ORDINE DEI DOTTORI COMMERCIALISTI E DEGLI ESPERTI CONTABILI
MILANO

S.A.F.
SCUOLA DI ALTA FORMAZIONE LUIGI MARTINO

L'analisi economico-finanziaria per la valutazione delle prospettive del business e del valore aziendale

I principali metodi di valutazione aziendale

Giuseppe N. Foti

Milano, 25 ottobre 2017 – Corso Europa, 11 – Sala Convegni

Sommario

- I metodi patrimoniali
  - il metodo patrimoniale semplice
  - il metodo patrimoniale complesso
- Il metodo reddituale
- Il metodo misto patrimoniale reddituale
- Il metodo Discounted Cash Flow (DCF)
- I metodi comparativi di mercato
  - il metodo dei multipli di borsa
  - il metodo dei multipli di transazioni comparabili

Sommario

- I metodi patrimoniali
  - il metodo patrimoniale semplice
  - il metodo patrimoniale complesso
- Il metodo reddituale
- Il metodo misto patrimoniale reddituale
- Il metodo Discounted Cash Flow (DCF)
- I metodi comparativi di mercato
  - il metodo dei multipli di borsa
  - il metodo dei multipli di transazioni comparabili

Il metodo patrimoniale semplice

Il metodo patrimoniale semplice stima il valore dell'azienda sul fondamento del valore di mercato del suo patrimonio netto, determinato dall'identificazione dei valori correnti delle singole attività e passività dell'impresa

$$W_e = K' = PNC \pm \sum_{t=1}^{n} R_t * (1 - t_c)$$

dove:

K' = patrimonio netto rettificato a valori correnti

PNC = patrimonio netto contabile

R_t = rettifiche di valore delle singole attività e passività

t_c = aliquota di imposta

La prospettiva di valutazione

La prospettiva di valutazione, in funzione dei diversi contesti, può essere quella della continuità dell'attività d'impresa («going concern») o della liquidazione volontaria o forzosa dell'impresa stessa

In una prospettiva di going concern, i valori correnti utilizzati sono costituiti dai valori di mercato che caratterizzano l'acquisizione dei singoli elementi patrimoniali («entry price»)

In una prospettiva liquidatoria, i valori correnti utilizzati sono costituiti dai valori di mercato che caratterizzano la cessione dei singoli elementi patrimoniali («exit price»)

La stima di immobili, impianti e macchinari (1/3)

La metodica del mercato («market approach»)

La metodica del mercato stima il valore corrente degli immobili, degli impianti e dei macchinari sul fondamento dell'analisi diretta dei più recenti prezzi di mercato relativi a transazioni di acquisto/cessione di beni similari a quelli oggetto di stima

Nel caso in cui i beni compravenduti sul mercato non fossero perfettamente paragonabili a quelli oggetto di stima, i relativi prezzi sono rettificati al fine di riflettere le specifiche caratteristiche dei beni da valutare

La stima di immobili, impianti e macchinari (2/3)

La metodica dei flussi di risultato («income approach»)

Immobili

La metodica dei flussi di risultato stima il valore degli immobili sul fondamento dei flussi reddituali attesi (tipicamente canoni di locazione)

In particolare, il valore dell'immobile può essere determinato sul fondamento del processo di:

1. capitalizzazione in perpetuo del canone di locazione di mercato annuo generato dall'immobile («capitalizzazione diretta»)
2. attualizzazione dei canoni di locazione generati dall'immobile lungo un periodo di investimento nonché del suo prezzo di cessione alla fine del periodo di investimento («capitalizzazione finanziaria»)
3. attualizzazione dei costi e dei benefici attesi da un'operazione di sviluppo immobiliare («metodo della trasformazione»)

Impianti e macchinari

La metodica dei flussi di risultato stima il valore degli impianti e dei macchinari sul fondamento del valore attuale dei benefici economici attesi dal loro possesso

La stima di immobili, impianti e macchinari (3/3)

La metodica del costo («cost approach»)

Immobili

La metodica del costo stima il valore degli immobili sul fondamento del loro costo di «ricostituzione» o di «sostituzione»

Tale metodica è prevalentemente utilizzata per la stima di specialized properties, che raramente sono comprate o cedute separatamente al business al quale sono funzionali e per il quale sono state specificamente progettate o realizzate

Il costo di «ricostituzione» o costo di «sostituzione» è rettificato al fine di tenere conto dei fattori di deprezzamento relativi alla vetustà, allo stato manutentivo, nonché all'obsolescenza tecnologica e funzionale

Impianti e macchinari

La metodica del costo stima il valore degli impianti e macchinari sul fondamento del loro costo di «sostituzione»

Il costo di «sostituzione» è rettificato al fine di tenere conto dei fattori di deprezzamento relativi al deperimento fisico, nonché all'obsolescenza economica e funzionale

La stima dei beni tiene conto del costo di «ricostruzione a nuovo» e del costo di «rimpiazzo nuovo» al fine di determinare il minore dei costi di investimento

Il costo di «ricostruzione a nuovo» è il costo necessario per riprodurre l'esatta replica del bene con un identico tipo e materiali

Il costo di «rimpiazzo nuovo» è il costo necessario per acquistare beni basati su tecnologie e materiali correnti, in grado di sostituire i beni esistenti possedendone la stessa capacità, resa e utilità

La stima delle altre passività potenziali

Il metodo patrimoniale semplice considera anche le passività potenziali non rilevate nel bilancio di esercizio quando caratterizzate da una probabilità di manifestazione < al 51%

La stima del valore corrente di tali passività è elaborata prendendo a riferimento l'onere che l'impresa dovrebbe sostenere per la loro cessione a terzi

La stima della fiscalità potenziale

Il metodo patrimoniale semplice considera gli oneri fiscali potenziali sulle plusvalenze nette, nonché i crediti fiscali potenziali sulle minusvalenze nette originati dalla stima a valori correnti delle singole attività e passività patrimoniali

La stima degli oneri e dei crediti fiscali potenziali tiene conto di:

a) le aliquote correnti di prelievo
b) la probabilità di effettiva manifestazione nel tempo delle plusvalenze e delle minusvalenze
c) la capacità di progressivo utilizzo dei crediti fiscali

Sommario

- I metodi patrimoniali
  - il metodo patrimoniale semplice
  - il metodo patrimoniale complesso
- Il metodo reddituale
- Il metodo misto patrimoniale reddituale
- Il metodo Discounted Cash Flow (DCF)
- I metodi comparativi di mercato
  - il metodo dei multipli di borsa
  - il metodo dei multipli di transazioni comparabili

Il metodo patrimoniale complesso

Il metodo patrimoniale complesso stima il valore dell'azienda come somma fra il valore di mercato del suo patrimonio netto, determinato dall'impiego del metodo patrimoniale semplice, e il valore corrente dei suoi beni immateriali specifici («intangibles specifici»)

$$W_e = K' + \sum_{t=1}^{n} I_t * (1 - t_c)$$

dove:

K' = patrimonio netto rettificato a valori correnti

I_t = intangibles specifici

t_c = aliquota di imposta

La stima degli intangibles specifici

La stima degli intangibles specifici è realizzata utilizzando una delle tre seguenti metodiche:

1) metodica del mercato («market approach»)
2) metodica dei flussi di risultato («income approach»)
3) metodica del costo («cost approach»)

La scelta della metodica più appropriata al fine della stima degli intangibles specifici è operata in funzione delle caratteristiche del bene immateriale, ed in particolare di:

- l'esistenza di un mercato di riferimento
- la natura dei benefici generati per il proprietario (o utilizzatore)
- la riproducibilità del bene immateriale

La stima degli intangibles specifici - market approach

Il criterio delle transazioni comparabili

Il criterio delle transazioni comparabili stima il valore degli intangibles specifici sul fondamento di multipli desunti da transazioni di beni similari

L'applicazione di tale criterio richiede spesso di rettificare i multipli per considerare le differenti specificità dei bene oggetto delle transazioni campionate rispetto a quelle del bene oggetto di valutazione

Le principali differenze da considerare riguardano la copertura geografica, la funzionalità, la quota di mercato, i mercati di accesso, la data delle transazioni campionate rispetto alla data di riferimento della valutazione

Il criterio delle royalties di mercato di beni comparabili

Il criterio delle royalties di mercato di beni comparabili stima il valore degli intangibles specifici sul fondamento del valore attuale delle royalties riconosciute su beni similari

L'applicazione di tale criterio richiede spesso di rettificare i tassi di royalty per considerare le differenti specificità dei beni oggetto delle transazioni campionate rispetto a quelle del bene oggetto di valutazione

Le principali differenze da considerare riguardano i fattori specifici del licenziante e del licenziatario, l'attribuzione del sostenimento di taluni costi al licenziante o al licenziatario, i termini di esclusiva della licenza, la data di inizio e la durata della licenza, i minimi garantiti in termini di flussi di royalty, le caratteristiche differenzianti i beni immateriali (cfr. criterio delle transazioni comparabili)

La stima degli intangibles specifici - income approach

I criteri basati su stime DIRETTE dei benefici economici attesi

Il criterio dei benefici futuri attualizzati: stima il valore degli intangibles specifici sul fondamento del valore attuale dei benefici diretti attesi generati dal bene lungo la sua vita residua

Il criterio delle opzioni reali: stima il valore degli intangibles specifici sul fondamento del valore implicito delle opzioni possibili di sviluppo che caratterizzano il bene

Il criterio del reddito in ipotesi di riavvio dell'attività: stima il valore degli intangibles specifici sul fondamento dell'ipotesi di detenere solo il bene oggetto di stima e di dover acquisire, partendo da zero, tutte le atre attività necessarie per il suo sfruttamento economico

I criteri basati su stime INDIRETTE dei benefici economici futuri attesi

Il criterio dei flussi differenziali: stima il valore degli intangibles specifici sul fondamento della differenza del valore dell'azienda «con» e il valore dell'azienda «senza» il bene

Il criterio del reddito attribuito: stima il valore degli intangibles specifici sul fondamento di un reddito attribuito al bene facendo ricorso ad un criterio di allocazione desunto da società comparabili o da parametri soggettivi o oggettivi

Il criterio degli extraredditi: stima il valore degli intangibles specifici sul fondamento del valore attuale del reddito aziendale che residua dopo aver detratto dal reddito corrente o prospettico il costo d'uso degli altri beni immateriali e materiali

La stima degli intangibles specifici - cost approach

Il criterio del costo aggiustato

Il criterio del costo aggiustato stima il valore degli intangibles specifici sul fondamento del costo di riproduzione del bene per giungere al costo di rimpiazzo al netto dei costi «incurabili» (ossia dei costi che per effetto di obsolescenza funzionale o tecnologica non si sarebbero sostenuti alla data di riferimento della valutazione)

Il criterio del costo unitario corrente

Il criterio del costo unitario corrente stima il valore degli intangibles specifici sul fondamento del costo di rimpiazzo del bene determinato dal costo marginale unitario dei fattori produttivi da impiegare per ricreare il bene tenuto conto del livello di conoscenze ed esperienze alla data di riferimento della valutazione

Il criterio del costo unitario di produzione

Il criterio del costo unitario di produzione stima il valore degli intangibles specifici sul fondamento del costo di rimpiazzo del bene determinato da sostenimento di costi «standard»

Tutti i criteri riconducibili al cost approach, dapprima, stimano il valore a nuovo degli intangibles specifici e, successivamente, determinano il valore del bene nel suo stato d'uso corrente, in funzione della sua obsolescenza economica, funzionale e tecnologica

Sommario

- I metodi patrimoniali
  - il metodo patrimoniale semplice
  - il metodo patrimoniale complesso
- Il metodo reddituale
- Il metodo misto patrimoniale reddituale
- Il metodo Discounted Cash Flow (DCF)
- I metodi comparativi di mercato
  - il metodo dei multipli di borsa
  - il metodo dei multipli di transazioni comparabili

Il metodo reddituale

Il metodo reddituale stima il valore dell'azienda sul fondamento della capitalizzazione dei flussi di reddito netto distribuibile di lungo periodo (approccio equity side) o di reddito operativo disponibile al netto delle imposte «figurate» dell'impresa unlevered (approccio asset side)

La più accreditata dottrina e la best practice di riferimento in tema di valutazioni aziendali suggeriscono l'impiego del metodo reddituale secondo un approccio equity side applicato alla stima di aziende in condizioni stabilizzate («steady state») mediante capitalizzazione perpetua di una configurazione di reddito normalizzato

E' peraltro comune riscontrare l'impiego del metodo reddituale applicato anche per la stima di aziende non ancora stabilizzate mediante capitalizzazione del reddito atteso lungo un periodo di previsione limitata con (o senza) determinazione di un valore terminale («terminal value»)

Il metodo reddituale – equity side; steady state (1/2)

L'applicazione del metodo reddituale secondo un approccio equity side per la stima di aziende in steady state può essere sintetizzata nella seguente formula

$$W_e = \frac{R}{K_e}$$

dove:

R = reddito netto distribuibile di lungo periodo

K_e = costo dei mezzi propri («cost of equity»)

Il metodo reddituale – equity side; steady state (2/2)

In presenza di inflazione, può risultare necessario riesprimere la formula di applicazione del metodo reddituale secondo un approccio equity side per la stima di aziende in steady state nei termini seguenti

$$W_e = \frac{R * (1 - IR)}{K_e - g}$$

dove:

R = reddito netto distribuibile di lungo periodo

K_e = costo dei mezzi propri («cost of equity»)

IR = reddito da reinvestire per mantenere la capacità reddituale dell'impresa («investment rate»)

g = tasso di inflazione attesa

Il metodo reddituale – equity side; NON steady state

L'applicazione del metodo reddituale secondo un approccio equity side per la stima di aziende non in steady state può essere sintetizzata nella seguente formula

$$W_e = \sum_{t=1}^{n} \frac{R_t}{(1+K_e)^t} + \frac{TV_r}{(1+K_e)^n}$$

dove:

R_t = reddito netto distribuibile stimato per ciascun anno di previsione esplicita

K_e = costo dei mezzi propri («cost of equity»)

n = numero di periodi di previsione esplicita

TV_r = terminal value

La stima del reddito distribuibile di lungo periodo

Nel caso di forte continuità gestionale nel tempo, il reddito distribuibile di lungo periodo è stimato mediante normalizzazione del reddito dei più recenti esercizi passati (e introducendo eventuali aggiustamenti per nuove condizioni future)

La normalizzazione del reddito richiede, di norma, di:

- eliminare i risultati straordinari e/o i componenti reddituali non ripetibili
- eliminare e/o rettificare i componenti reddituali afferenti alla gestione accessoria
- eliminare gli effetti derivanti da politiche di bilancio e da convenzioni contabili non coerenti con le finalità della valutazione
- eliminare e/o rettificare i componenti reddituali che non manifestano una reale funzionalità per la gestione dell'azienda
- rilevare gli oneri figurativi per l'utilizzo di fattori produttivi caratterizzati dall'assenza di un corrispettivo o da un corrispettivo non congruo
- ricalcolare le imposte in conseguenza delle eliminazioni e/o rettifiche effettuate

La stima del reddito per il periodo di previsione esplicita

Nel caso di situazioni non steady state, è opportuno stimare il reddito distribuibile atteso lungo un periodo limitato di anni (generalmente non superiore ai 3-5 anni)

La stima del reddito distribuibile per ciascun anno di previsione esplicita può avvenire mediante:

1) la proiezione dei risultati storici in chiave prospettica
2) il «metodo dei risultati programmati»

La proiezione dei risultati storici

La proiezione dei risultati storici in chiave prospettica stima i redditi attesi lungo il periodo di previsione esplicita sul fondamento della identificazione e quantificare dell'insieme di tutte variabili in grado di influenzare l'entità dei redditi attesi

Tali variabili sono tipicamente costituite da:

a) il tasso di crescita atteso del profitto

b) le variazioni attese dei livelli di efficienza produttiva

c) le variazioni attese dei prezzi di vendita

d) le variazioni attese dei costi di taluni fattori produttivi

Il metodo dei risultati programmati

Il metodo dei risultati programmati stima i redditi attesi lungo il periodo di previsione esplicita sul fondamento delle previsioni formalizzate nei budget e nei piani pluriennali aziendali

Le previsioni dei reddito attesi formulate dal management dell'azienda sono sottoposte a un'attenta «analisi di verosimiglianza» al fine di accertare che le stesse siano fondate su ipotesi («assumptions») coerenti, ragionevoli, accettabili e dimostrabili

La stima del terminal value (1/2)

Il terminal value è pari al valore attuale del reddito distribuibile di lungo periodo generato in perpetuo dall'azienda dopo il periodo di previsione esplicita. In formula:

$$TV_r = \frac{R}{K_e}$$

dove:

R = reddito netto atteso distribuibile di lungo periodo dopo il periodo di previsione esplicita

K_e = costo dei mezzi propri («cost of equity»)

La stima del terminal value (2/2)

Nella pratica, la stima del reddito netto atteso distribuibile di lungo periodo dopo il periodo di previsione esplicita da impiegare per il calcolo di terminal value è realizzata facendo riferimento al reddito atteso normalizzato dell'ultimo anno di previsione esplicita di cui è ipotizzata la crescita ad un tasso costante g

La formula di stima del terminal value può quindi essere riespressa nei termini seguenti

$$TV_r = \frac{R_n * (1 + g)}{K_e - g}$$

Il tasso g è stimato principalmente in funzione di:

- la capacità dell'impresa di mantenere un vantaggio competitivo sostenibile sul mercato;
- la presenza di barriere all'entrata e la minaccia di prodotti/servizi/tecnologie sostitutive;
- la forza del brand
- il potere contrattuale di clienti, fornitori e canali distributivi
- la crescita attesa del settore di riferimento e dell'economia in generale

In alcuni casi, il tasso g ha il solo scopo di «recuperare» l'inflazione

La stima del costo dei mezzi propri

La stima del costo dei mezzi propri è comunemente determinata mediante l'applicazione del Capital Asset Pricing Model (CAPM) nelle sue versioni «standard» o del «Expanded CAPM Approach»

L'applicazione della versione «standard» del CAPM può essere sintetizzata nella seguente formula

$$K_e = R_f + \beta_i * ERP$$

dove:

R_f = tasso per attività prive di rischio («risk free rate»)
β_i = coefficiente di rischio sistematico
$ERP = R_m - R_f$ = premio per il rischio azionario («equity risk premium»)

L'applicazione della versione «Expanded CAPM Approach» può essere sintetizzata nella seguente formula

$$K_e = R_f + \beta_i * ERP + RP_s + RP_u$$

dove:

RP_s= premio per le imprese di piccole dimensioni («risk premium for small size»)
RP_u= premio per il rischio idiosincratico dell'impresa («specific risk premium»)

La stima del costo dei mezzi propri – CAPM

Rischio paese implicito nel risk free rate

- R_f = tasso di rendimento di Titoli di Stato decennali
- β calcolato verso l'indice «domestico»
- ERP = premio generico di lungo periodo

Rischio paese implicito nel premio per il rischio

- R_f = IRS decennale
- β calcolato verso un indice «sovranazionale»
- ERP = premio di lungo periodo per l'Italia

La stima del coefficiente β

Il β definisce il rischio sistematico di un titolo azionario: misura la variazione del rendimento atteso del titolo a fronte della variazione di un punto percentuale del rendimento di mercato

$$\beta_i = \frac{\mathrm{Cov}\,(R_i, R_m)}{\mathrm{Var}\,(R_M)} = \frac{\rho_{i,m} * \sigma_i * \sigma_m}{\sigma_m^2} = \rho_{i,m} * \frac{\sigma_i}{\sigma_m}$$

Il ricorso alla stima del β mediante esame dei β di società quotate comparabili richiede, dapprima, la stima dei loro β unlevered

$$\beta_u = \frac{\beta_l}{\left[1 + (1 - t_c) * \frac{D}{E}\right]}$$

e, successivamente, la stima del β levered dell'impresa oggetto di valutazione tenuto conto della sua specifica struttura finanziaria

$$\beta_{i,l} = \beta_u * \left[1 + (1 - t_c) * \frac{D_i}{E_i}\right]$$

La stima di K_e - l'Expanded CAPM Approach

La stima del risk premium for small size si basa su evidenze empiriche che dimostrano come le SME conseguano rendimenti più elevati rispetto alle imprese di maggiori dimensioni

La stima dello specific risk premium si basa sulla constatazione di rischi specifici connessi a fattori idiosincratici dell'impresa oggetto di valutazione

La stima dello specific risk premium

I fattori che determinano uno specific risk premium sono principalmente costituiti da:

1) rischi competitivi
   a) livelli di competizione in aumento
   b) basse barriere all'entrata
   c) «guerre» di prezzi
   d) recente ingresso nel mercato di nuovi competitors
   e) possibili modifiche del contesto regolamentare
   f) possibile lancio di prodotti sostitutivi
2) rischi di business
   a) quote di mercato in diminuzione
   b) pronunciata volatilità dei risultati storici
   c) andamento dei flussi futuri non in linea con quello dei flussi storici
   d) significativi progetti di crescita relativi al lancio di nuovi prodotti, ingresso in nuovi business o aree geografiche
   e) sostenibilità di strategie di pricing o di riduzione dei costi
   f) base di clientela concentrata
   g) dipendenza da fornitori chiave
   h) ridotte dimensioni rispetto al leader di mercato
3) rischi tecnici
   a) qualità del processo di planning
   b) significativi scostamenti fra dati prospettici e dati consuntivi
   c) proiezioni di tassi positivi di crescita del fatturato durante l'intero periodo di previsione caratterizzati da forte discontinuità rispetto al recente passato o alle attese di fonti indipendenti
   d) proiezioni di marginalità in crescita durante l'intero periodo di previsione
   e) utilizzo di tassi di crescita elevati nel valore terminale
   f) assenza di dati su concorrenti e società comparabili

Sommario

- I metodi patrimoniali
  - il metodo patrimoniale semplice
  - il metodo patrimoniale complesso
- Il metodo reddituale
- Il metodo misto patrimoniale reddituale
- Il metodo Discounted Cash Flow (DCF)
- I metodi comparativi di mercato
  - il metodo dei multipli di borsa
  - il metodo dei multipli di transazioni comparabili

Il metodo misto patrimoniale reddituale

Il metodo misto patrimoniale reddituale stima il valore dell'azienda come somma fra il patrimonio netto rettificato a valori correnti e il sovrareddito («goodwill») o la carenza di reddito («badwill») generati dall'impresa. In formula:

$$W_e = K' + \sum_{t=1}^{n} \frac{(R_t - i' * K'_{t-1})}{(1 + i'')^t}$$

dove:

K' = patrimonio netto rettificato a valori correnti

R_t = reddito prospettico per il periodo di previsione esplicita

n = numero di periodi di previsione esplicita

i' = saggio di rendimento «normale», tenuto conto delle caratteristiche del settore e dell'azienda

i'' = tasso di attualizzazione del goodwill o del badwill

La stima del patrimonio netto rettificato

Il patrimonio netto rettificato è determinato dalla stima del valore corrente di mercato di tutti i singoli elementi patrimoniali attivi e passivi dell'azienda, ad eccezione dei beni immateriali (avviamento e intangibles specifici)

E' peraltro possibile utilizzare una variante del metodo misto patrimoniale reddituale che prevede una autonoma stima del valore degli intangibles specifici

In presenza di stagionalità, il patrimonio netto rettificato, per ragioni di coerenza rispetto alla stima del reddito prospettico, è espresso in una configurazione normalizzata

La stima dei tassi i’ e i”

Di norma, il saggio di rendimento «normale» dell’azienda è stimato pari al costo dei suoi mezzi propri determinato dall’applicazione del CAPM così da considerare il rischio sia operativo sia finanziario dell’impresa

La stima del tasso di attualizzazione dei differenziali di reddito assume differenti valori in funzione dell’esistenza di un goodwill o di un badwill

In presenza di un goodwill, la soluzione preferibile è quella di assumere un tasso di attualizzazione del goodwill superiore al tasso di rendimento «normale» dell’azienda

In presenza di un badwill, la soluzione preferibile è quella di assumere un tasso di attualizzazione del badwill inferiore al tasso di rendimento «normale» dell’azienda

La durata del periodo di previsione esplicita

La durata del periodo di previsione esplicita risulta generalmente compresa fra 5 e 10 anni, in funzione delle previsioni di permanenza del vantaggio (goodwill) o dello svantaggio (badwill) competitivo attribuito all'impresa

In presenza di un badwill, la durata del periodo di previsione esplicita tiene conto delle tempistiche per il recupero di un livello di redditività «normale» compatibili con il mantenimento di una prospettiva di going concern

Sommario

- I metodi patrimoniali
  - il metodo patrimoniale semplice
  - il metodo patrimoniale complesso
- Il metodo reddituale
- Il metodo misto patrimoniale reddituale
- Il metodo Discounted Cash Flow (DCF)
- I metodi comparativi di mercato
  - il metodo dei multipli di borsa
  - il metodo dei multipli di transazioni comparabili

Il metodo Discounted Cash Flow (DCF)

Il metodo Discounted Cash Flow stima il valore dell'azienda sul fondamento della capitalizzazione dei flussi di cassa distribuibili ai portatori di capitale a titolo di rischio (approccio equity side) o ai portatori di capitale a titolo sia di rischio sia di debito (approccio asset side)

Il metodo DCF – equity side

L'applicazione del metodo Discounted Cash Flow secondo un approccio equity side può essere sintetizzata nella seguente formula

$$W_e = \sum_{t=1}^{n} \frac{FCFE}{(1+K_e)^t} + \frac{TV_e}{(1+K_e)^n} + SA$$

dove:

$FCFE$ = flussi di cassa distribuibili ai portatori di capitale a titolo di rischio («Free Cash Flow to Equity»)

n = numero di periodi di previsione esplicita

K_e = costo dei mezzi propri («cost of equity»)

TV_e = terminal value

SA = valore dei beni non strumentali alle gestione caratteristica dell'azienda («surplus asset»)

Il metodo DCF – asset side

L'applicazione del metodo Discounted Cash Flow secondo un approccio asset side può essere sintetizzata nella seguente formula

$$W_e = \sum_{t=1}^{n} \frac{FCFO}{(1+WACC)^t} + \frac{TV_o}{(1+WACC)^n} - PFN + SA$$

dove:

$FCFO$ = flussi di cassa disponibili per i portatori di capitale a titolo sia di rischio sia di debito («Free Cash Flow Operativo»)

n = numero di periodi di previsione esplicita

$WACC$ = costo medio ponderato del capitale («Weighted Average Cost of Capital»)

TV_o = terminal value

PFN = posizione finanziaria netta

SA = surplus asset

La stima dei flussi di cassa

1. Ricavi operativi (+)
2. Costi operativi (-)

= EBIT

3. Imposte sul reddito operativo (-)

= NOPAT

4. Ammortamenti (+)
5. Svalutazioni, accantonamenti, e altri costi operativi non monetari (+)
6. Investimenti/disinvestimenti tecnici e in altre attività operative (-/+)
7. Investimenti/disinvestimenti in CCN operativo (-/+)
8. Utilizzi di fondi (-)

= FCFO

9. Proventi/interessi e altri oneri finanziari (+/-)
10. Rimborsi/accensioni di debiti finanziari (-/+)
11. Pagamenti di dividendi (-)
12. Rimborsi/aumenti a pagamento di capitale sociale (-/+)

= FCFE

La stima del costo medio ponderato del capitale

Il costo medio ponderato del capitale è stimato nei termini seguenti

$$\mathrm{WACC} = \frac{\mathrm{E}}{\mathrm{E}+\mathrm{D}} * \mathrm{K_e} + \frac{\mathrm{D}}{\mathrm{E}+\mathrm{D}} * (1 - \mathrm{t_c}) * \mathrm{K_D}$$

dove:

E = valore corrente di mercato dei mezzi propri

D = valore corrente di mercato del debito

$\mathrm{K_e}$ = costo dei mezzi propri

$\mathrm{K_d}$ = costo del debito

$\mathrm{t_c}$ = aliquota di imposta

La stima del costo del debito

Il costo del debito può essere individuato facendo riferimento alla seguente formulazione:

$$K_d = R_f + CS$$

Di norma, il costo del debito è determinato sul fondamento dei dati di bilancio dell'impresa mediante la media ponderata di ogni singola tipologia di indebitamento accesa

Sommario

- I metodi patrimoniali
  - il metodo patrimoniale semplice
  - il metodo patrimoniale complesso
- Il metodo reddituale
- Il metodo misto patrimoniale reddituale
- Il metodo Discounted Cash Flow (DCF)
- I metodi comparativi di mercato
  - il metodo dei multipli di borsa
  - il metodo dei multipli di transazioni comparabili

Il metodo dei multipli di borsa

Il metodo dei multipli di borsa stima il valore dell'azienda sul fondamento del valore di mercato di società quotate comparabili

Tale metodo può essere applicato secondo un approccio equity side o asset side

L'applicazione del metodo dei multipli di borsa secondo un approccio equity side può essere sintetizzata nella seguente formula

$$W_e = Molt_s * G + SA$$

dove:

$Molt_s$ = multiplo di borsa
G = grandezza aziendale selezionata
SA = surplus assets

L'applicazione del metodo dei multipli di borsa secondo un approccio asset side può essere sintetizzata nella seguente formula

$$W_e = Molt_s * G - PFN + SA$$

dove:

PFN= posizione finanziaria netta

La scelta del multiplo

La scelta del multiplo è caratterizzata dalla sussistenza di un nesso causale fra il prezzo di borsa e la grandezza aziendale di riferimento

Nello specifico, tale nesso causale deve risultare individuabile, dimostrabile e spiegabile mediante una formula di valutazione

Inoltre, il multiplo deve presentare omogeneità fra numeratore e denominatore e una ragionevole stabilità nel tempo

Infine, tenuto conto della possibile anticipazione nei prezzi di mercato di grandezze aziendali future, è necessario valutare il rapporto «funzionale» fra denominatore e numeratore al fine di scegliere fra l'impiego di multipli «trailing», «correnti» o «leading»

La scelta del campione di comparable

La comparabilità del campione prescelto di società quotate è valutata rispetto a:

- il settore competitivo di appartenenza
- il core business
- la dimensione e l'età delle imprese
- il profilo di rischio
- il livello di leverage
- il grado di integrazione e il modello di business
- la qualità della governance

La modalità di utilizzo dei multipli

L'utilizzo del metodo dei multipli richiede di valutare il posizionamento dell'impresa oggetto di valutazione rispetto al campione di società quotate comparabili

Nel caso di utilizzo di multipli medi, è necessario individuare la preferenza di impiego di medie aritmetiche, mediane o medie armoniche

In generale, i multipli più affidabili sono quelli che presentano una minore dispersione

Sommario

- I metodi patrimoniali
  - il metodo patrimoniale semplice
  - il metodo patrimoniale complesso
- Il metodo reddituale
- Il metodo misto patrimoniale reddituale
- Il metodo Discounted Cash Flow (DCF)
- I metodi comparativi di mercato
  - il metodo dei multipli di borsa
  - il metodo dei multipli di transazioni comparabili

Il metodo dei multipli di transazioni comparabili

Il metodo dei multipli di transazioni comparabili stima il valore dell'azienda sul fondamento dei prezzi di negoziazioni di società comparabili

Tale metodo può essere applicato secondo un approccio equity side o asset side

L'applicazione del metodo dei multipli di transazioni comparabili secondo un approccio equity side può essere sintetizzata nella seguente formula

$$W_e = Molt_s * G + SA$$

dove:

$Molt_s$ = multiplo desunto da transazioni comparabili
G = grandezza aziendale selezionata
SA = surplus assets

L'applicazione del metodo dei multipli di transazioni comparabili secondo un approccio asset side può essere sintetizzata nella seguente formula

$$W_e = Molt_s * G - PFN + SA$$

dove:

PFN= posizione finanziaria netta

La scelta delle transazioni comparabili

E' opportuno fare riferimento a transazioni avvenute in un arco temporale ristretto rispetto alla data di riferimento della valutazione

In assenza di transazioni rilevanti in tempi ravvicinati alla data di stima, il ricorso a transazioni realizzate lungo un arco temporale più esteso richiede di aggiornare il paradigma valutativo di mercato sulla base di variabili «momentum»

L'applicazione del metodo dei multipli di transazioni comparabili richiede di valutare se i prezzi delle transazioni comparabili riflettono premi:

- di maggioranza
- legati a speciali sinergie
- di ottimizzazione gestionale

non estendibili all'impresa oggetto di valutazione