



I metodi di valutazione d'impresa

Indice

- Premessa
- Metodi di valutazione tecnica
 - I metodi empirici
 - I metodi analitici
- La valutazione negoziale (M&A)

Indice

- **Premessa**
- Metodi di valutazione tecnica
 - I metodi empirici
 - I metodi analitici
- La valutazione negoziale (M&A)

Premessa

Obiettivi della valutazione

Mergers & Acquisitions (M&A)

- La valutazione può essere richiesta per stimare il valore di una società o di una parte di essa in vista di possibili operazioni straordinarie (es. acquisto, cessione, fusione/concambio)
- La stima, condotta per determinare il valore della società oggetto di cessione può essere richiesta dagli attuali azionisti per stimare correttamente l'exit strategy o dal potenziale compratore per ponderare la sua offerta

Riorganizzazione & Ristrutturazione

- Una valutazione può essere condotta a beneficio degli azionisti al fine di stimare i potenziali benefici derivanti da una possibile operazione di ristrutturazione o riorganizzazione della società
- Valutazioni da codice civile (2501 sexies, 2343, 2465: es. conferimenti, Congruità rapporto di cambio, etc.)

Financial Reporting

- La valutazione di una società o di alcuni suoi assets può essere richiesta a fini di bilancio in accordo con quanto stabilito dai principi contabili internazionali IFRS
- Esempi possono essere la valutazione della società ai fini di impairment test in accordo allo IAS 36 e la valutazione degli assets acquisiti a seguito di una business combination (IFRS3)

Valutazioni in ambito giudiziale

- Assistenza come perito di parte nominato in ambito di contenzioso giudiziale

Valutazioni in ambito fiscale

- Valutazioni a fini fiscali con lo scopo di determinare il plusvalore che emerge a seguito di operazioni di fusione infragruppo

Premessa

Il processo valutativo

- Al momento di iniziare il **processo valutativo**, il valutatore dovrebbe avere chiari alcuni concetti fondamentali:
 - La **comprensione del business** e del settore di riferimento dell'azienda oggetto di valutazione è il primo ed indispensabile passo da compiere nello sviluppo del processo valutativo
 - essere più o meno **corretto** piuttosto che esattamente in errore
 - selezionare un appropriato **metodo di valutazione**
 - Utilizzare **più di un metodo** di valutazione, se possibile, confrontando i risultati ottenuti con i diversi metodi applicati
 - Effettuare analisi di **sensibilità**, con l'obiettivo di ottenere un range di valori per ciascun metodo utilizzato
 - Spiegare i **vantaggi e gli svantaggi** sottostanti alle assunzioni ed a ciascun metodo

- Il **valore** di un'attività può essere determinato attraverso metodi basati su:
 - Flussi attesi
 - Risultati economici
 - Valore degli asset dell'azienda

Attualizzati/capitalizzati a un tasso che riflette la rischiosità di questi flussi e secondo l'orizzonte temporale della loro manifestazione

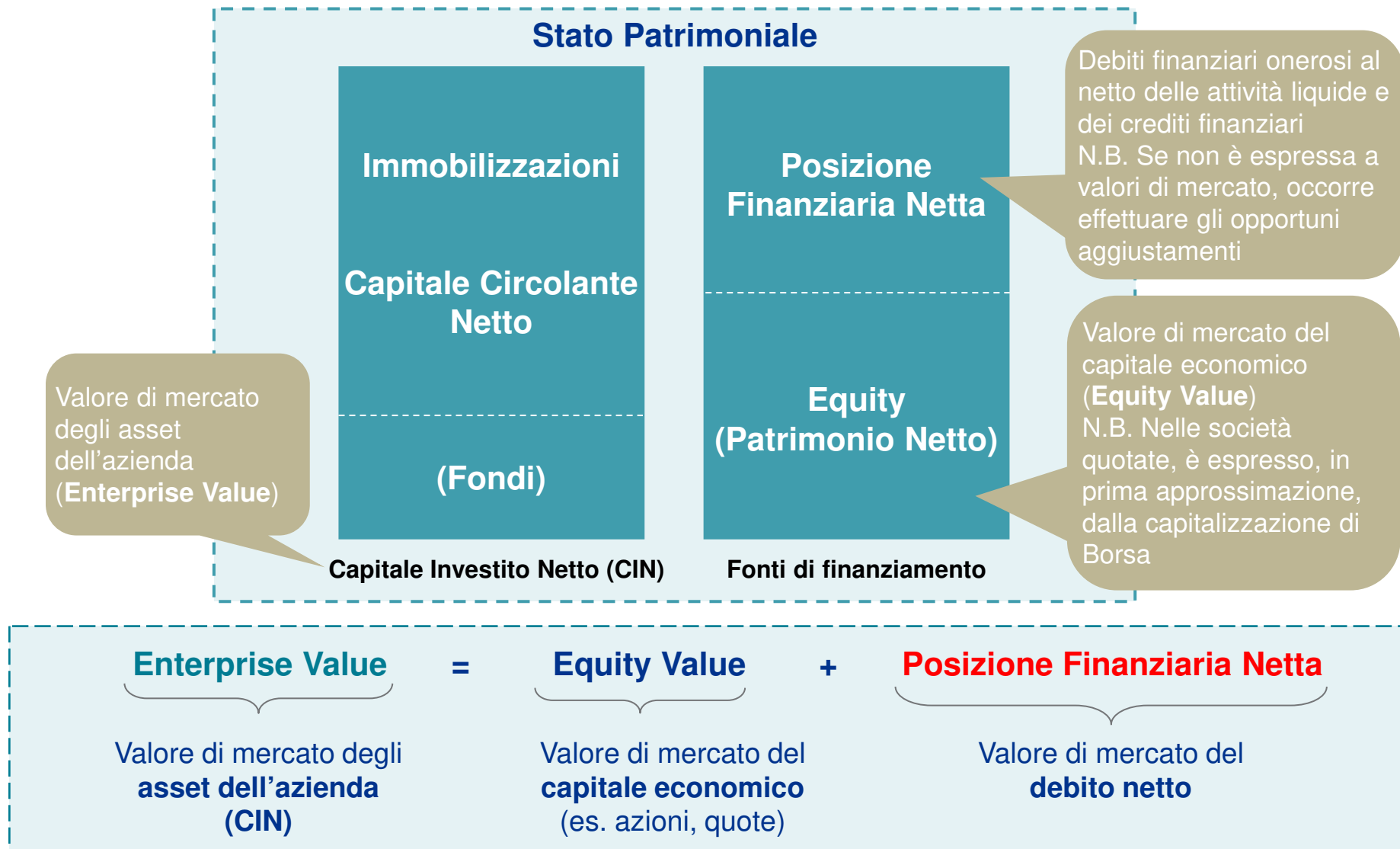
Premessa

Asset side vs. Equity side

- L'**Enterprise Value** indica il valore complessivo di una società/assets (Capitale Investito Netto), mentre il valore di mercato della società (**Equity Value**), cioè il valore complessivo delle azioni (o quote), è rappresentato dal valore di mercato del Patrimonio Netto
- Con la prospettiva **Asset side** (Unlevered) si stima il valore dell'Equity in modo indiretto, valutando prima il Capitale Investito Netto dell'azienda (Enterprise Value), utilizzando i parametri coerenti con la grandezze considerate (es. Wacc), e detraendo da esso la Posizione Finanziaria Netta
- Con la prospettiva **Equity side** (Levered) invece si stima il valore del capitale economico dell'impresa (Equity Value) in modo diretto, sempre utilizzando i parametri coerenti con la grandezze considerate (es. Ke)

Premessa

Enterprise Value vs. Equity Value



Premessa

Come si determina il valore di un'azienda ?

Principali metodi valutativi

- La **scelta della metodologia** di valutazione dipende dalle caratteristiche dell'azienda e del suo settore di riferimento, dalle informazioni disponibili (es. Bplan), dal momento del ciclo di vita dell'azienda, dalla disponibilità di notizie su concorrenti e/o operazioni, etc.
- **Metodi empirici**
 - metodo dei **multipli di mercato** (es. analisi delle società quotate comparabili)
 - *metodo delle quotazioni* (es. analisi dei prezzi di Borsa)
 - *metodo delle transazioni comparabili* (es. analisi su mercati non regolamentati)
- **Metodi analitici**
 - metodo **dei flussi di cassa attualizzati** (es. Discounted Cash Flow)
 - metodo **reddituale** (es. valore funzione dei redditi attesi)
 - metodo **patrimoniale** (es. valore funzione delle singole componenti, attive e passive, del capitale di impresa)
 - metodo **misto patrimoniale-reddituale** (es. valore in funzione delle componenti patrimoniali del capitale di impresa e del sovra(sotto)reddito atteso relativamente al capitale stesso)

Metodi empirici (Multipli)	
Asset side	Equity side
EV/Fatturato	P/E, P/CF
EV/EBITDA, EV/EBIT	P/PN
Multipli di settore (es. P/tons., P/Mw)	P/AuM, Goodwill/AuM Multipli di settore (Gw/branch)
Metodi analitici	
Asset side	Equity side
DCF Unlevered	DCF Levered
APV	DDM
Reddituale Unlevered	Reddituale Levered Patrimoniale
Settori di applicazione	
Asset side	Equity side
Consumer e Industrial	Banche
Utilities	Assicurazioni
Real Estate	Servizi/retail

Indice

- Premessa
- **Metodi di valutazione tecnica**
 - **I metodi empirici**
 - Multipli di Borsa
 - Multipli da transazioni comparabili
 - Metodi delle quotazioni
 - I metodi analitici
- La valutazione negoziale (M&A)

Metodi di valutazione tecnica

Metodo dei multipli di mercato – analisi delle società comparabili vs. analisi delle transazioni comparabili

- Il valore dell'azienda è il risultato di una stima effettuata considerando **dati del mercato azionario** o di **operazioni M&A**, espressi in termini di **multipli**, da applicare ai valori economico/patrimoniali dell'azienda oggetto di valutazione
- Due possibili approcci:
 - **Multipli di borsa** → multipli riferiti ad un panel di società quotate omogenee (es. per dimensioni, settore, mercati di riferimento) rispetto alla società oggetto di valutazione
 - **Multipli derivanti da transazioni comparabili** → multipli desunti direttamente da operazioni M&A di società simili a quella oggetto di valutazione
- Principali multipli di mercato: EV/Fatturato, **EV/EBITDA**, EV/EBIT, P/E

Presupposto fondamentale

Il valore dell'azienda, nel medio-lungo termine, non può differire in modo significativo dal valore espresso dal mercato per aziende omogenee

Metodi di valutazione tecnica
**Metodo dei multipli di Borsa –
il processo**

Principali fasi

1. Individuazione del **panel** di società comparabili (cd. “comparable”)
2. “**Normalizzazione**” del panel (es. eliminazione componenti straordinarie, armonizzazione dei principi contabili, aggiustamenti connessi ad ipotesi di esercizio di opzioni e/o di conversione di obbligazioni, trattamento interessi di minoranza/partecipazioni quotate)
3. Identificazione dei **multipli** più rappresentativi del valore dell’azienda oggetto di valutazione da definire in relazione al settore di appartenenza
4. Calcolo della media (es. semplice, ponderata e/o senza estremi) e della mediana dei multipli del panel ed **applicazione** ai dati finanziari dell’azienda oggetto di valutazione
5. Eventuale applicazione di uno **sconto** al multiplo per tenere conto della minore liquidabilità dei titoli, della minore dimensione, della diversa marginalità della azienda oggetto di valutazione rispetto al campione di riferimento



Metodi di valutazione tecnica

Metodo dei multipli di Borsa – la scelta dei moltiplicatori

Enterprise Value/Fatturato (Asset side)

- E' generalmente utilizzato per società commerciali e per società con margini negativi o in fase di turnaround
- L'applicazione è poco diffusa in quanto assume implicitamente che tutte le aziende di un settore operino con la stessa struttura di costi

Enterprise Value/EBITDA (Asset side)

- E' il multiplo più comunemente utilizzato in quasi tutti i settori (non finanziari) in quanto permette di neutralizzare le politiche di bilancio, le politiche fiscali e la struttura finanziaria specifica delle società del campione

Enterprise Value/EBIT (Asset side)

- Permette di neutralizzare le politiche fiscali e di struttura finanziari differenti tra società del campione nell'ipotesi di una comune strategia di investimenti/ammortamenti

Price/Earnings (Equity side)

- Viene generalmente applicato nei settori (finanziario, E&U, società quotate in regime di concessione) dove la struttura finanziaria e le politiche di bilancio tra competitors sono molto allineate

Metodo dei multipli di Borsa – Pros & Cons

Pros

- **Immediatezza, facilità** di applicazione ed elevata **diffusione**
- Ampia **disponibilità di informazioni pubbliche** relative alle società quotate
- Notevole **rappresentatività dei prezzi di mercato** (es. espressione del consensus di un elevato numero di investitori – significatività connessa ad effettive transazioni di mercato)

Cons

- Difficoltà nell'**individuazione del panel** di società omogenee e/o operanti nello stesso settore dell'azienda analizzata
- Necessità di “**interpretazione**” **dei dati** di mercato (es. possibili distorsioni connesse al *market momentum*, normalizzazioni di elementi specifici delle singole società incluse nel panel)
- Elevata **variabilità delle quotazioni** di Borsa (in particolare nel breve periodo) e delle **dinamiche** contingenti del **mercato M&A**

Il **metodo delle transazioni comparabili** si è affermato in relazione alla crescente disponibilità di informazioni su transazioni avvenute sul mercato

In particolare il metodo delle transazioni comparabili:

- Esclude qualsiasi apprezzamento soggettivo e non richiede l'utilizzo di ipotesi o convenzioni
- Non prevede aggiustamenti di valore dovuti a premi di maggioranza o sconti di minoranza
- E' di facile comprensione anche per i non addetti ai lavori

Principali fasi

- Il metodo prevede l'utilizzo di parametri di valorizzazione desunti da operazione straordinarie aventi per oggetto società del settore o di settori affini alla realtà osservata
- Tale metodo stima il valore di un'azienda in funzione dei valori registrati nelle transazioni recenti che hanno riguardato realtà comparabili per settore di appartenenza, quota acquisita e dimensioni. Si tratta di norma di transazioni su pacchetti rilevanti negoziate al di fuori dei mercati regolamentati
- I moltiplicatori rilevati fanno riferimento al rapporto tra valore del capitale investito operativo (EV) e l'EBITDA e l'EBIT
- I Multipli risultano generalmente superiori a quelli di borsa in quanto si riferiscono a operazioni su pacchetti azionari di maggioranza e includono potenziali sinergie riconosciute da parte dell'acquirente

Metodi di valutazione tecnica

Metodo delle quotazioni

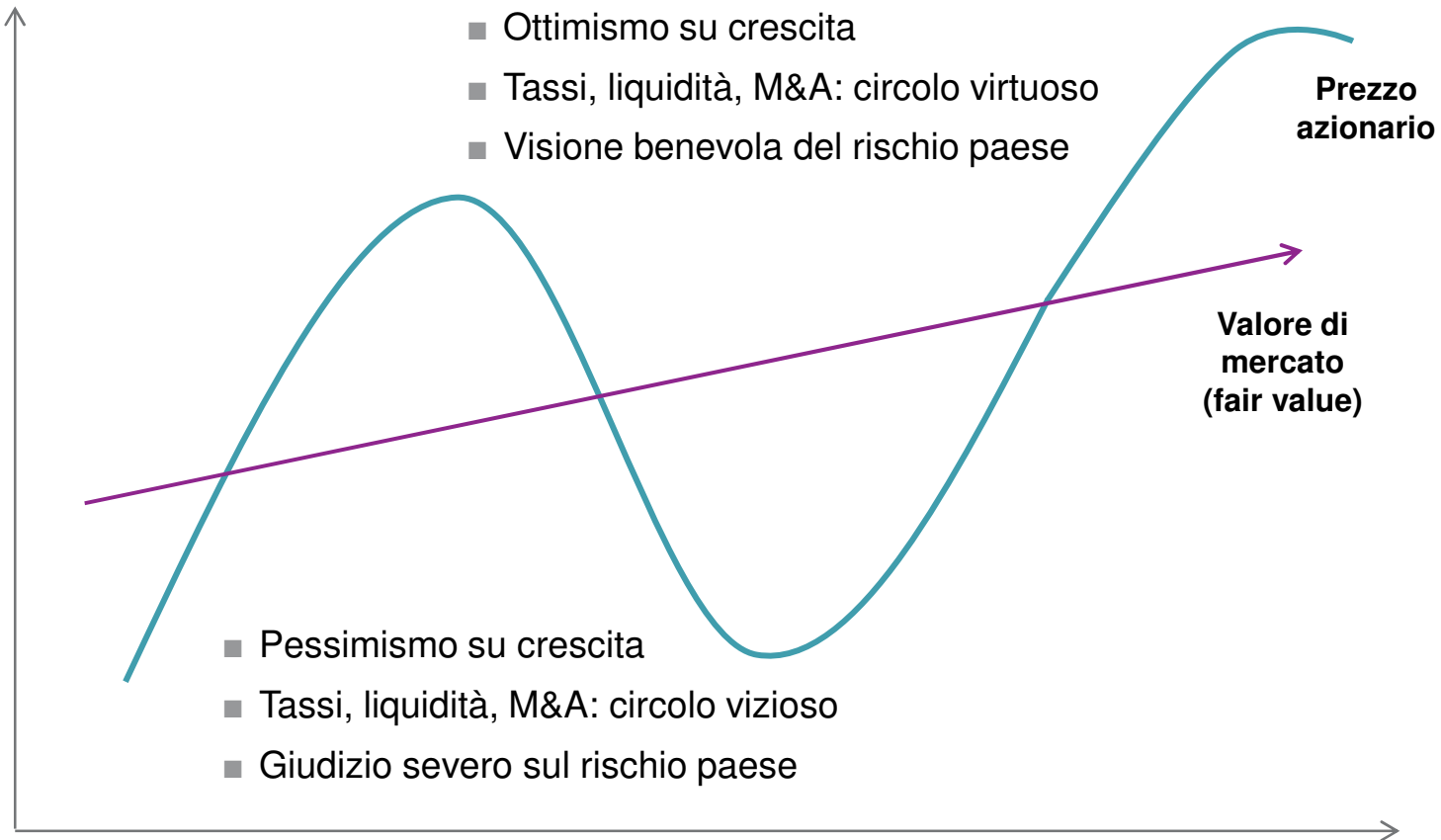
Il Metodo delle Quotazioni di Borsa consiste nel riconoscere a una società un valore pari a quello attribuitole dal mercato borsistico nel quale le azioni della società sono trattate.

- Metodo per la **valutazione di società quotate**, in particolare nei casi in cui:
 - i **volumi scambiati** risultano **rilevanti**
 - il **flottante** è sufficientemente **rappresentativo**
 - la **capitalizzazione** di Borsa è **elevata**
- Al verificarsi di tali condizioni, i prezzi rilevati in Borsa sono significativi ai fini della stima del valore della società, in quanto:
 - il mercato dovrebbe evidenziare una **chiara percezione delle caratteristiche della società**
 - i **prezzi**, se analizzati su un orizzonte temporale sufficientemente esteso, **valorizzano** coerentemente il **potenziale della società**, attenuando i possibili effetti “distorsivi” del mercato nel breve periodo

Metodi di valutazione tecnica

Metodo delle quotazioni

Percezioni facilmente mutevoli: la borsa potrebbe non essere molto efficiente



Indice

- Premessa
- **Metodi di valutazione tecnica**
 - I metodi empirici
 - **I metodi analitici**
 - DCF
 - Reddituale
 - Patrimoniale
 - Misto Patrimoniale - Reddituale
- La valutazione negoziale (M&A)

Metodi di valutazione tecnica

Metodo dei flussi di cassa attualizzati (DCF)

Il valore dell'azienda è stimato attualizzando i flussi di cassa attesi dalle attività al **costo medio ponderato del capitale (WACC)**

$$W = \frac{\sum_{t=1}^n \text{FCFO}_t}{(1+WACC)^t} + \text{TV}$$

Valore attuale dei flussi attesi **durante** l'orizzonte di previsione esplicita Valore attuale dei flussi attesi **dopo** l'orizzonte di previsione esplicita

Dove:

W = valore dell'azienda (Enterprise Value)

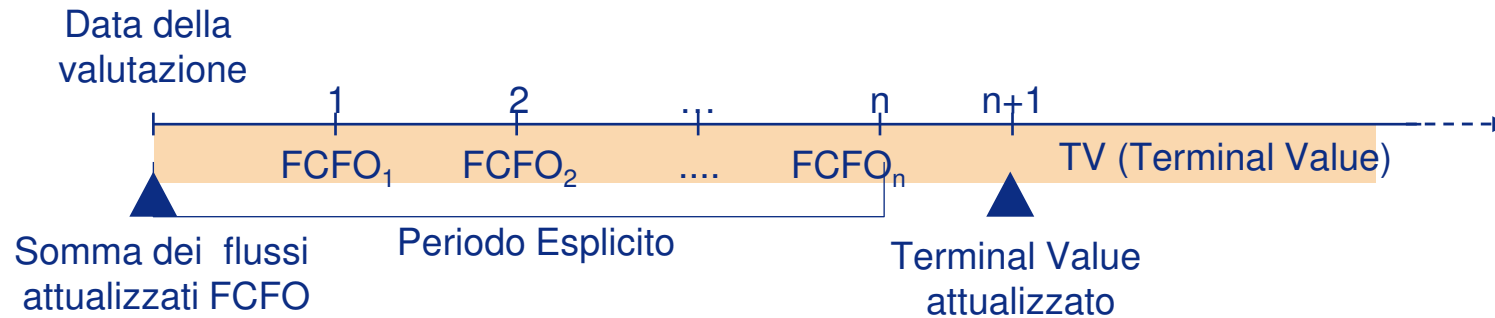
N = numero di periodi compresi nell'orizzonte di previsione esplicita

FCFO = flussi di cassa operativi attesi nell'orizzonte di previsione esplicita

WACC = costo medio ponderato del capitale

TV = Terminal Value (valore residuo)

Orizzonte temporale della valutazione



In generale, il **valore di qualunque attività (asset)** è **determinato dai flussi da essa attesi**, attualizzati a un tasso che riflette la rischiosità di questi flussi ed in funzione dell'orizzonte temporale della loro manifestazione

EBIT (Reddito Operativo Netto)

- Imposte (figurative) sul reddito operativo

NOPLAT (Reddito operativo al netto delle imposte)

+ Ammortamenti/Accantonamenti

Flusso di cassa gestione reddituale

+/- Variazione del CCN

+/- Variazione dell'attivo fisso netto

- Utilizzo fondi

Flusso di Cassa Operativo (FCFO)

+/- Risultato gestione finanziaria

+/- Variazione del debito

Scudo fiscale (su oneri finanziari)

Flusso di cassa all'Equity (FCFE)

+/- Variazione del Patrimonio Netto
(- dividendi, + aumenti di capitale)

Flusso di Cassa netto

Il Free Cash Flow from Operation rappresenta la cassa generata dalla gestione operativa e disponibile per la remunerazione del capitale di terzi e del capitale proprio

[Enterprise Value; Wacc]

Il Free Cash Flow to Equity rappresenta la cassa disponibile per la remunerazione del capitale proprio

[Equity Value; Ke]

Metodo dei flussi di cassa attualizzati (DCF) – Terminal Value

- Il **Terminal Value** (valore residuo) esprime il valore dei flussi di cassa operativi attesi dopo l'orizzonte di previsione esplicita
- Il valore residuo rappresenta spesso una percentuale significativa del valore complessivo dell'azienda → necessità di stimare con accuratezza il **livello normalizzato dei flussi** disponibili dopo l'orizzonte di previsione esplicita ($FCFO_{n+1}$) ed il relativo tasso nominale di crescita media (g)

$$TV = \frac{FCFO_{n+1}}{(WACC - g)} \times \frac{1}{(1 + WACC)^n}$$

Dove:

TV = Terminal Value (valore residuo)

$FCFO_{n+1}$ = flusso di cassa operativo normalizzato atteso nel primo periodo successivo all'orizzonte di previsione esplicita

WACC = costo medio ponderato del capitale

g = tasso nominale di crescita media del flusso di cassa operativo normalizzato atteso nel periodo successivo all'orizzonte di previsione esplicita (es. inflazione prospettica o aspettative attuali relativamente alla crescita di medio periodo del settore)

n = numero di periodi compresi nell'orizzonte di previsione esplicita. In questo caso sarà uguale all'ultimo anno del periodo esplicito

Metodo dei flussi di cassa attualizzati (DCF) – Pros & Cons

Pros

- **Approccio valutativo più diffuso** nei settori dell'investment banking e della consulenza finanziaria
- Evidenziare la capacità dell'azienda di mettere a disposizione degli investitori (i soli **azionisti**, nel caso equity side o levered, **tutti i finanziatori**, nel caso asset side o unlevered) quei flussi monetari che residuano dopo aver effettuato gli investimenti in capitale circolante e attività fisse necessari per garantire il perdurare della medesima in condizioni di economicità

Cons

- Grado di **attendibilità delle previsioni** dei flussi di cassa attesi nell'orizzonte di previsione esplicita
- Determinazione del **costo medio ponderato del capitale** (es. beta (b), premio per il rischio di mercato, livello di indebitamento, ...)
- Stima del **Terminal Value**, in particolare per aziende nelle fasi iniziali del ciclo di vita (cd. "early stage"), caratterizzate da un elevato tasso di crescita attesa, il cui valore complessivo è in larga parte incluso nel Terminal Value stesso
- Potenziali **distorsioni** (es. azienda con elevati investimenti nell'orizzonte di previsione esplicita)
- Poco adatto nei **settori** ciclici e nelle start up (difficoltà di stimare il flusso di cassa di fine periodo)

Metodi di valutazione tecnica

I tassi di sconto (Wacc e K_e)

- Il costo medio ponderato del capitale è il tasso di rendimento minimo che l'azienda deve essere in grado di generare per soddisfare le attese dei propri finanziatori

$$WACC = K_e \times \frac{E}{D + E} + K_d \times (1-t) \times \frac{D}{D + E}$$

K_e = costo del capitale proprio

K_d = costo del capitale di debito

t = aliquota fiscale marginale dell'impresa oggetto di valutazione (es. Ires)

D = valore di mercato del debito

E = valore di mercato del capitale proprio

- Uno dei principali metodi di stima del K_e è il **Capital Asset Pricing Model (CAPM)**, che ipotizza che il costo opportunità del capitale proprio sia pari alla somma dei rendimenti delle attività prive di rischio e del rischio sistematico della società (beta) moltiplicato per il premio per il rischio di mercato

$$K_e = r_f + \beta \times (r_m - r_f) + ARP$$

r_f = tasso di rendimento delle attività prive di rischio (es. BTP 10 anni, Il Sole24Ore)

$(r_m - r_f)$ = premio per il rischio di mercato (ERP)

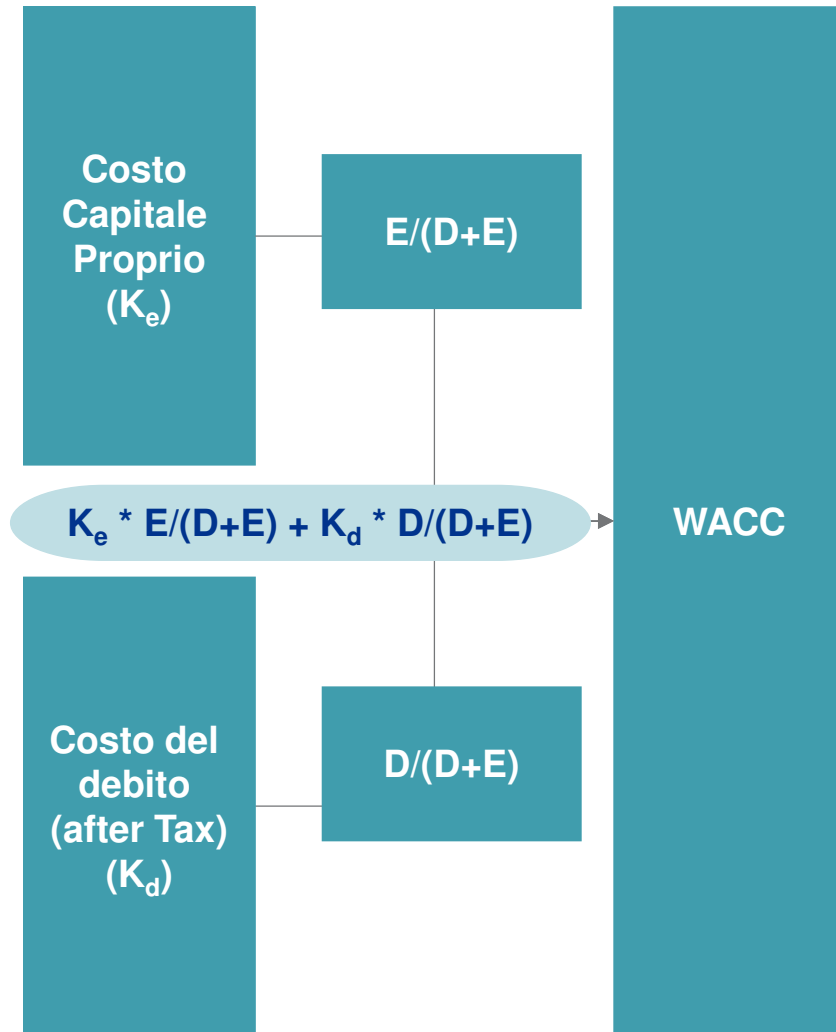
β = rischio sistematico (non diversificabile) della società (fonte: Bloomberg, Damodaran)

ARP = premio per il rischio addizionale (fonte: Ibbotson, Damodaran)

Metodi di valutazione tecnica

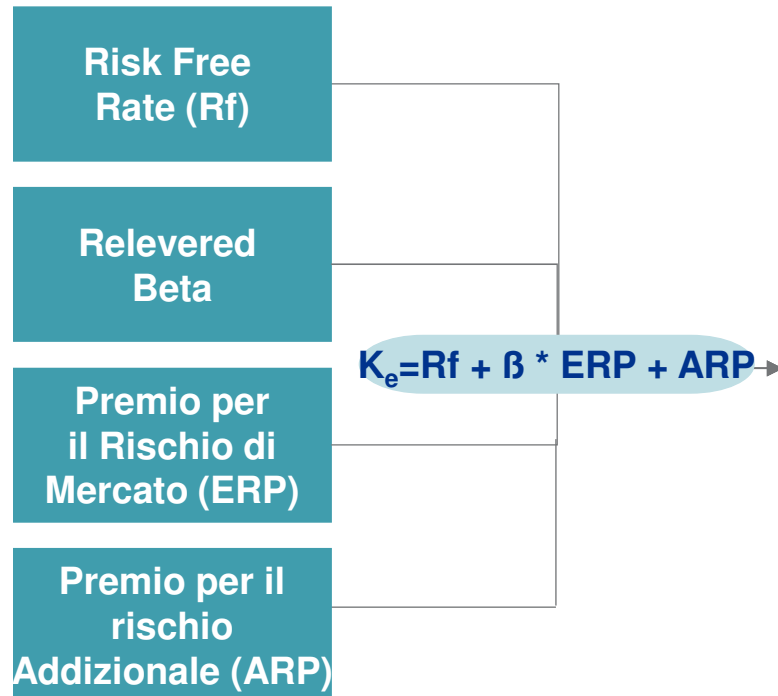
Che cosa è il WACC

- Il **costo medio ponderato del capitale**, o WACC (Weighted Average Cost of Capital), è inteso come il costo che l'azienda deve sostenere per raccogliere risorse finanziarie presso:
 - I fornitori di capitale proprio (soci)
 - I fornitori di capitale di debito (terzi finanziatori): costo del debito dopo le imposte
- Si tratta di una media ponderata tra il costo del capitale proprio (K_e) ed il costo del debito (K_d), con pesi rappresentati dai mezzi propri e dai debiti finanziari complessivi
- Per pesare il costo di utilizzo del **capitale proprio** (incidenza del capitale proprio sulle fonti di finanziamento):
 - livello target a lungo termine del valore di mercato dell'equity rispetto al valore di mercato della società = $E / (D + E)$ ricavabile da aziende quotate comparabili operanti nel settore di riferimento (fonte: Bloomberg)
- Per pesare il **costo del debito** (rapporto di indebitamento):
 - livello obiettivo a lungo termine dell'indebitamento netto rispetto al valore di mercato della società = $D / (D + E)$ (fonte: Bloomberg)



Metodi di valutazione tecnica

Costo del capitale proprio (K_e)

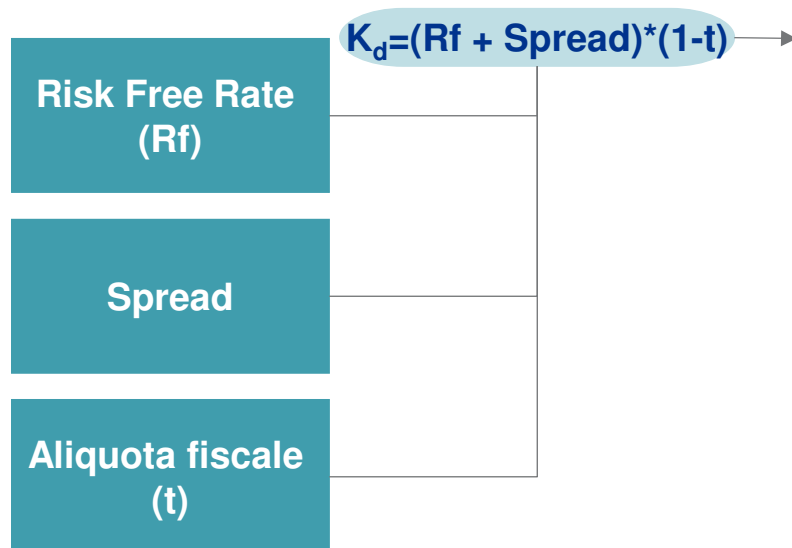


- Il costo del capitale proprio o capitale di rischio deriva dal modello CAPM (Capital Asset Pricing Model), in cui si afferma che il rendimento richiesto sul capitale è funzione di:
 - **Risk Free Rate** (R_f): ritorno che si otterrebbe quando si investe in strumenti di lungo termine considerati privo di rischio (spesso a 10 anni) quali i titoli di Stato
 - **Relevered Beta** (β): correlazione del rendimento azionario di una società, vale a dire il ritorno prezzo per azione, con il rendimento generale del mercato: il rischio di un settore o di una industria particolare rispetto al mercato nel suo complesso. Determinanti del Beta: settore di business, grado di leva operativa, grado di leva finanziaria. Il Beta viene rivelereggiato sulla base della struttura finanziaria di settore (Cfr. Allegati)
 - **Premio per il rischio di mercato** - Equity Risk Premium o Market Risk premium ($\beta * ERP$; $ERP = R_m - R_f$): Media del rendimento in eccesso (sopra il tasso risk free) che un investitore richiederebbe quando si investe in un indice azionario (ad esempio, S&P 500)
 - **Risk Premium Addizionale** (ARP): premio per rischi specifici aziendali, come il rischio di conseguire i risultati futuri previsti, l'ambito geografico / rischio politico / dipendenza da personale chiave / fornitori / clienti / dimensione

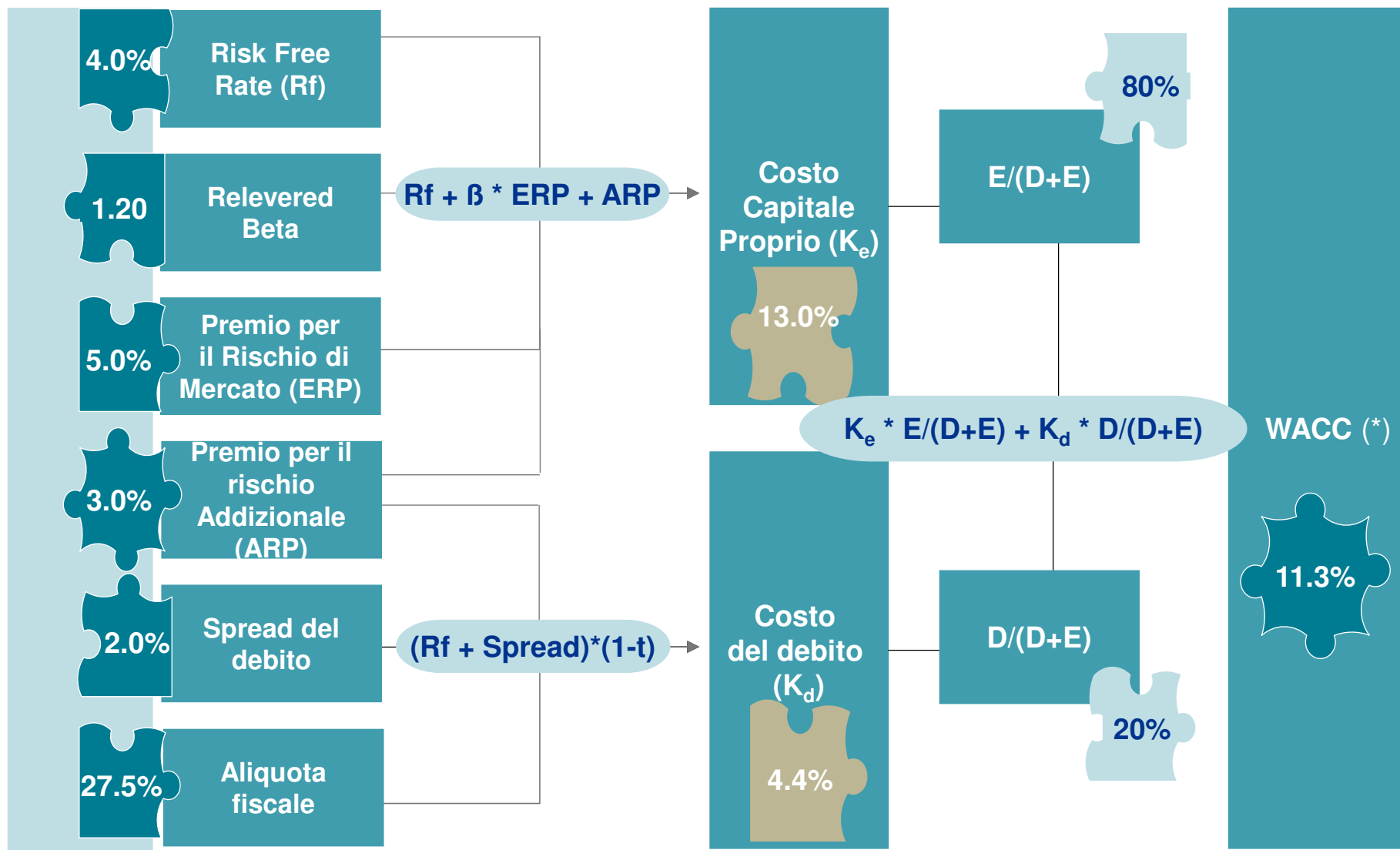
Metodi di valutazione tecnica

Costo del capitale di debito (K_d)

- Il costo del debito è il ritorno richiesto dai titolari di debito ed è funzione di:
 - Risk free rate (R_f): ritorno che si otterrebbe quando si investe in strumenti di lungo termine considerati privo di rischio (spesso a 10 anni) quali i titoli di Stato
 - **Spread**: è il costo che un'impresa sostiene per finanziare le proprie attività ricorrendo al capitale di terzi (prestiti obbligazionari, debiti bancari, etc.). Può essere anche stimato come somma del risk-free rate e il premio per il debito (premio per il rischio di default)
 - **Aliquota fiscale** (t): aliquota marginale dell'imposta sulle società (Ires). Il costo del debito al netto delle imposte (costi di interesse sono deducibili dalle tasse)



Metodi di valutazione tecnica I tassi di sconto (Wacc e K_e)



(*) Nel caso di aziende che operano in diverse aree geografiche il Wacc dovrebbe riflettere tale caratteristica attraverso una ponderazione del tasso stesso

Metodi di valutazione tecnica

Metodo reddituale

Il metodo reddituale **levered** individua il valore del capitale economico di un'azienda sulla base dei flussi di reddito netto che produrrà in futuro. Secondo tale metodologia, il valore del capitale economico di una società può essere calcolato secondo **tre diverse formulazioni** a seconda delle ipotesi effettuate in ordine al periodo di **manifestazione dei flussi** di reddito futuri:

Con durata illimitata della vita dell'azienda

$$W = \frac{R}{i}$$

Con orizzonte temporale limitato

$$W^{(*)} = \frac{R \times a_{n|i}}{i}$$

Illimitato: periodo esplicito + TV

$$W^{(*)} = R \times a_{n|i} + TV \times v^n$$

$$W = \frac{R}{1+i} + \frac{R}{(1+i)^2} + \dots + \frac{R}{(1+i)^n}$$

Dove:

W = Valore del capitale economico dell'azienda (Equity Value)

R = Reddito medio atteso "levered"

TV = Terminal Value (valore residuo)

i = Tasso di attualizzazione (K_e)

V^n = Fattore di attualizzazione $(1+K_e)^{-t}$

(*) Alternativamente, si può sostituire nelle formule al reddito medio atteso la serie dei redditi attesi anno per anno (per n anni)

Metodi di valutazione tecnica

Metodo reddituale

- Il metodo reddituale nella formula della **rendita perpetua** è la soluzione preferita in presenza di aziende sane, destinate quindi a rimanere in vita nel tempo
- Il metodo reddituale nella formula della **rendita annua limitata** nel tempo ben si adatta a casi specifici di produzione di redditi limitati nel tempo (es. concessione pubblica)
- Il metodo reddituale si può declinare secondo **due alternative**:
 - **reddituale semplice**. 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 senza che sia disponibile un piano economico finanziario)
 - **reddituale complesso**. 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 del periodo esplicito di previsione, poi stima un Valore Terminale (applicazione pressoché limitata alle aziende che elaborano piani e programmi di gestione di durata non superiori a 5 anni)

Metodi di valutazione tecnica

Metodo reddituale

- In ogni caso tale metodologia prevede un processo di **normalizzazione** del reddito depurandolo da :
 - componenti reddituali straordinarie e finanziarie (proventi ed oneri non ripetitivi)
 - proventi e costi estranei alla gestione caratteristica (es. gestione capitali accessori)
 - neutralizzazione delle politiche di bilancio (es. in caso di rivalutazione degli immobili devo rettificare gli ammortamenti)
 - 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
- Versione **Unlevered**:
 - Nella versione Unlevered i redditi sono rappresentati dall'Ebit al netto delle imposte (=Noplat) e come tasso di attualizzazione verrà utilizzato il Wacc

Metodi di valutazione tecnica
**Metodo reddituale –
Pros & Cons**

Pros

- Considera la dinamica prospettica di sviluppo dell'impresa
- E' applicabile anche in assenza di un piano economico-finanziario
- Tiene conto degli elementi rilevanti nella definizione del valore dell'azienda:
 - i flussi (in questo caso reddituali)
 - la loro distribuzione temporale
 - il rischio connesso al loro conseguimento

Cons

- I dati economici previsionali e la loro normalizzazione contiene inevitabilmente una componente soggettiva
- Nel caso della rendita perpetua si considera il reddito normalizzato solitamente solo dell'ultimo anno

Metodi di valutazione tecnica

Metodo patrimoniale

Il **metodo patrimoniale** determina il valore della società pari al suo patrimonio netto rettificato, inteso come somma del patrimonio netto contabile e delle rettifiche risultanti dalle differenze tra valore corrente degli elementi dell'attivo e del passivo ed i corrispondenti valori iscritti a bilancio (al netto dei relativi effetti fiscali potenziali)

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

Tale approccio risulta il più diffuso nella stima di quelle società per le quali gli elementi patrimoniali rappresentano i vettori principali nel processo di generazione del valore (tipicamente le finanziarie di partecipazione e le società immobiliari)

$$W = PN + R$$

Dove:

W = Valore del capitale economico dell'azienda (Equity Value)

PN = Patrimonio netto della società

R = Rettifiche a Fair Value (valori correnti di mercato)

Metodi di valutazione tecnica

Metodo patrimoniale

- Il metodo patrimoniale si può declinare secondo due alternative:
 - **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 cioè riferita ad ogni singolo elemento del patrimonio aziendale
 - **patrimoniale complesso.** 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 purché originino utilità nel tempo, siano trasferibili e misurabili
- 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

Metodi di valutazione tecnica

Metodo patrimoniale - Pros & Cons

Pros

- 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 **previsione e valutazione dei flussi** di reddito o di cassa; si riduce di conseguenza l'incertezza sul risultato del processo di valutazione

Cons

- Il valore dell'azienda è determinato sulla base del saldo algebrico tra attività e passività e quindi su **dati storici** (rivalutati), ponendo in secondo piano la capacità dell'azienda di generare nel futuro reddito o flussi di cassa
- 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

Secondo il metodo misto patrimoniale-reddituale il valore di un'azienda è pari alla somma dei seguenti elementi:

- Il patrimonio netto espresso a valori correnti
- Avviamento, inteso come valore attuale del “surplus” dei redditi che il capitale investito nell'azienda è in grado di generare rispetto al reddito normale medio atteso (goodwill) dagli investitori in capitale di rischio nel settore di riferimento (l'avviamento può essere negativo (badwill) nell'ipotesi di generazione di “sotto-redditi”)

$$W = K + a_{n|i'} (R - i K)$$

Dove:

W = valore del capitale economico dell'azienda (Equity Value)

K = valore del patrimonio netto rettificato, al netto dei beni non strumentali

R = reddito medio netto normalizzato

$a_{n|i'}$ = funzione di attualizzazione di una rendita posticipata della durata di n anni al tasso i'

i = tasso di rendimento sul capitale di rischio giudicato normale per il settore di appartenenza dell'azienda

i' = tasso di attualizzazione del sovra(sotto)-reddito aziendale

Metodi di valutazione tecnica

Metodo misto patrimoniale - reddituale

- Il metodo misto patrimoniale – reddituale risulta proficuamente utilizzato per società in cui la valenza patrimoniale rappresenta una componente solo parzialmente significativa rispetto al valore economico complessivo del capitale aziendale, che risulta correlato, nel breve-medio termine, alle potenzialità reddituali e finanziarie della Società
- Le potenzialità reddituali e finanziarie della società sono valorizzate nella prassi in un orizzonte temporale compreso tra 5 e 7 anni
- In pratica, il confronto tra redditività prospettica e redditività giudicata “soddisfacente” per l’azienda da valutare consente la quantificazione di un *goodwill (badwill)* da portare ad incremento (decremento) del patrimonio netto rettificato.

Pros & Cons

- I metodi misti, nati per risolvere le problematiche connesse all’applicazione dei metodi patrimoniali, da un lato, e reddituali, dall’altro, finiscono per “soffrire” dei limiti propri degli uni e degli altri:
 - risentono della soggettività e dell’incertezza tipica dei metodi reddituali
 - risentono della mancanza di razionalità e scientificità tipica dei metodi patrimoniali
- In particolare, la “**correzione reddituale**” (capacità della società oggetto di stima di generare profitti in misura tale da garantire la remunerazione del capitale investito) introdotta da tali metodi non è sufficiente a permettere l’apprezzamento della capacità da parte dell’azienda oggetto di valutazione di produrre stabilmente flussi di reddito a disposizione dei propri azionisti

Indice

- Premessa
- Metodi di valutazione tecnica
 - I metodi empirici
 - I metodi analitici
- **La valutazione negoziale (M&A)**

La valutazione negoziale (M&A)

Il processo di vendita

Possibili scenari di intervento

	Asta allargata	Processo competitivo controllato	Negoziazione diretta
Processo	▪ Selezione di un ampio numero di potenziali acquirenti	▪ Selezione di un numero limitato di potenziali acquirenti	▪ Identificazione e contatti con uno o due potenziali acquirenti
Competizione / Prezzo	✓✓✓	✓✓✓	✓
Probabilità di successo	✓✓✓	✓✓	✓
Rapidità del processo	✓✓	✓✓	✓
Riservatezza	✓	✓✓	✓✓✓
Coinvolgimento dell'azienda	✓✓	✓✓	✓

La valutazione negoziale (M&A)

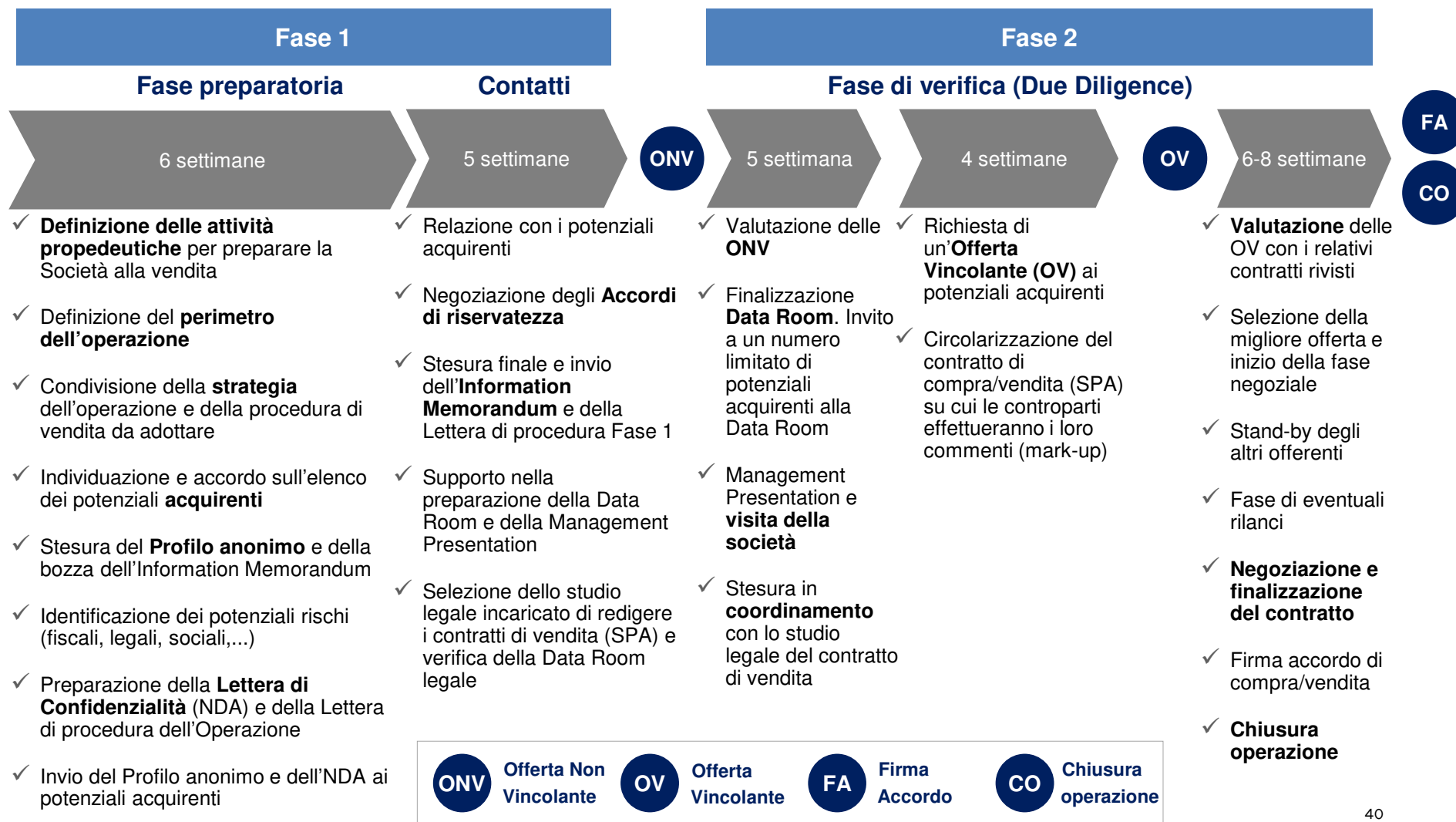
Il processo di vendita

	Vantaggi	Svantaggi	Applicabilità
Asta allargata (asta competitiva o altre forme di processo pubblico, es. 6 - 10 controparti)	<ul style="list-style-type: none"> Include tutti i potenziali acquirenti Competizione "totale" Riduce eventuali problemi di comunicazione sia verso il mercato che interni all'azienda 	<ul style="list-style-type: none"> Bassa flessibilità e controllo del processo Potenziali criticità per l'azienda dalla diffusione della notizia sul mercato Potenziale perdita di potere di negoziazione con le controparti 	<ul style="list-style-type: none"> Chiara volontà di cessione Difficoltà nell'individuazione del reale interesse degli acquirenti Difficoltà nel mantenimento della riservatezza dell'operazione / informazioni
Processo competitivo controllato (asta competitiva con 3 - 5 controparti)	<ul style="list-style-type: none"> Alta competizione Prezzo di mercato Buon controllo del processo Partecipazione di tutti i principali operatori del settore 	<ul style="list-style-type: none"> Mantenere la riservatezza dell'operazione risulta critico ma gestibile Possibilità che alcuni potenziali acquirenti agiscano come "raider" all'interno del processo 	<ul style="list-style-type: none"> Possibile incertezza sui reali interessi dei potenziali acquirenti Ricerca di un compromesso tra un alto grado di confidenzialità e un'alta probabilità di successo
Asta limitata "informale" (es. 2 - 3 controparti)	<ul style="list-style-type: none"> Alto livello di controllo sul processo e sul timing Competizione medio/alta Approccio focalizzato sui singoli bidders, anche attraverso un'analisi di mercato 	<ul style="list-style-type: none"> Possibile esclusione di alcuni potenziali acquirenti Possibile (parziale) difficoltà nel mantenere la riservatezza 	<ul style="list-style-type: none"> Numero limitato di potenziali acquirenti Azienda particolarmente "appetibile" Necessità di un approccio tecnico alla trattativa e/o di negoziazione approfondita
Negoziazione diretta (1 controparte)	<ul style="list-style-type: none"> Riservatezza Rapidità Flessibilità 	<ul style="list-style-type: none"> Nessuna competizione Rischio di non concludere l'operazione 	<ul style="list-style-type: none"> Singolo acquirente Venditore con un forte potere di negoziazione

La valutazione negoziale (M&A)

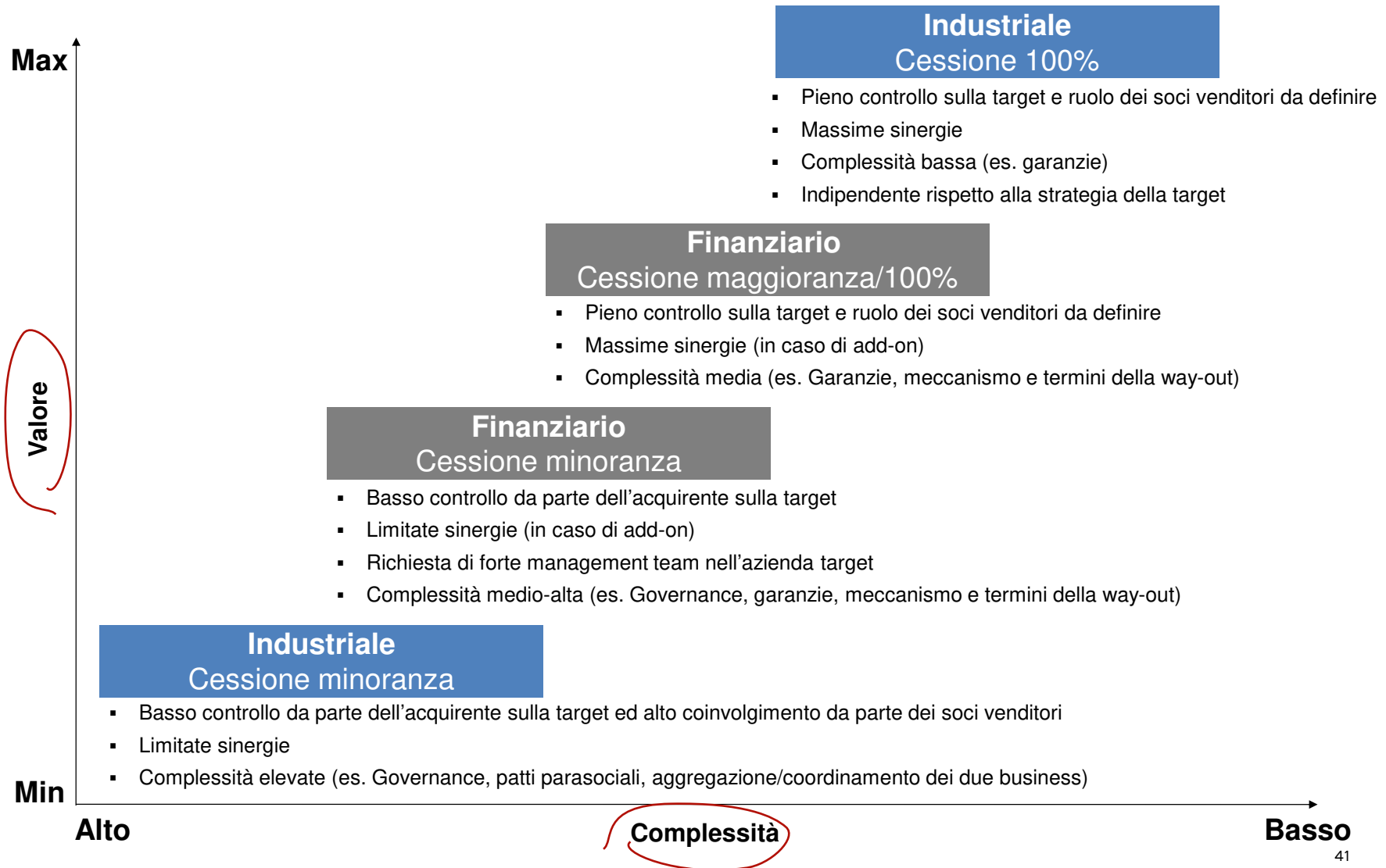
Schema di incarico in vendita

Tempistiche del progetto



La valutazione negoziale (M&A)

Potenziali investitori



La valutazione negoziale (M&A)

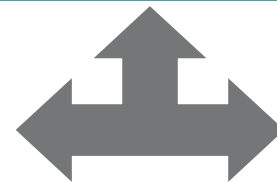
key issue

Elementi comuni

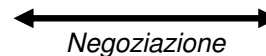
- Struttura del deal (es. maggioranza vs. minoranza; aumento di capitale vs. trade sale)
- Livello delle garanzie
- Corporate Governance (in caso di mantenimento di una quota da parte del Venditore)

Buy side

- Rendimento atteso (vs. rischio dell'operazione)
- Business case dell'operazione
- Valore potenziale (es. sinergie, upside di valore) del target
- Possibilità di exit
- Investimenti alternativi



Prezzo



Sell side

- Monetizzazione immediata vs. monetizzazione futura
- Necessità di vendere
- Ruolo/coinvolgimento da parte del venditore post-deal



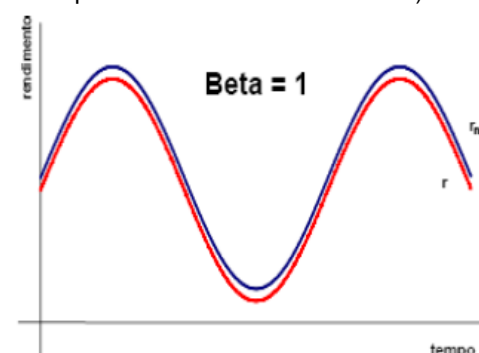
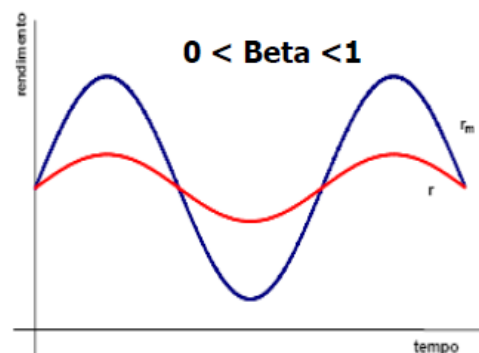
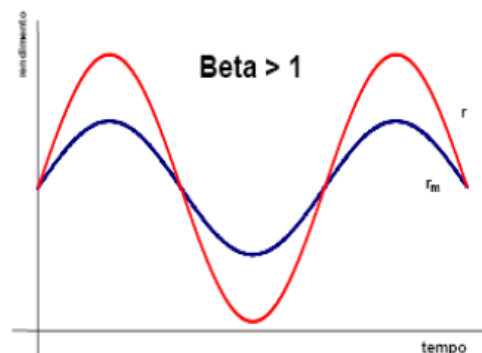
ALLEGATI

Allegati

Beta

Industry Name	Levered Beta	Market D/E Ratio	Tax Rate	Unlevered Beta
Advertising	1,43	126,3%	18,9%	0,71
Air Transport	1,15	78,2%	23,0%	0,72
Bank	0,71	91,5%	25,9%	0,42
Biotechnology	1,25	10,0%	3,6%	1,14
Computer Software/Svcs	1,22	7,8%	12,7%	1,14
Computers/Peripherals	1,29	18,4%	9,9%	1,11
Drug	1,16	14,5%	6,0%	1,02
Electronics	1,31	45,6%	11,9%	0,93
Entertainment	1,66	79,2%	17,2%	1,00
Food Processing	0,80	35,2%	21,7%	0,63
Internet	1,41	4,1%	7,5%	1,36
Machinery	1,39	55,8%	22,7%	0,97
Medical Supplies	1,17	13,3%	12,5%	1,05
Petroleum (Producing)	1,24	37,6%	14,0%	0,94
Publishing	1,24	137,1%	20,7%	0,59
Retail Store	1,01	30,3%	25,7%	0,82
Semiconductor	1,81	13,3%	10,5%	1,62
Telecom. Equipment	1,49	12,7%	12,1%	1,34
Telecom. Services	1,43	51,3%	15,9%	1,00
Grand Total	1,27	45,4%	15,4%	0,97

- **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)



Allegati

Posizione Finanziaria Netta (PFN)

- La PFN, individua l'**indebitamento finanziario netto** dell'impresa, ed esprime in maniera sintetica il saldo tra fonti ed investimenti di natura finanziaria.
- In particolare, la PFN è la differenza tra i debiti finanziari (verso istituti di credito, società finanziarie, obbligazionisti, prestito soci, società di leasing e di factoring, personale (TFR), crediti commerciali scaduti, ecc...) e le disponibilità liquide (cassa e banche, titoli e crediti finanziari a breve)

EBITDA (Margine Operativo Lordo)

- Il margine operativo lordo (MOL) è un **indicatore di redditività** che evidenzia il reddito di un'azienda basato solo sulla sua gestione operativa, quindi senza considerare le poste straordinarie (gestione straordinaria), gli interessi (gestione finanziaria), le imposte (gestione fiscale), il deprezzamento di beni e gli ammortamenti.
- Tale grandezza è particolarmente interessante per gli **analisti finanziari** in quanto permette di confrontare in maniera omogenea la redditività di diverse imprese non tenendo conto delle politiche finanziarie e di bilancio

IAS 17 (Leasing)

- Nel caso di adozione degli IAS/IFRS, l'Ebitda e la PFN dovranno essere opportunamente ricalcolati per neutralizzare dall'Ebitda l'ammontare dei canoni di leasing e per includere nella PFN il relativo debito residuo.

Allegati

- In alcuni casi, con particolare riferimento alla valutazione di aziende con differenti rami di business e/o con componenti di valore ulteriori rispetto al core business (e.g. perdite pregresse, asset non strumentali), si può utilizzare il metodo cd. “**somma delle parti**” (i.e. che prevede la somma dei valori delle diverse componenti costituenti il complesso aziendale, anche utilizzando diverse metodologie valutative in relazione a diversi asset)
- È controverso se valutare, alla stessa stregua degli elementi patrimoniali inerenti la gestione caratteristica dell’azienda, anche le voci riguardanti i cosiddetti **beni “accessori”** (o Surplus Assets o beni non strumentali), 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