

Valutazione d'azienda: approcci e metodi

Docente: Prof. Massimo Mariani

Valutazione d'azienda: approcci e metodi

- Il valore di un'azienda è strettamente legato alle decisioni d'investimento e di finanziamento adottate dalla medesima.

L'azienda può infatti essere interpretata come un insieme di singole decisioni di investimento, pertanto numerose sono le analogie tra i criteri di valutazione degli investimenti e alcune metodologie di valutazione del capitale delle imprese.

L'obiettivo è quello di definire le metodologie di determinazione del capitale economico aziendale ossia del valore economico attribuibile al capitale proprio di una data azienda, tenendo conto dei frutti che essa è in grado di generare.

Il fine ultimo è determinare la capacità o l'incapacità dell'azienda di generare valore per i propri azionisti.

La **stima del capitale proprio** si rende necessaria quando l'azienda pone in essere operazioni di natura straordinaria (fusioni, acquisizioni, scissioni, conferimenti ...) tuttavia è auspicabile che ciò accada con una certa periodicità indipendentemente da queste ultime.

Valutazione d'azienda: approcci e metodi

- La stima del capitale economico dovrebbe ispirarsi a principi e criteri applicativi idonei ad esprimere una misura dotata delle seguenti caratteristiche:
 - **Neutralità:** si devono escludere scelte meramente soggettive in grado di influenzare senza ragione i risultati delle stime;
 - **Razionalità:** si deve adottare una metodologia logica, chiara, convincente e condivisibile;
 - **Dimostrabilità:** si devono utilizzare fattori di calcolo supportati da dati oggettivamente controllabili;
 - **Stabilità:** si devono evitare continue oscillazioni di valore legate a variabili esogene (fattori macro-economici) e/o endogene (fattori dipendenti da opinioni personali).

Valutazione d'azienda: approcci e metodi

➤ La valutazione del capitale economico può essere effettuata ricorrendo a diversi approcci, ognuno dei quali idoneo a configurare un'autonoma metodologia di stima.

La prassi professionale distingue gli *“approcci alla valutazione”* – caratterizzati da una specifica relazione tra valore d'impresa e variabili determinanti – dai *“metodi di valutazione”* – utilizzabili in ciascun approccio.

	Approcci (modelli)	Metodi	Criterio	Prospettiva (versione)
1	Patrimoniale	Patrimoniale semplice (Net Asset Value, NAV)		
		Patrimoniale complesso (NAV con valutazione intangibles)	Empirico/analitico	
2	Flussi di risultato	Finanziario (DCF)	Analitico/Sintetico	Asset Side o Equity Side
		Reddituale	Analitico/Sintetico	
3	Economic Profit	Misto con Goodwill		
		Economic Value Added		
4	Comparativo	Multipli di borsa		Asset Side o Equity Side
		Transazioni comparabili		

Valutazione d'azienda: approcci e metodi

➤ Lo studio delle tecniche di stima del valore del capitale economico richiede una preliminare distinzione concettuale e operativa tra:

- Prospettiva “*Asset Side*” :

$$E = \sum_{t=1}^T \frac{FCFO_t}{(1 + WACC)^t} - D$$

- Prospettiva “*Equity Side*” :

$$E = \sum_{t=1}^T \frac{FCFE_t}{(1 + ke)^t}$$

Valutazione d'azienda: approcci e metodi

- Gli ingredienti fondamentali della valutazione d'azienda sono i “flussi di cassa” della gestione operativa al netto delle imposte (FCFO e *Free Cash Flow from Operations*) e i “flussi di cassa” netti per gli azionisti (FCFE o *Free Cash Flow to Equity*).

Esaminiamo come determinarli:

DETERMINAZIONE FCFO
Reddito Operativo
+ Ammortamenti
- Δ CCNC
+/- Δ TFR
- CAPEX
- Imposte su R.O.
= Free Cash Flow from Operations

DETERMINAZIONE FCFE
FCFO
- Interessi Passivi Netti
+/- Δ PFN
+/- Aumento/Rimborso di Capitale Sociale
= Free Cash Flow to Equity

Valutazione d'azienda: approcci e metodi

METODO PATRIMONIALE (SEMPLICE)

$$E = K = PNC + \Delta A + \Delta P$$

Il valore del Capitale Economico (E) è pari al valore del Patrimonio Netto Rettificato (K) determinato a sua volta rettificando il Patrimonio Netto Contabile (PNC) – depurato dei dividendi per cui è stata decisa la distribuzione – in funzione delle differenze tra i valori correnti dell'attivo e del passivo e i corrispondenti valori iscritti in bilancio (ΔA e ΔP).

METODO PATRIMONIALE (COMPLESSO)

Il metodo patrimoniale semplice può essere affinato considerando la stima del valore attribuibile agli elementi immateriali , il quale può rivestire un ruolo fondamentale nella valutazione del Capitale Economico.

I metodi patrimoniali complessi possono essere distinti tra:

- Metodi di primo grado* : valutano i beni immateriali iscritti in bilancio e dotati di valore di mercato;
- Metodi di secondo grado* : valutano anche i beni immateriali non contabilizzati (rete vendita ...).

$$E = K = PNC + \Delta A + \Delta P + INT$$

Valutazione d'azienda: approcci e metodi

METODO FINANZIARIO ...

Il metodo finanziario ravvisa nella capacità aziendale di produrre flussi di cassa l'elemento fondamentale ai fini della valutazione del capitale economico.

Procedimenti Sintetici:

1. Quando le aziende operano in condizioni di equilibrio (**STEADY STATE**):

$$\text{Asset Side : } E = \frac{FCFO}{WACC} - D$$

$$\text{Equity Side : } E = \frac{FCFE}{K_e}$$

Valutazione d'azienda: approcci e metodi

... METODO FINANZIARIO ...

Procedimenti Sintetici:

2. Quando il profilo di crescita dei flussi di cassa delle aziende è costante nel tempo(**STEADY GROWTH**):

$$\text{Asset Side : } E = \frac{FCFO_1}{WACC - g} - D$$

$$\text{Equity Side : } E = \frac{FCFE_1}{Ke - g}$$

Dove g = tasso di crescita del flusso di cassa atteso su un orizzonte temporale indefinito.

Valutazione d'azienda: approcci e metodi

... METODO FINANZIARIO ...

Procedimenti Sintetici:

3. Quando la crescita dei flussi di cassa è costante ma di durata limitata:

Asset Side :

$$E = \frac{FCFO_1 * \left[1 - \frac{(1+g)^n}{(1+WACC)^n} \right]}{WACC - g} + \frac{FCFO_{n+1}}{WACC * (1+WACC)^n} - D$$

Equity Side :

$$E = \frac{FCFE_1 * \left[1 - \frac{(1+g)^n}{(1+Ke)^n} \right]}{Ke - g} + \frac{FCFE_{n+1}}{Ke * (1+Ke)^n}$$

Dove g = tasso di crescita del flusso di cassa di durata limitata.

Valutazione d'azienda: approcci e metodi

... METODO FINANZIARIO ...

Procedimenti Analitici:

Si tratta di metodologie applicabili :

- *Quando le valutazioni hanno un orizzonte temporale definito;*
- *Quando il flusso di cassa è prevedibile nei singoli periodi.*

Asset Side :

$$E = \sum_{t=1}^T \frac{FCFO_t}{(1 + WACC)^t} - D$$

Equity Side :

$$E = \sum_{t=1}^T \frac{FCFE_t}{(1 + ke)^t}$$

Valutazione d'azienda: approcci e metodi

... METODO FINANZIARIO

Procedimenti Analitici con *Terminal Value* :

Si tratta di metodologie di stima secondo cui :

- Il valore del Capitale Economico è ottenuto sommando il valore attuale dei flussi di cassa durante la previsione analitica e il **valore attuale dei flussi dopo la previsione analitica (TV)**.

E' preferibile:

- Quando l'azienda non si trova in situazioni di equilibrio;
- Quando sono previsti interventi sulla gestione tali da alterare il profilo dei flussi di cassa.

Asset Side :

$$E = \sum_{t=1}^T \frac{FCFO_t}{(1+WACC)^t} + \frac{FCFO_{n+1}}{(WACC-g)} \frac{1}{(1+WACC)^n} - D$$

Equity Side:

$$E = \sum_{t=1}^T \frac{FCFE_t}{(1+Ke)^t} + \frac{FCFE_{n+1}}{(Ke-g)} \frac{1}{(1+Ke)^n}$$

Valutazione d'azienda: approcci e metodi

METODO REDDITUALE ...

La metodologia reddituale perviene alla stima del valore del capitale economico considerando **la redditività che l'azienda è in grado di generare in chiave prospettica, individuando nella contrapposizione tra ricavi e costi di competenza dell'esercizio il driver fondamentale del valore.**

Il valore è quindi posto in funzione di due fattori:

- Il flusso dei redditi futuri attesi nell'arco temporale assunto nella valutazione;
- Il tasso di capitalizzazione (attualizzazione) espressivo del rendimento/rischio del capitale;

I metodi reddituali possono essere ripartiti in due gruppi principali:

-Metodi Analitici :

la stima dei flussi di reddito è effettuata anno per anno, lungo l'intero periodo di previsione analitica. Il metodo analitico a " *tempo definito* " fonda la valutazione del capitale economico sulla stima di un *valore medio-normale* del reddito e sull'ipotesi della sua producibilità nel m/l termine. Il metodo analitico " *a tempo definito e con valore a regime* " segue la stessa logica dei metodi finanziari con *Terminal Value* (pari alla capitalizzazione perpetua del reddito medio normale a un idoneo tasso K_e).

Valutazione d'azienda: approcci e metodi

... METODO REDDITUALE ...

-*Metodi Sintetici* :

fondati sulla stima di un *valore medio-normale* di reddito e sull'ipotesi di una sua producibilità nel m/l termine. Quando è ragionevole ipotizzare che l'intervallo di valutazione sia definito, la formula utilizzabile è quella di una *rendita annua posticipata di durata n*.

Per orizzonti temporali indefiniti, la relazione è invece riconducibile alla rendita perpetua.

Rendita Perpetua

$$E = \frac{R}{Ke}$$

Rendita di durata n

$$E = R * a_{nKe}$$

Dove **R** = Reddito medio- normale generato dall'azienda nel periodo di valutazione;

a_{nKe} = Fattore di attualizzazione della rendita di un unità per *n* anni al tasso *Ke*.

Valutazione d'azienda: approcci e metodi

... METODO REDDITUALE (Aspetti Applicativi) ...

- La “*normalizzazione dei redditi contabili*”:
si tratta di operazioni di rettifica finalizzate a depurare il reddito contabile da tutte le componenti straordinarie, non ricorrenti ed estranee alla gestione in grado di aumentare o diminuire il risultato prodotto nei singoli esercizi.

In particolare:

- Componenti Straordinarie (plusvalenze, minusvalenze, sopravvenienze attive e passive);
- Componenti estranee alla gestione (contributi in conto capitale);
- Componenti derivanti da risorse intangibili;
- Componenti Apparenti (utili fittizi derivanti da periodi di elevata inflazione).

Valutazione d'azienda: approcci e metodi

... METODO REDDITUALE (Aspetti Applicativi)

- La *metodologia di stima del flusso di redditi futuri*: la misura di reddito da utilizzare dovrebbe essere rappresentativa della capacità reddituale dell'azienda al momento in cui viene effettuata la valutazione. In particolare:
 - *Proiezione dei risultati storici*: l'applicazione del metodo è legata all'ipotesi di ripetibilità nel tempo di tali risultati con una conseguente stabilità dello scenario economico di riferimento. Si rende perciò necessario che la proiezione dei risultati storici non vada oltre pochi anni (5 anni).
 - *Proiezione dei risultati programmati*: l'applicazione del metodo è legata alla veridicità dei documenti formalizzati (budget, piani pluriennali) e all'accuratezza con cui l'impresa interessata affronta il tema della programmazione.
- La *stima del tasso di attualizzazione espressivo del rnd/costo opportunità del capitale*: è fondamentale rispettare il principio di coerenza con il flusso di reddito utilizzato.

In particolare:

- Reddito Netto $\rightarrow K_e$
- Reddito Operativo $\rightarrow WACC$

Valutazione d'azienda: approcci e metodi

METODO BASATO SUL CONCETTO DI *ECONOMIC PROFIT*...

- Il valore del capitale economico è dato dalla somma di due addendi:
 - il valore delle attività aziendali in essere;
 - il valore dei redditi che superano il rendimento atteso delle attività stesse.

L'*economic profit* si crea quando questa differenza esiste ed è positiva.

- I metodi basati su questo concetto sono principalmente due:
 - il metodo misto con evidenziazione dell'avviamento (*goodwill*);
 - il metodo dell'*Economic Value Added* (*EVA*).

Valutazione d'azienda: approcci e metodi

... ECONOMIC VALUE ADDED ...

- L'*Economic Value Added* è in realtà una metodologia di valutazione delle performance aziendali fornisce una misura della capacità del management di creare valore in via durevole e stabile.

$$EVA = NOPAT - (WACC * CIR)$$

Dove:

Nopat = *Net Operating Profit After Taxes* (reddito normalizzato);

WACC = *Weighted Average Cost of Capital*;

CIR = Capitale Investito Rettificato.

- L'*Economic Value Added* afferma che l'azienda crea “*valore economico aggiunto*” quando la redditività aziendale (normalizzata) eccede il costo del capitale investito (rettificato).

Valutazione d'azienda: approcci e metodi

... ECONOMIC VALUE ADDED ...

- L'*Economic Value Added* può essere considerato un metodo di valutazione del capitale economico se si utilizza un assetto prospettico e dunque se i dati utilizzati nella valutazione fanno riferimento alle attese di generazione futura di nuovo valore. In tal caso, il valore del capitale economico è ottenuto sommando il valore attuale di tutti gli EVA attesi (denominato *Market Value Added – MVA*) al valore del CIR (configurando così l' *Enterprise Value – EnV*), e sottraendo il valore della PFN.

$$MVA = \sum_{t=1}^T \frac{NOPAT - (WACC * CIR)_t}{(1 + WACC)^t}$$

$$EnV = MVA + CIR$$

$$EqV = EnV - D$$

Valutazione d'azienda: approcci e metodi

... METODO MISTO CON EVIDENZA DEL GOODWILL ...

➤ La stima del valore del capitale economico è funzione di due elementi:

- il valore del Patrimonio Netto Rettificato (*PNR*);
 - il valore dell'avviamento (*goodwill*) originato dalla capacità dell'impresa di generare un extra – rendimento positivo (o negativo) rispetto al rendimento normale atteso dal business.
- I metodi misti disponibili sono principalmente due:
- Il metodo della *capitalizzazione limitata* del profitto medio...:

$$E = K + a_{ni}'(R - i * K)$$

Dove:

K = Patrimonio Netto Rettificato;

R = Reddito normalizzato d'impresa;

i = Tasso di rendimento normale per il settore di appartenenza dell'impresa;

i' = Tasso di attualizzazione del sovrareddito aziendale;

n = Numero di anni di determinazione del sovrareddito.

Valutazione d'azienda: approcci e metodi

... METODO MISTO CON EVIDENZA DEL GOODWILL

- Il metodo della *capitalizzazione limitata* del profitto medio (*Ipotesi semplificatrice*):

$$E = K + n * (R - i * K)$$

In tal caso l'avviamento è stimato in misura pari a n volte il profitto.

- il metodo della *capitalizzazione illimitata* del profitto medio: il valore dell'azienda è stimato come somma del *Patrimonio Netto Rettificato* e dell'*avviamento* calcolato come una rendita temporalmente illimitata del sovrareddito.

$$E = K + \frac{(R - i * K)}{i'}$$

Dove:

K = Patrimonio Netto Rettificato;

(R - i*K) = Sovrareddito d'impresa;

i' = Tasso di attualizzazione del sovrareddito.

Valutazione d'azienda: approcci e metodi

METODO BASATO SU APPROCCI COMPARATIVI...

➤ L'approccio comparativo è fondato sull'idea di stimare il valore del capitale economico di un'azienda partendo dai **prezzi di borsa** di aziende simili quotate (*stock market multiples*) o dai prezzi negoziati in transazioni comparabili (*deal multiples*).

- il metodo degli “**stock market multiples**” : stima il valore del capitale economico di un'azienda sulla base delle indicazioni fornite dal mercato borsistico con riferimento a società aventi caratteristiche analoghe a quella oggetto di valutazione (*società comparables*) .

Nello specifico, tale metodo si basa sulla determinazione di moltiplicatori (c.d. “multipli”) calcolati come rapporti tra grandezze di borsa e specifiche grandezze economiche, patrimoniali e finanziarie di un campione di società comparabili.

I multipli così determinati vengono applicati alle corrispondenti grandezze economiche della società oggetto di valutazione.

- il metodo dei multipli da transazioni comparabili (*deal multiples*): stima il valore dell'azienda in funzione delle valorizzazioni evidenziate in transazioni di mercato che abbiano avuto ad oggetto, in un arco temporale determinato, realtà comparabili con la società oggetto di valutazione.

Valutazione d'azienda: approcci e metodi

STOCK MARKET MULTIPLES PHASE		
n.	Description	Focus
1	Determinazione del campione di società comparables.	Le variabili discriminanti: settore di appartenenza, area geografica di operatività, profilo di rischio etc.
2	Determinazione di un intervallo temporale di riferimento.	Principio di coerenza
3	Calcolo dei rapporti fondamentali ritenuti significativi.	EV/EBITDA, P/E o P/BV
4	Applicazione dei multipli selezionati alla società oggetto di valutazione.	L'applicazione è fatta sulle corrispondenti grandezze patrimoniali ed economiche della società oggetto di valutazione

Valutazione d'azienda: approcci e metodi

DEAL MULTIPLES PHASE		
n.	Description	Focus
1	Determinazione di un gruppo di transazioni di società comparabili.	Le variabili discriminanti: settore di appartenenza, area geografica di operatività, profilo aziendale etc.
2	Determinazione dei multipli per le società selezionate.	I prezzi delle transazioni prese a riferimento sul mercato dei capitali aziendali o sul mercato azionario sono rapportati a specifici indicatori aziendali (Sales, Ebitda).
3	Determinazione dei multipli medi e mediani delle società del gruppo selezionato.	
4	Applicazione dei multipli medi e mediani all'azienda oggetto di stima.	

Valutazione d'azienda: approcci e metodi

... METODO BASATO SU APPROCCI COMPARATIVI ...

Un aspetto fondamentale di questo metodo è rappresentato dalla scelta delle grandezze alle quali rapportare il prezzo di borsa o il valore della transazione, determinando così il coefficiente moltiplicativo.

Le grandezze utilizzate per il calcolo dei moltiplicatori appartengono a tre tipologie:

- *Economico – Patrimoniali*: **ricavi, EBITDA, EBIT o patrimonio netto.**
- *Finanziarie* : **flussi di cassa.**
- *Fisico- tecniche* : **parametri specifici legati al tipo di business** (numero sportelli nel settore bancario, numero di polizze gestite nel settore assicurativo, la superficie di vendita nella GDO etc.)

Valutazione d'azienda: approcci e metodi

... METODO BASATO SU APPROCCI COMPARATIVI ...

I moltiplicatori *economico-finanziari* si distinguono in:

- *Asset Side* (o *Unlevered*) : calcolati su grandezze economiche al lordo degli oneri finanziari (fatturato, reddito operativo, margine operativo lordo, flusso di cassa operativo);
- *Equity Side* (o *Levered*) : calcolati su grandezze economiche al netto dell'impatto delle scelte di struttura finanziaria (reddito netto, patrimonio netto, reddito lordo).

MAIN MULTIPLES	
Asset Side	Equity Side
EnV/Sales	EqV/Rn
Env/Ebitda	EqV/Pn
Env/Ebit	EqV/(Rn+Amm.)
Dove $EnV = EqV + D$	

Valutazione d'azienda: approcci e metodi

... METODO BASATO SU APPROCCI COMPARATIVI ...

La variabilità del risultato finale della valutazione non è solo funzione della natura delle grandezze economiche ritenute più opportune, ma anche del periodo temporale cui i dati contabili si riferiscono. In particolare si distinguono:

- **Multipli correnti** : ottenuti confrontando i prezzi di borsa (o il valore della transazione) con i risultati dell'ultimo bilancio disponibile;
- **Leading Multiples** : ottenuti confrontando i prezzi di borsa (o il valore della transazione) con i risultati attesi per il prossimo esercizio (*consensus forecast*);
- **Trailing Multiples** : ottenuti confrontando i prezzi di borsa (o il valore della transazione) con i risultati riferibili ai dodici mesi precedenti la data di riferimento assunta ai fini del calcolo degli indici.

Valutazione d'azienda: approcci e metodi

... METODO BASATO SU APPROCCI COMPARATIVI ...

La significatività dei moltiplicatori costruiti ricorrendo a grandezze di natura contabile è strettamente legata al processo di rettifica delle medesime.

Le rettifiche più comuni riguardano:

- Neutralizzazione degli oneri straordinari;
- Evidenziazione dei crediti fiscali;
- Impatto della struttura di gruppo (*cash pooling*);
- Omogeneizzazione dei differenti principi contabili nel caso di operazioni *cross-border*.

Valutazione d'azienda: approcci e metodi

... METODO BASATO SU APPROCCI COMPARATIVI

La rilevanza che l'analisi dei moltiplicatori di prezzo sta assumendo rispetto alle tecniche valutative, e in particolare il suo impiego quale metodo principale, se non esclusivo, pongono alcune riflessioni circa i vantaggi e i limiti ad essa associabili.

MAIN ADVANTAGES/DISADVANTAGES	
ADVANTAGES	DISADVANTAGES
Facilità e rapidità di applicazione.	Eccessivo livello di soggettività.
Facilità di comprensione dei risultati.	Limitata confrontabilità dell'azienda.
I prezzi utilizzati sono espressione delle condizioni di mercato.	Il processo di formazione dei prezzi potrebbe essere affetto da problemi legati alla scarsa liquidità dei titoli comparables e/o al basso flottante.