ad un tasso (costo dell'*equity*= K_e) che ne riflette il grado di rischio



I flussi di cassa sono calcolati al netto del servizio del debito

Il metodo finanziario

la struttura del capitale dell'impresa:

- a valori di mercato
- a valori contabili

$$WACC = k_e \times \frac{E}{E + D} + k_d \times (1 - \tau) \times \frac{D}{E + D}$$

il rendimento atteso dagli azionisti

costo del debito

la deducibilità fiscale degli interessi

Il metodo finanziario impiegare il WACC

la struttura finanziaria dell'impresa dovrebbe figurare a valori di mercato del debito e del capitale azionario



ma il valore di mercato del capitale azionario è proprio quello che stiamo cercando



Il metodo finanziario asset side (unlevered)

asset side - esempio

calcolo del WACC su **struttura obiettivo**

D/E obiettivo	1,2
Costo del debito	9%
Aliquota fiscale	33%
Rendimento minimo azionisti	12%
Valore di mercato del debito	1.200

			<i>anni</i>			
		1	2	3	4	da 5 in poi
flussi si cassa	al netto delle imposte	800	850	650	600	700

Il metodo finanziario asset side (unlevered)

asset side - esempio

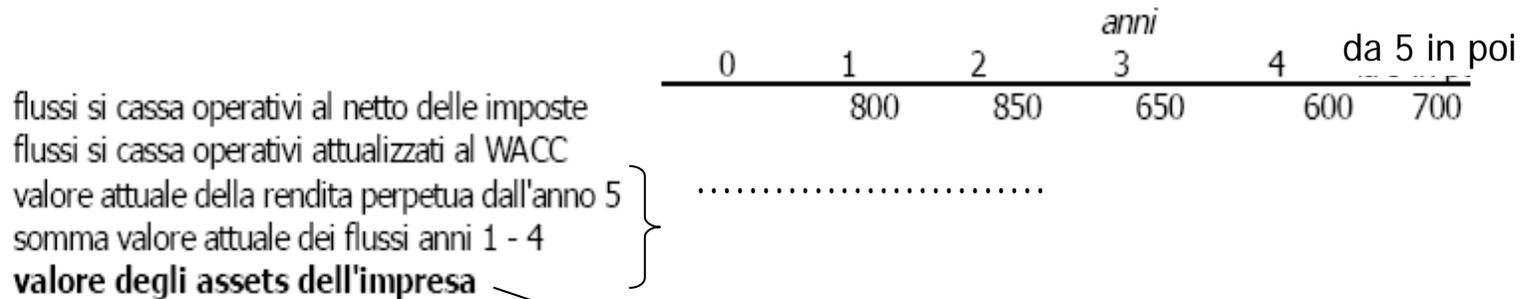
D/E obiettivo	1,2
Costo del debito	9%
Aliquota fiscale	33%
Rendimento minimo azionisti	12%
Valore di mercato del debito	1.200



calcolo del WACC su struttura obiettivo

$$\frac{D}{D+E} = 0,55 \quad \frac{E}{D+E} = 0,45$$

$$WACC = 0,45 \times 12\% + 0,55 \times (1 - 0,33) \times 9\% = 8,72\%$$



valore del capitale azionario = EV - VALORE DEL DEBITO + SA

La *DCF Analysis*: il calcolo del “valore finale”

- Il valore finale (*terminal value*, TV) è il valore dei *cash flow* disponibili attesi oltre il periodo esplicito di previsione
- In molti casi il valore finale costituisce una percentuale molto elevata del valore totale di una società

La tecnica di calcolo più coerente con la *DCF Analysis* è la seguente:

$$TV = \frac{FC_{t+1}}{k - g}$$

dove:

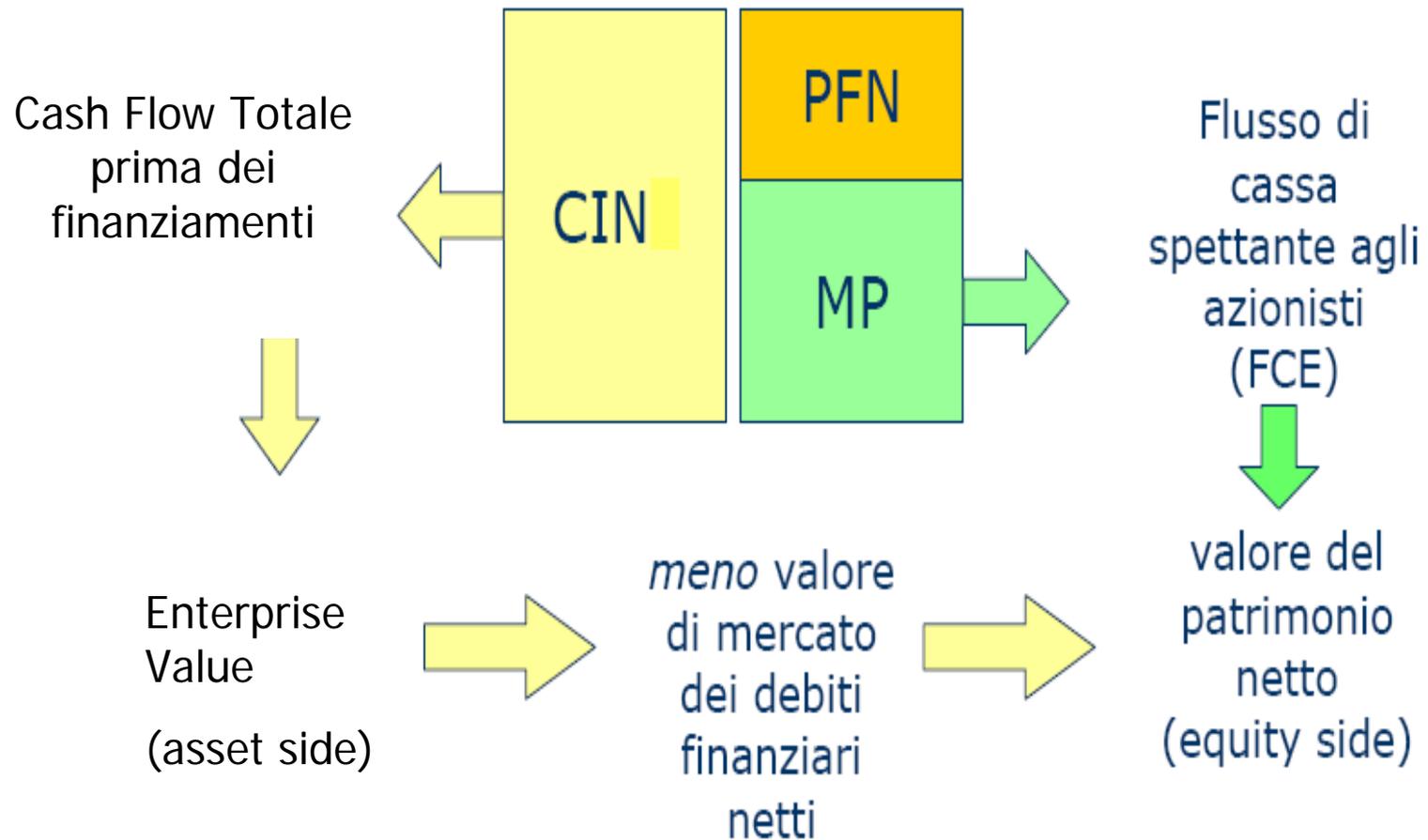
FC_{t+1} = *cash flow* relativo al primo anno seguente il periodo esplicito di previsione (t+1)

k = costo del capitale (WACC)

g = tasso di crescita di FC (ipotesi di crescita costante)

Naturalmente, il valore finale così stimato deve essere attualizzato (al tasso k) prima di poterlo sommare al valore del *cash flow* disponibile atteso durante il periodo esplicito di previsione

Il metodo finanziario



Il metodo finanziario

- ◆ I due metodi in linea di principio dovrebbero condurre ai medesimi risultati

asset side
approach

ponderazione dei rendimenti
minimi attesi dai finanziatori
dell'impresa (WACC)

equity side
approach

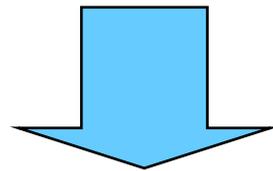
rendimento minimo atteso dagli
azionisti

I metodi finanziari: limiti e problematiche applicative

- **Elevata soggettività** dovuta alle ipotesi necessarie per la stima puntuale dei *cash flow* disponibili durante il periodo esplicito di previsione
- Limitata attendibilità del procedimento di previsione dei flussi di cassa disponibili oltre un certo numero di anni
- Problemi legati alla determinazione del *BETA* (e quindi del tasso di attualizzazione) nel caso di società non quotate



Le difficoltà aumentano nel caso la società da valutare appartenga a sistemi economici in cui i mercati mobiliari sono poco sviluppati



L'efficace applicazione di tali metodi dipende dalla **disponibilità** e dalla **attendibilità** dei dati alla base della formula della DCF Analysis

Il metodo EVA (Economic Value Added)

- Il Metodo Eva è un particolare criterio di determinazione e misura del valore che si fonda su due principi:
 1. Il capitale degli azionisti deve essere remunerato
 2. Un'azienda che produce utili contabili non necessariamente è in grado di creare valore economico per gli azionisti.

L'impresa crea valore soltanto se:

$$\begin{array}{l} \text{Rendimento del} \\ \text{capitale investito} \\ \text{operativo} \end{array} - \begin{array}{l} \text{Costo del} \\ \text{capitale investito} \\ \text{operativo} \end{array} > 0$$

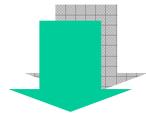
Ossia $EVA > 0$

Costo medio
ponderato del
capitale
WACC

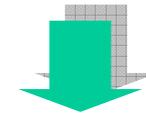
creazione di valore nel singolo esercizio

Il calcolo dell'EVA

Rendimento del
capitale investito
operativo



Costo del capitale
investito operativo



NOPAT

-

WACC x COIN

REDDITO OPERATIVO
NETTO DOPO LE
IMPOSTE,
NORMALIZZATO

COSTO MEDIO PONDERATO
DEL CAPITALE x
CAPITALE OPERATIVO
INVESTITO NETTO

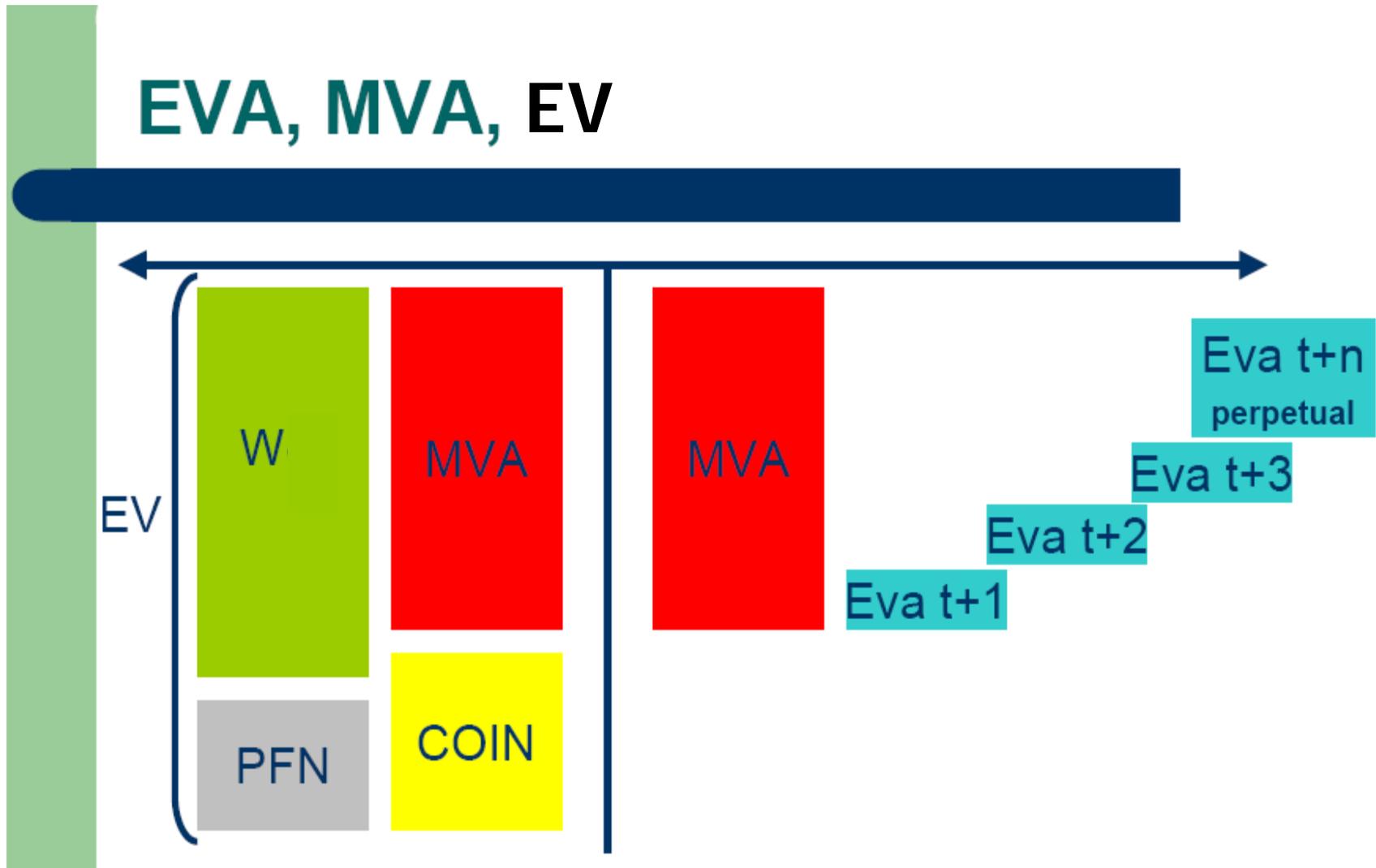
NOPAT

Ricavi operativi	-
Costi operativi (prima degli ammortamenti)	=
<u>Margine (Reddito) Operativo Lordo</u>	-
Ammortamenti	=
<u>Reddito Operativo Netto</u>	-
<u>Imposte sul reddito operativo</u>	=
NOPAT	

COIN

	Attività correnti operative (Debiti operativi correnti)
A	Capitale circolante netto operativo
	Attività fisse operative (Debiti operativi a medio-lungo termine)
B	Capitale immobilizzato netto operativo
C	Capitale operativo investito netto = A + B
	Attività finanziarie correnti
	Attività finanziarie fisse
	Attività accessorie correnti
	Attività accessorie fisse
G	Capitale investito netto totale
	Debiti finanziari a breve termine
	Debiti finanziari a medio-lungo termine
M	Capitale raccolto da terzi =
	Patrimonio netto
N	Mezzi propri
O	Totale capitale raccolto = M+N

EVA, MVA, EV



I metodi empirici

Transazioni comparabili

Società comparabili

I metodi empirici: generalità e ambiti di utilizzo

- I metodi empirici vengono solitamente utilizzati con finalità di controllo della valutazione effettuata con il metodo patrimoniale, reddituale, misto o finanziario (metodi principali)**
- Alcuni autori suggeriscono di usarli come metodi principali per la stima di società non quotate di piccole e medie dimensioni (PMI)**
- In ogni caso, anche se di dubbia razionalità, i metodi empirici sono molto noti presso gli operatori**

VANTAGGI PRINCIPALI DEI METODI EMPIRICI :

- 1) Sono estremamente semplici da applicare**
- 2) E' possibile utilizzarli con una certa frequenza (anche nel breve periodo)**
- 3) I dati contabili ed economici che utilizzano sono spesso più attendibili (ed oggettivi) delle informazioni che sarebbero necessarie per l'applicazione di metodologie di valutazione più complesse**
- 4) Esprimono valori “rappresentativi” in quanto derivanti direttamente dalle negoziazioni di azioni/partecipazioni/società**

I metodi empirici: il riferimento alle transazioni comparabili

L'approccio delle **transazioni comparabili** stima il prezzo ragionevolmente ottenibile per una società non quotata prendendo come riferimento acquisizioni effettivamente avvenute aventi per oggetto società simili

Tecnica di calcolo:

- a) Si assume, per una società negoziata il cui prezzo è noto (P_1), una variabile strettamente legata al suo valore (X_1)
- b) Si costruisce il moltiplicatore P_1 / X_1
- c) Per la società omogenea da valutare si suppone valida la medesima relazione

$$P_1/X_1 = P_2/X_2$$

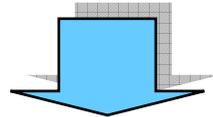
- d) Il valore ricercato diventa allora $P_2 = P_1(X_2/X_1)$

Moltiplicatori più usati:

- 1) P/E = Prezzo/ Utili contabili
- 2) P/CF = Prezzo/ Flussi di cassa
- 3) P/S = Prezzo/ Ricavi
- 4) P/BV = Prezzo/ Valore di bilancio del patrimonio netto

I metodi empirici: il riferimento alle società comparabili

- L’approccio delle **società comparabili** si distingue da quello delle transazioni comparabili esclusivamente per il fatto che assume come *benchmark* società quotate
- Ai fini della scelta delle società comparabili, occorre tenere conto in modo particolare dei seguenti aspetti:
 - l’appartenenza allo stesso settore;
 - la dimensione;
 - i rischi finanziari
 - il trend storico e prospettico della redditività e delle quote di mercato
 - la diversificazione geografica
 - la reputazione e la riconoscibilità del marchio
 - il grado di integrazione verticale
 - l’abilità del management
 - la capacità di pagare dividendi



Giudizio finale di comparabilità/non comparabilità

SCelta DEI MOLTIPLICATORI

Più "in alto" si colloca nel Conto Economico, la misura di performance, meno essa risente delle politiche discrezionali seguite nella formazione del Bilancio (ad esempio il MOL o l'EBITDA non risentono della struttura finanziaria, fiscale e della politica degli investimenti dell'azienda)

Il moltiplicatore P/E

- è il moltiplicatore più noto e utilizzato
- l'indicatore di *performance* è l'utile netto
- l'utile netto considerato non è necessariamente quello di bilancio, che spesso è rettificato per eliminare l'eventuale disomogeneità nei criteri contabili applicati dalle società confrontabili - rispetto a quelli seguiti dalla società oggetto di stima - o per eliminare elementi straordinari, eccezionali e non ricorrenti

Il moltiplicatore P/EBIT

- prescinde dalla struttura finanziaria e fiscale della società

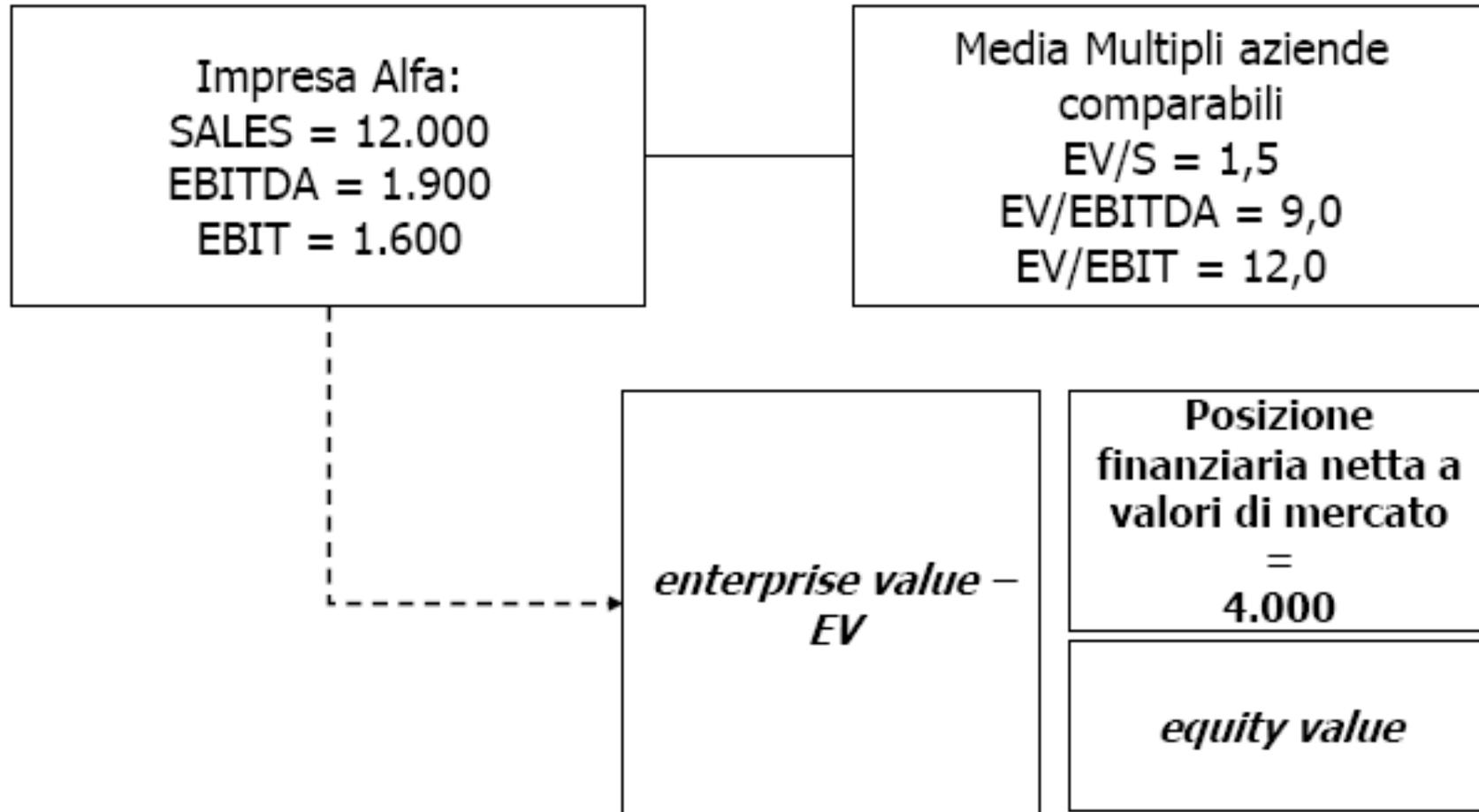
Il moltiplicatore P/EBITDA

- il moltiplicatore consente la neutralizzazione delle differenti politiche di ammortamento adottate

Il moltiplicatore P/SALES

- è un multiplo di facile applicazione, indipendente da politiche di bilancio, relativamente stabile
- non incorpora però nessuna informazione riguardo alle politiche dei prezzi, all'efficienza produttiva, alle politiche di marketing e all'efficacia della strategia aziendale
- il presupposto di applicazione è rappresentato dalla omogeneità dei margini tra società comparabili e società da valutare (ad es. aziende di distribuzione al dettaglio)

VALUTAZIONE DELLA SOCIETA' ALFA



EV/SALES

$$\begin{aligned} \text{EV (Alfa)} &= \text{Sales (Alfa)} * \text{media (EV/Sales)} \\ &= 12.000 * 1,5 \\ &= 18.000 \end{aligned}$$

$$\text{Valore economico del netto} = \text{EV} - \text{PFN} = 18.000 - 4.000 = 14.000$$

EV/EBITDA

$$\begin{aligned} \text{EV (Alfa)} &= \text{EBITDA (Alfa)} * \text{media (EV/EBITDA)} \\ &= 1.900 * 9 \\ &= 17.100 \end{aligned}$$

$$\text{Valore economico del netto} = \text{EV} - \text{PFN} = 17.100 - 4.000 = 13.100$$

EV/EBIT

$$\begin{aligned} \text{EV (Alfa)} &= \text{EBIT (Alfa)} * \text{media (EV/EBIT)} \\ &= 1.600 * 12 \\ &= 19.200 \end{aligned}$$

$$\text{Valore economico del netto} = \text{EV} - \text{PFN} = 19.200 - 4.000 = 15.200$$

I metodi empirici: limiti e problematiche applicative

Tali metodi sono di dubbia razionalità scientifica

E' spesso difficile trovare società quotate che siano veramente omogenee rispetto alle società da valutare, specie quando queste ultime sono PMI

Le interpretazioni dei dati di mercato possono essere difficoltose

Le quotazioni borsistiche sono soggette a distorsioni legate a componenti emozionali o fenomeni particolari (ad es. annuncio di una scalata, diffusione di alcuni dati congiunturali,...)

- Per quanto riguarda l'approccio delle società comparabili, occorre tener conto del fatto che i prezzi di borsa esprimono valutazioni di capitali “di minoranza” e non “di controllo”
- Per quanto riguarda l'approccio delle transazioni comparabili bisogna sempre ricordare le differenze tra il concetto di **prezzo** e quello di **valore**

La valutazione dei gruppi e di società multibusiness

il metodo “Somma delle Parti” (SOP)

La valutazione dei gruppi

- La valutazione dei gruppi e, più in generale, delle imprese multibusiness richiede una valutazione per somma di parti (*Sum of Parts*, conosciuta anche con l'acronimo SoP), in quanto ...

.....le singole aree di attività si caratterizzano per profili di rischio, prospettive di crescita e società comparabili molto diverse.

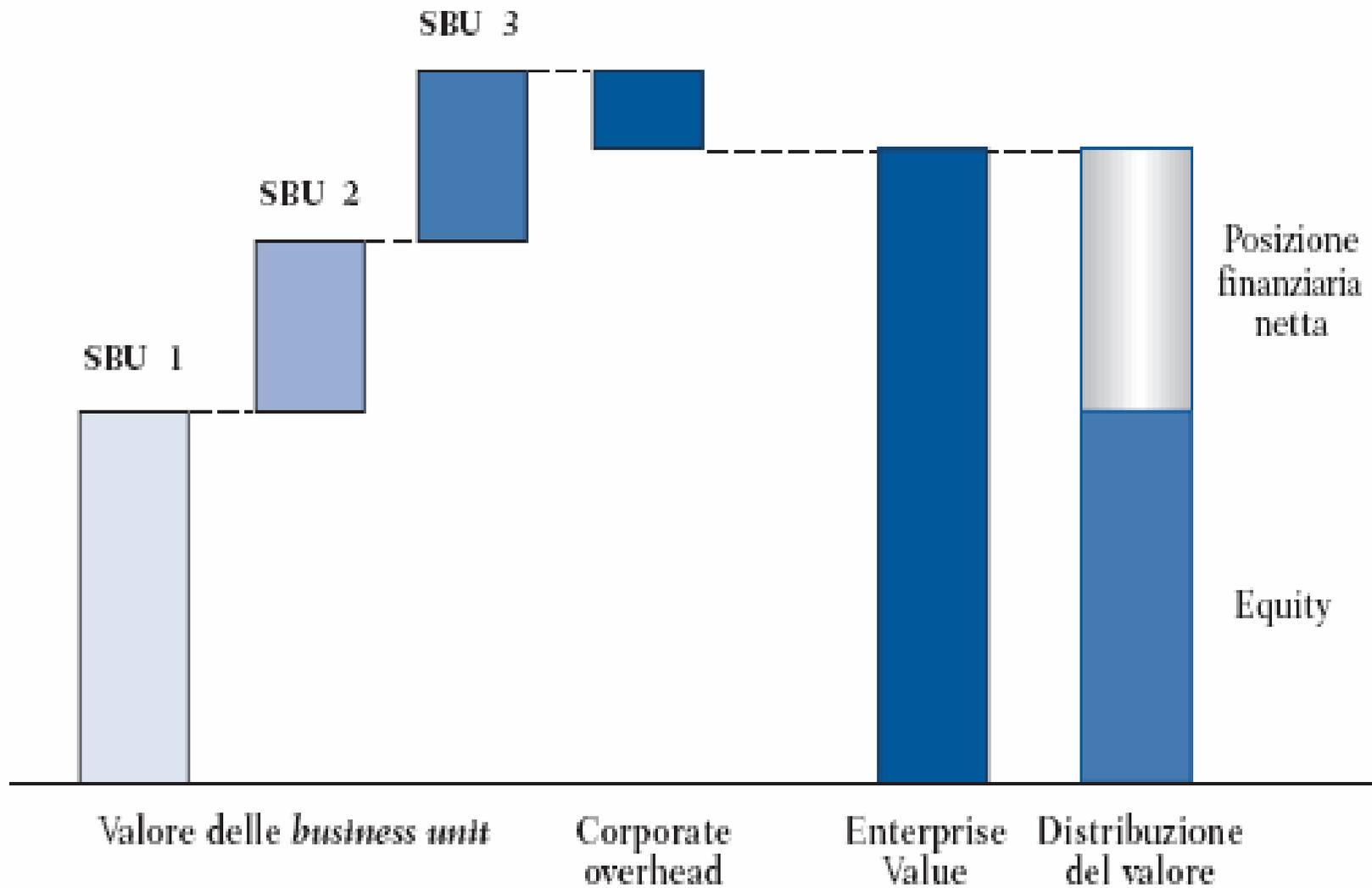
La valutazione delle società multibusiness

Nell'applicazione del DCF è necessario stimare l'EV di ogni *SBU* attualizzando i rispettivi flussi di cassa operativi ad un costo del capitale che ne rifletta il rischio specifico.

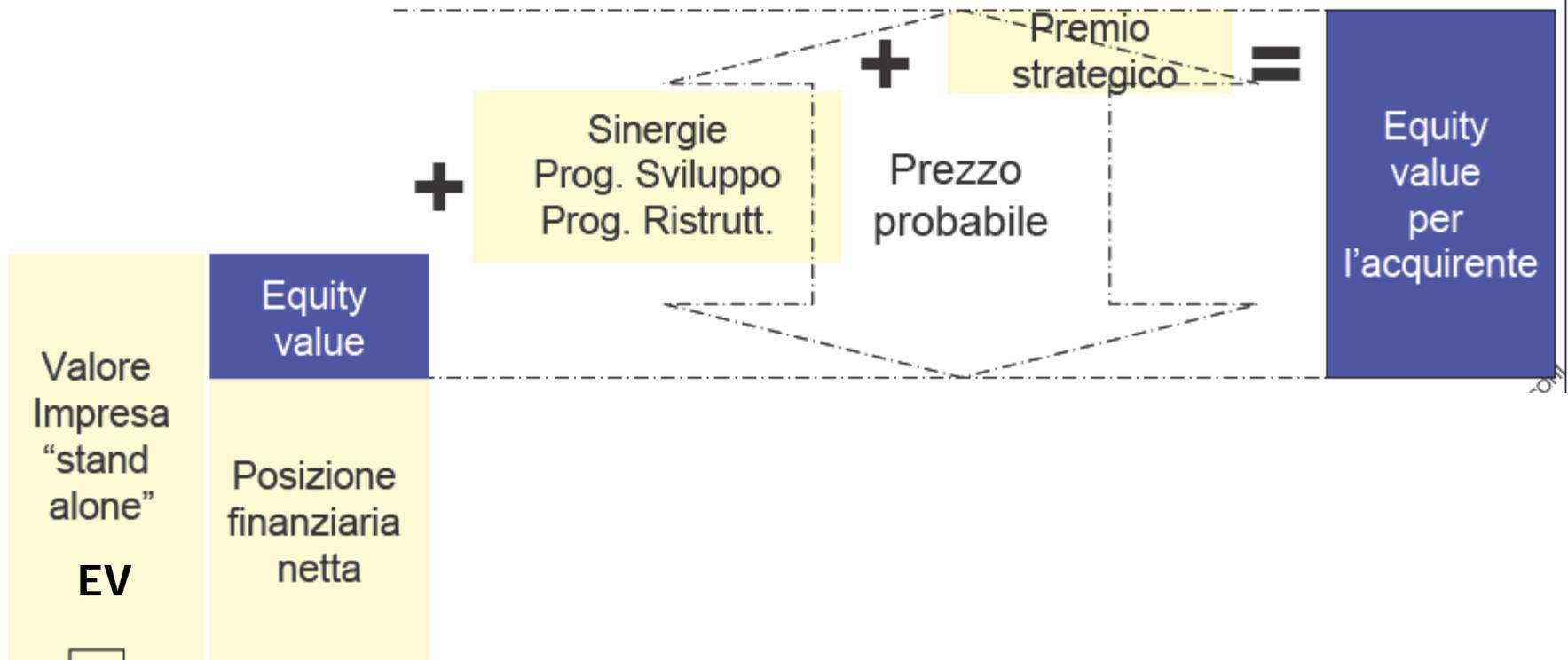
Ciò richiede, per il costo del capitale proprio, una stima *ad hoc* del *beta* di ogni area di business

L'*Equity* della società si ottiene sottraendo dalla somma degli *Enterprise Value* di ogni *SBU* il valore attuale dei *corporate overhead* e la posizione finanziaria netta consolidata.

Valore di una società *multibusiness*



Valutazione - valore e prezzo



- Metodi finanziari e reddituali
- Multipli di mercato
- Multipli di transazioni comparabili
- Metodo patrimoniale o misto
- EVA