

Valutazione d'azienda: aspetti applicativi

Docente: Prof. Massimo Mariani

Valutazione d'azienda: aspetti applicativi

➤ METODI FINANZIARI ...

- *Durata del periodo di previsione analitica*

La scelta della durata del periodo di *previsione analitica* è principalmente legata a:

- **Settore aziendale di appartenenza:** *high-tech* (2-3 anni) , *consumer goods* (5-7 anni) etc.;
- **Ciclo di vita aziendale:** tanto più un'azienda è prossima alla maturità, tanto più agevole tende ad essere la prevedibilità dei flussi di cassa;

Competitive Advantage Period :

numero di anni in cui, a giudizio dell'analista, l'azienda continuerà ad avere una redditività del capitale superiore a quella minima richiesta dal mercato finanziario.

La previsione analitica dei flussi dovrebbe arrestarsi quando l'azienda avrà cessato di creare valore, ovvero quando lo spread *ROCE-WACC* (o *ROE – Costo del capitale proprio*) si sarà presumibilmente consumato.

Valutazione d'azienda: aspetti applicativi

➤ ... METODI FINANZIARI ...

- *Flusso di cassa normalizzato e stima del valore residuale ...*

L'applicazione dei metodi finanziari avviene facendo ricorso alla versione che prevede una durata limitata del periodo di previsione analitica, cui poi si aggiunge un valore residuale (*terminal value*).

Nella versione applicabile ai modelli *asset side*, ipotizzando un tasso di crescita costante (g), il TV è esprimibile come segue:

$$TV = \frac{FCFO_{n+1}}{WACC - g}$$

Dove:

FCFO_{n+1} = Flusso di cassa "normalizzato";

WACC = Costo medio ponderato del capitale;

g = tasso di crescita di lungo periodo.

Valutazione d'azienda: aspetti applicativi

➤ ... METODI FINANZIARI ...

- ... *Flusso di cassa normalizzato e stima del valore residuale*

I tre parametri impiegati per il calcolo del *Terminal Value* possono essere così spiegati:

- **WACC** = deve fare riferimento al profilo rischio/rendimento dell'azienda nel lungo periodo;
- **Tasso g** = deve tener conto delle prospettive di crescita dell'azienda nel lungo periodo;
- **FCFO** = si tratta di un flusso di cassa operativo "*normalizzato*" che misura la capacità aziendale di creare ricchezza nel lungo periodo, in una situazione di avvenuta maturità e perdita del vantaggio competitivo.

Una possibile modalità di stima è la seguente:

$$FCFO_{n+1} = NOPAT_n * (1 + g) - CE_n * g$$

Dove:

FCFO_{n+1} = Flusso di cassa "*normalizzato*";

WACC = Costo medio ponderato del capitale;

g = tasso di crescita di lungo periodo.

Valutazione d'azienda: aspetti applicativi

➤ ... METODI FINANZIARI ...

- *Stima del tasso di crescita ...*

La stima del tasso di crescita g (di lungo periodo) non dovrebbe eccedere il tasso di crescita dell'economia nella quale opera l'azienda.

Le metodologie di stima cui è possibile fare ricorso sono tre;

- **Tasso di crescita storico;**
- **Tasso di crescita basato sulle previsioni degli analisti;**
- **Tasso di crescita basato sui fondamentali dell'azienda.**

Valutazione d'azienda: aspetti applicativi

➤ ... METODI FINANZIARI ...

- ... *Stima del tasso di crescita* ...

• **Tasso di crescita storico:** fondato sulla media (aritmetica o geometrica) del tasso di crescita delle variabili fondamentali dell'analisi (fatturato, reddito operativo e così via) fatto registrare dall'azienda nei periodi antecedenti i flussi futuri.

Sono riscontrabili i seguenti limiti:

- Difficilmente applicabile alle aziende di nuova costituzione;
- Richiede la stabilità del profilo rischio/rendimento dell'azienda;
- Richiede una scelta preliminare sulla durata della serie storica da utilizzare.

Valutazione d'azienda: aspetti applicativi

➤ ... METODI FINANZIARI ...

- ... *Stima del tasso di crescita* ...

• **Tasso di crescita basato sulle previsioni degli analisti:** si tratta di una tecnica applicabile alle società quotate in borsa, costantemente seguite dagli analisti. È ragionevole ipotizzare che gli analisti finanziari riescano a fornire una stima più accurata dei fondamentali di un'azienda dal momento che, solitamente, sono in contatto diretto con le società.

Sono riscontrabili i seguenti limiti:

- È applicabile di fatto alle sole società quotate;
- Alcune società sono meno seguite dagli analisti;
- Conflitti d'interesse tra azienda monitorata e analisti.

Valutazione d'azienda: aspetti applicativi

➤ ... METODI FINANZIARI ...

- ... *Stima del tasso di crescita*

• **Tasso di crescita basato sui fondamentali dell'azienda:** una modalità alternativa per incorporare la crescita nel valore aziendale è quella di esaminarne la crescita in funzione:

- di quanto l'azienda reinveste per la sua crescita futura;
- della "qualità" della sua crescita, ovvero della redditività dei reinvestimenti.

L'analisi può a sua volta essere effettuata a due livelli:

- **Asset Side** : considerando la relazione tra i fondamentali e la crescita del reddito operativo netto.

$$g_{NOPAT} = \text{Reinvestment Rate} * ROCE \quad \text{Reinvestment Rate} = \frac{CAPEX - AMMORTAMENTI + \Delta CCNC}{NOPAT}$$

- **Equity Side** : considerando la relazione tra i fondamentali e la crescita del reddito netto.

$$g_{reddito\ netto} = (1 - \text{payout ratio}) * ROE$$

Valutazione d'azienda: aspetti applicativi

➤ ... METODI FINANZIARI ...

- *Cash Flow Fade e modello di crescita a tre fasi ...*

La conclusione del periodo di previsione analitica dovrebbe coincidere con il momento in cui ci si attende che l'azienda veda consumarsi il proprio vantaggio competitivo (ROCE e WACC o ROE e K_e); L'evidenza empirica disponibile induce a sostenere che nessun *economic profit* può essere mantenuto in via permanente. Anche la redditività del capitale investito delle aziende migliori converge, prima o poi e più o meno velocemente, verso il costo del capitale aziendale.

La stima del *TV* deve tener conto di questo fenomeno e può essere utile ricorrere alla metodologia del "*cash flow fade*".

Si tratta di un modello di calcolo applicabile in due casi particolari:

- Quando l'analista è impossibilitato a spingere la stima del periodo di previsione analitica fino al periodo in cui il vantaggio competitivo si annulla;
- Quando l'analista ritiene che la redditività aziendale si evolva diversamente in tre periodi: i
- I primo, ad alta crescita e alta redditività; il secondo, in cui la redditività decrescente in modo costante (c.d. *cash flow fade*); il terzo, in cui l'*economic profit* svanisce.

Valutazione d'azienda: aspetti applicativi

➤ ... METODI FINANZIARI ...

- ... *Cash Flow Fade e modello di crescita a tre fasi*

CASH FLOW FADE PHASES	
n.	Description
1	Definire la durata del <i>Competitive Advantage Period</i> .
2	Definire il tasso di crescita di lungo periodo (g).
3	Definire il <i>ROCE</i> di lungo periodo (pari al <i>WACC</i>).
4	Ridurre il tasso di crescita dell'ultimo periodo di previsione analitica verso il tasso g di lungo periodo, in proporzione alla durata del <i>CAP</i> .
5	Incrementare progressivamente il <i>CE</i> di periodo per il tasso di crescita previsto per il singolo periodo.
6	Diminuire progressivamente il <i>ROCE</i> lungo la durata del <i>CAP</i> , fino a giungere al <i>ROCE target</i> .
7	Moltiplicare i <i>ROCE</i> di periodo per il <i>CE</i> atteso nel medesimo periodo, al fine di ottenere il <i>NOPAT</i> .
8	Sottrarre le variazioni annuali del <i>CE</i> dal <i>NOPAT</i> di periodo, al fine di ottenere una stima ragionevole dei <i>FCFO</i> .

Valutazione d'azienda: aspetti applicativi

➤ ... METODI FINANZIARI ...

- *Aziende Multibusiness* ...

Un principio fondamentale della finanza insegna che il valore di un'impresa è pari alla somma dei valori dei business da essa gestiti.

Questo procedimento, noto come "valutazione per somma delle parti" (***sum of the parts***), andrebbe adottato quando il profilo di rischio e le prospettive di crescita delle attività in cui è coinvolta l'azienda presentano differenze significative tra loro.

Valore Business 1	PFN
Valore Business 2	
Valore Business 3	Equity Value
Surplus asset	

Valutazione d'azienda: aspetti applicativi

➤ ... METODI FINANZIARI ...

- ... *Aziende Multibusiness*

Alcune precisazioni sono doverose:

- Nel caso in cui l'azienda possieda “*surplus asset*”, tali attività vanno valutate separatamente;
- La posizione finanziaria netta deve essere considerata nel suo insieme, salvo il caso (raro) in cui i finanziamenti siano direttamente collegati a singoli asset di business specifici.

MULTIBUSINESS VALUATION	
n.	Description
1	Individuazione dei business rilevanti per la valutazione.
2	Individuazione delle attività e passività pertinenti ciascun business.
3	Stima dei flussi di cassa futuri dei singoli business.
4	Stima del tasso di attualizzazione dei flussi di cassa futuri in funzione dello specifico profilo <i>rsk/rnd</i> del singolo business.
5	Stima del valore di ciascun business e del valore complessivo dell'azienda, attraverso la somma del valore delle unità di business.
6	Sottrazione della <i>PFN</i> dal valore finale ottenuto (<i>sub 5</i>) al fine di ottenere il valore complessivo dell' <i>equity</i> .

Valutazione d'azienda: aspetti applicativi

➤ ... METODI FINANZIARI ...

- *Altri elementi della valutazione ...*

- *Posizione Finanziaria Netta*: è data dalla somma di tutto il debito finanziario aziendale, al netto delle disponibilità liquide e delle attività finanziarie prontamente smobilizzabili;
- *Fondo pensione*: è considerato come debito finanziario;
- *Crediti d'imposta*: si devono attualizzare i risparmi d'imposta fino al momento in cui il credito non giunge ad esaurimento;
- Strumenti finanziari ibridi (obbligazioni convertibili, warrant e stock option): le modalità con cui tener conto degli effetti di tali strumenti sul valore aziendale sono tre:

Valutazione d'azienda: aspetti applicativi

➤ ... METODI FINANZIARI ...

- ... *Altri elementi della valutazione*

• ... Strumenti finanziari ibridi (obbligazioni convertibili, warrant e stock option): le modalità con cui tener conto degli effetti di tali strumenti sul valore sono tre:

- **Metodo “fully diluted”**: l'analista modifica il valore per azione aggiungendo al numero di titoli in circolazione anche le nuove azioni che conseguiranno dalla conversione o dall'esercizio delle opzioni;

- **Metodo “treasury stock”**: l'analista modifica il numero delle azioni utilizzato nel calcolo del valore per azione, considerando anche l'eventuale afflusso di fondi che perverrà all'azienda a seguito dell'esercizio delle opzioni implicite;

- **Metodo del valore degli strumenti**: l'analista stima in via autonoma il valore di ciascuno di tali strumenti, quindi sottrae il risultato ottenuto dall'*equity value*.

In tal caso il numero di azioni da utilizzare per stimare il valore per azione è pari al numero di titoli in circolazione al momento della valutazione.

Valutazione d'azienda: aspetti applicativi

➤ ... METODI FINANZIARI

- *Vantaggi e Svantaggi*

Un vantaggio importante del metodo finanziario risiede nella ragionevolezza dei risultati finali, essendo questi fondati sulla valutazione delle determinanti reali della performance aziendale.

Esistono due importanti limitazioni:

- il risultato è altamente influenzato dalle ipotesi;
- il risultato è influenzato dal peso del valore terminale in misura notevole.

Valutazione d'azienda: aspetti applicativi

➤ METODI COMPARATIVI ...

- *Proprietà fondamentali di un buon multiplo*

- la “**normalità**” : la quale deve essere intesa come la possibilità di far rientrare il multiplo in un *range* ragionevole di valori;
- un “**nesso causale**” tra multiplo e fondamentali dell'azienda;
- la dinamica “***mean reverting***”: avere un trend che oscilli intorno ad una media.

Valutazione d'azienda: aspetti applicativi

➤ ... METODI COMPARATIVI ...

- *Multipli Asset Side*

L'applicazione dei multipli "*asset side*" richiede di stimare il valore del capitale investito (*enterprise value*) e di scegliere una configurazione di misura operativa adeguata (EBIT, EBITDA, SALES).

Il reddito operativo eventualmente utilizzato nell'analisi deve essere sempre normalizzato, vale a dire determinato escludendo le poste non operative, straordinarie e non ricorrenti.

MAIN MULTIPLES
Asset Side
EnV/Sales
Env/Ebitda
Env/Ebit
Dove EnV = EqV + D

Valutazione d'azienda: aspetti applicativi

➤ ... METODI COMPARATIVI ...

- *Multipli Equity Side* ...

L'applicazione dei multipli *equity side* richiede di stimare al numeratore la capitalizzazione di mercato al momento della valutazione (oppure il prezzo pagato nella compravendita in caso di ricorso a multipli di transazione).

Il denominatore è invece dato dal reddito netto (normalizzato), dai flussi di cassa (netti al servizio del debito), dal patrimonio netto.

MAIN MULTIPLES
Equity Side
EqV/Rn
EqV/Pn
$EqV/(Rn+Amm.)$
Dove $EqV = EnV - D$

Valutazione d'azienda: aspetti applicativi

➤ ... METODI COMPARATIVI ...

- ... *Multipli Equity Side* ...

Di particolare rilievo sono le determinanti del multiplo **P/E** (*Eqv/Rn*):

$$EqV = P_0 = \frac{Div_1}{(K_e - g)}$$

$$Div_1 = E_0 * (1 + g) * payout$$

$$P_0 = \frac{E_0 * (1 + g) * payout}{(K_e - g)}$$

$$\frac{P_0}{E_0} = \frac{(1 + g) * payout}{(K_e - g)}$$

Valutazione d'azienda: aspetti applicativi

➤ ... METODI COMPARATIVI ...

- ... *Multipli Equity Side*

... Di particolare rilievo sono le determinanti del multiplo **P/E** (Eqv/Rn):

- **Il tasso di crescita g di lungo periodo**: maggiore è il g atteso, più elevato è il multiplo;
- **Il costo del capitale della società (K_e)**: maggiore è K_e , minore è il multiplo;
- **Il payout ratio**: maggiore è il *payout ratio*, maggiore è il multiplo.

Valutazione d'azienda: aspetti applicativi

➤ ... METODI COMPARATIVI ...

- *Modalità di costruzione del campione di comparables ...*

Le variabili utilizzate per la costruzione del campione di società *comparables* sono:

1. *Settore di appartenenza;*
2. *Dimensione operativa;*
3. *Area geografica di operatività;*
4. *Assetto azionario;*
5. *Sistema di governance.*

Valutazione d'azienda: aspetti applicativi

➤ ... METODI COMPARATIVI

- ... *Modalità di costruzione del campione di comparables*

Molto importante è inoltre la possibilità di procedere a un **controllo delle differenze** nei driver di valore fondamentali della società.

L'approccio più semplice è quello di modificare il multiplo prescelto in funzione della variabile che riveste la maggiore importanza.

Ipotizzando g come driver fondamentale del valore, è possibile procedere a dividere il multiplo P/E per il tasso di crescita di ciascuna azienda inclusa nel campione, ottenendo così il c.d. **Price to Earnings Growth (PEG)**, ovvero un multiplo che segnala come le aziende differiscono tra loro per la variabile determinante: valori eccessivamente superiori o inferiori all'unità dovrebbero segnalare situazioni rispettivamente di sopra/sottovalutazione dei titoli e dunque spingere l'analista a maggiore cautela nell'inclusione di tali società nel campione delle comparabili.

Valutazione d'azienda: aspetti applicativi

➤ METODO FINANZIARIO E COMPARATIVO A CONFRONTO

Se i mercati sono efficienti, quali che siano l'approccio e il metodo di valutazione prescelti, il valore dell'azienda dovrebbe permanere invariato.

Nella realtà, invece, molto spesso si osservano differenze sensibili tra i risultati dei due metodi. L'errore che viene spesso commesso in questi casi è quello di effettuare la media dei due risultati. Procedere in questo modo non ha nessuna logica economica, ma anzi cela la volontà dell'analista di "correggere" alcuni errori schermandoli dietro valori medi.

Una buona valutazione non perviene mai a una stima precisa del valore del capitale economico, ma "soltanto" a un *range* ragionevole di valore.

Valutazione d'azienda: aspetti applicativi

➤ PREMI E SCONTI NELLA VALUTAZIONE AZIENDALE ...

I premi e gli sconti nella valutazione aziendale fanno riferimento a due specifici aspetti:

- **al grado di controllo proprietario;**
- **al grado di liquidità dei titoli azionari.**

È opportuno non confondere il premio per il controllo con il premio strategico (o di acquisizione). Quest'ultimo fa riferimento alla possibilità che esistano potenziali acquirenti (industriali) di una società disposti a riconoscere un prezzo superiore anche al valore del controllo, grazie alle sinergie attese dalla successiva integrazione tra acquirente e acquisita.

Se ipotizziamo che i mercati siano efficienti, il riconoscimento di un premio (sul prezzo di un titolo) può essere in realtà giustificato quando i potenziali acquirenti della società sono in grado di generare dall'azienda target un valore più elevato di quanto non sia capace di fare la corrente compagine di controllo, attraverso miglioramenti esterni o interni.

La peculiarità del c.d. “**market for corporate control**” è data dalla possibile presenza di sinergie che originano il concetto di “**valore strategico per l'acquirente**”.

Valutazione d'azienda: aspetti applicativi

➤ ... PREMI E SCONTI NELLA VALUTAZIONE AZIENDALE

Le riflessioni relative al premio per il controllo possono essere formulate anche da un punto di vista speculare.

Quello che si definisce “**premio per il controllo**” può essere anche specularmente spiegato come “**sconto di minoranza**” o, più precisamente, come “**sconto per mancanza di controllo**”.

Lo sconto per mancanza di controllo richiede uno sforzo di contestualizzazione: può accadere che le minoranze siano protette da clausole contrattuali o statutarie, nel qual caso lo sconto di minoranza perde di significato (clausole *tag along* o *supermajorities*).

Ai titoli può essere attribuito, inoltre, uno “**sconto per mancanza di liquidità**” legato alla possibilità/impossibilità che gli investitori cedano i titoli acquisiti in tempi rapidi e ad un prezzo ragionevole.