
La valutazione delle aziende

Prof. Domenico Nicolò
Università Mediterranea di Reggio Calabria

domenico.nicolo@unirc.it
www.domeniconicolo.it

AA 2016-17



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

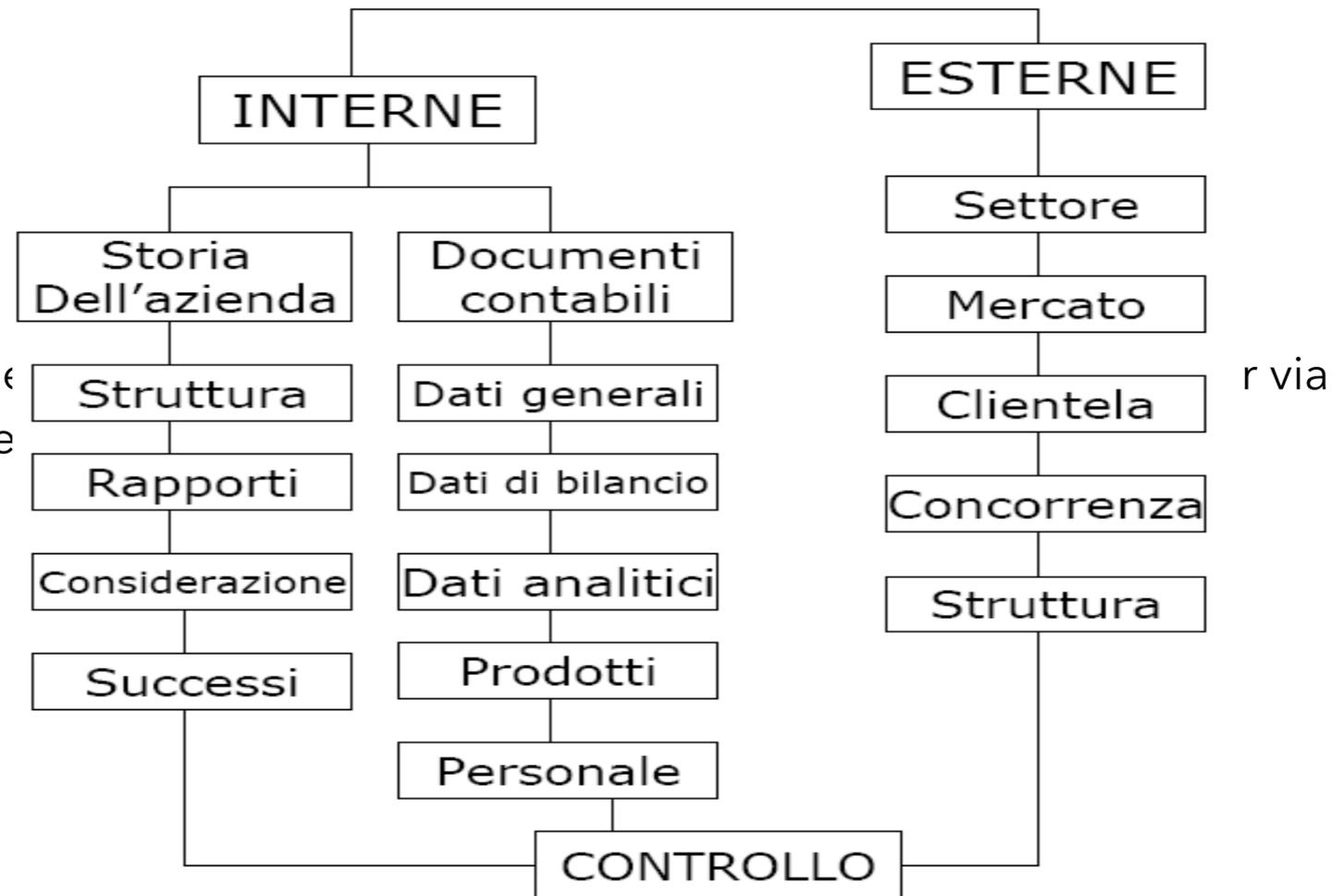
VALORE D'USO	Valutazione personale	Soggettivo	Scarsa affidabilità
VALORE DI MERCATO	Conseguenza di contrattazione	Oggettivo	Estraneo alla dinamica aziendale interna
VALORE CONTABILE	Risulta dalla contabilità	Soggettivo	Indicativo non sempre aggiornato
VALORE CORRENTE	Valutazione di stima	Espresso da 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

- la **complessità** delle informazioni cresce in modo esponenziale



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

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
- 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

$$W = PN +/- \text{rettifiche} = PN \text{ rettificato}$$

- 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 reddituale

- il valore dell'azienda dipende dalla sua capacità di produrre redditi in 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

è una misura del reddito di periodo depurata dal costo dei capitali

$$EVA = NOPAT - WACC \times C$$

NOPAT (Net Operating Profit After Taxes)

WACC (Costo medio ponderato dei capitali investiti)

C (Capitale investito)

es.

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

D commerciali = 6000

D finanziari = 6000

K = 10000

$W = Co$ (Capitale operativo) + $(RO - 0,712 \times Co \text{ a } n-i) - 6000$ (D finanziari)

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)

$$W = E(CF1) / (1+r) + E(CF2) / (1+r)^2 + \dots + E(CFn) / (1+r)^n$$

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 (K_e) 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

- confrontano l'azienda oggetto di valutazione e società quotate simili per alcune caratteristiche: utili, flussi di cassa, patrimonio netto, fatturato, ecc. (es. mercato immobiliare, automobili, ecc.)
- 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
 - infrasettoriale nella stessa nazione e in differenti nazioni
 - intersettoriale (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

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

- Numeratore: Capitalizzazione di borsa dell'impresa
- Denominatore:
 - Earning (Utili netti)
 - Cash earning (Utili netti + ammortamenti)
 - Equity free cash flow, 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