



METODI DI STIMA DEL VALORE ECONOMICO DELLE AZIENDE

Filippo Riccardi

Perugia, 16.04.2015



IL CONCETTO DI VALORE



Perché parlare di valore

- Operazioni straordinarie; Fusioni, Acquisizioni, Quotazioni, Private equity.
- Gestione ordinaria: Autodiagnosi, Informazione ai mercati; Management fee

La valutazione è una questione di metro di misura

“IF YOU HAVE ONE CLOCK, YOU KNOW WHAT TIME IT IS.

IF YOU HAVE TWO CLOCKS DON'T KNOW WHAT TIME IT IS.

IF YOU HAVE TEN CLOCKS YOU KNOW HOW HARD IT IS TO TELL TIME.

THAT'S WHAT SCIENCE IS ALL ABOUT”

Sociologist John Gagnon



Il concetto di valore

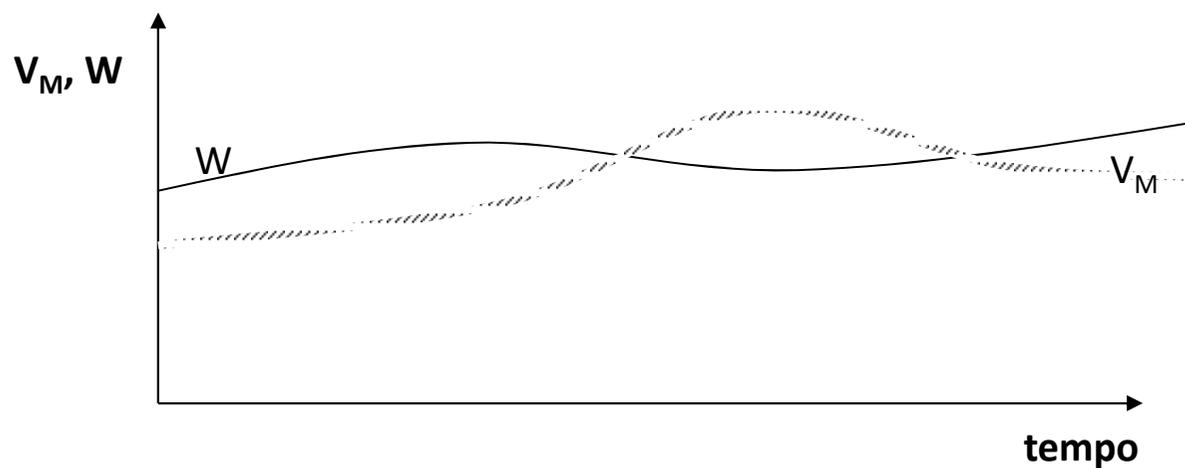
Il valore in teoria economica è stato ampiamente esplorato, nella consapevolezza concettuale che il **valore** e **prezzo** non sono sinonimi

Valore e prezzo

- il valore ci esprime **l'utilità del bene**, cioè il corrispettivo in denaro che il titolare dovrebbe ricevere per l'utilità della quale **si priva vendendo l'azienda**.
- ha perciò un contenuto **oggettivo intimamente** legato all'impresa e non influenzato dalla posizione **soggettiva** del socio

Valore e prezzo

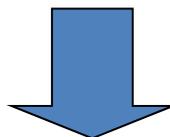
IL PREZZO E' IL RISULTATO DELLE CONTRATTAZIONE



Il prezzo è influenzato da numerosi fattori: debolezza e forza relativa del compratore; informazioni disponibili; dinamiche macroeconomiche.

Il concetto di valore

Il valore, non si riferisce allo stock di ricchezza accumulata, ma alla capacità dell'impresa di generare flussi di utilità nel futuro.



Il ruolo dei metodi patrimoniali è limitato a casi eccezionali: le società immobiliari o le imprese non in grado di esprimere una redditività prospettica quantificabile (ad es: le imprese biotecnologiche in fase di start-up).



LE METODOLOGIE DI CALCOLO DEL VALORE

Principali metodi di calcolo

- METODI PATRIMONIALI: l'azienda è valutata in base al patrimonio
- METODI REDDITUALI: l'azienda è valutata in base al reddito che genera
- METODI FINANZIARI: l'azienda è valutata in base ai flussi di cassa che produce
- METODI MISTI: l'azienda è valutata in base al patrimonio ed al reddito che genera
- METODI EMPIRICI: l'azienda è valutata in base a uno o più indicatori puntuali

I requisiti delle metodologie di determinazione del valore del Capitale Economico

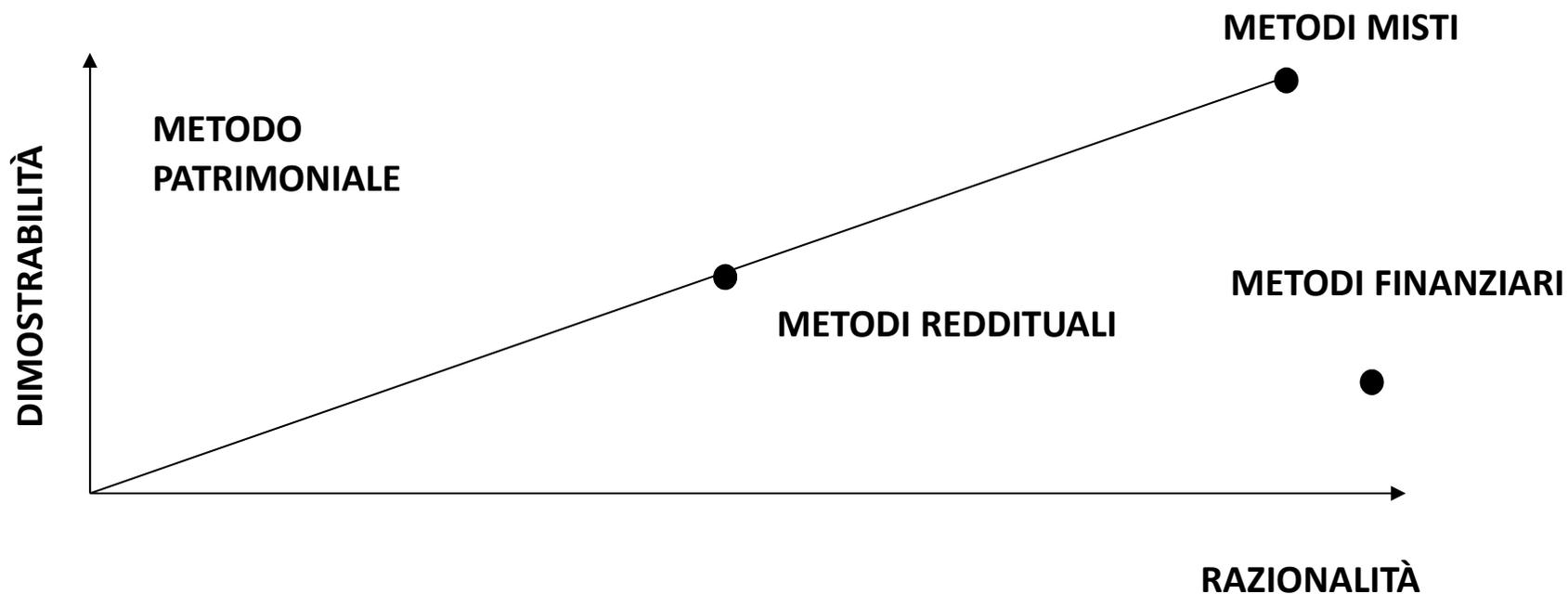
RAZIONALITÀ: deve derivare da un processo logico chiaro e convincente

DIMOSTRABILITÀ: i valori attribuiti alle variabili che entrano nelle formule devono emergere da dati controllabili

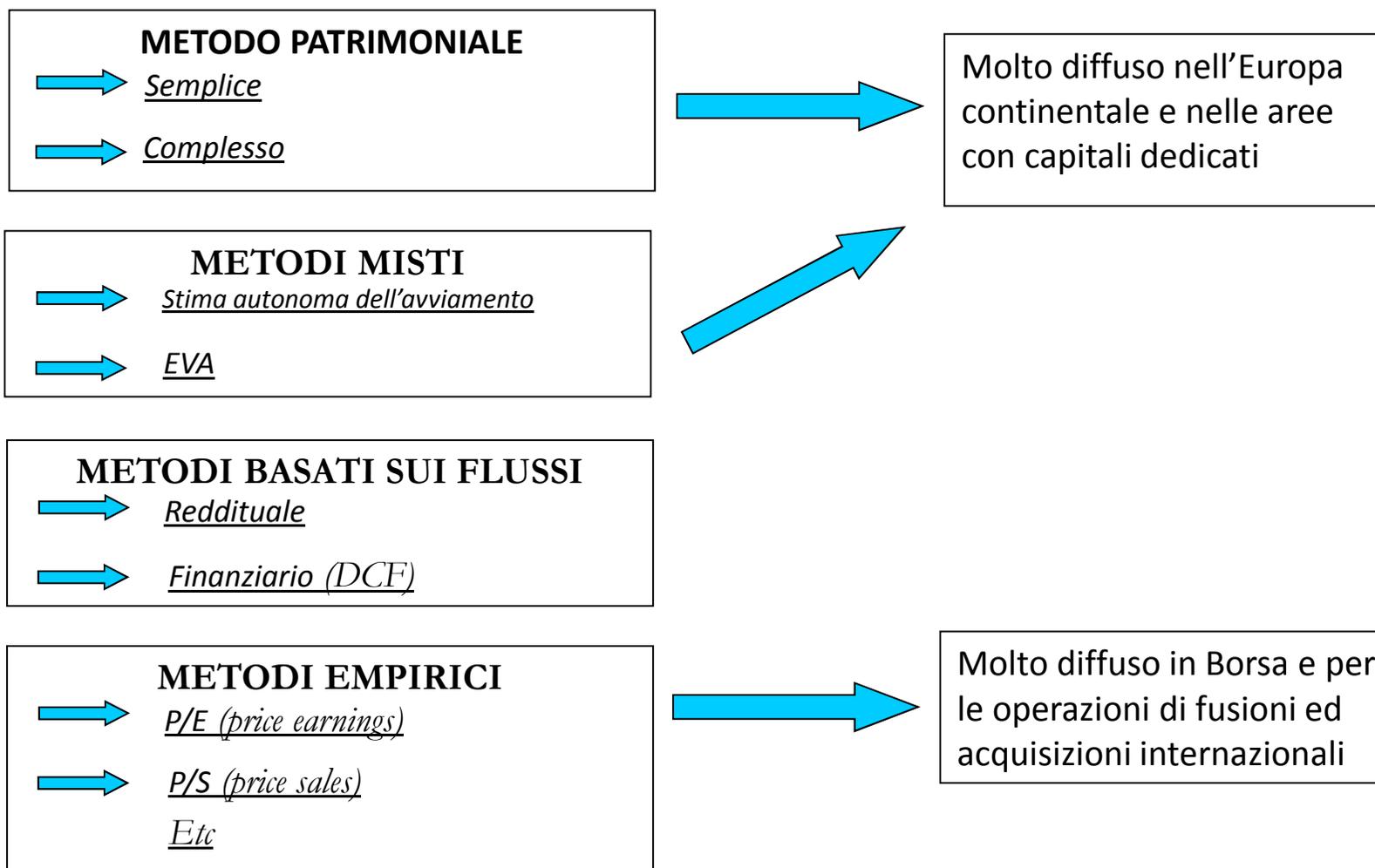
OGGETTIVITÀ: deve escludere l'influsso disturbatore di chi conduce la stima

STABILITÀ: non deve subire variazioni continue per fatti contingenti o per mutamenti di opinione

Posizionamento delle metodologie valutative in base ai parametri della razionalità e della dimostrabilità



Quadro delle metodologie tradizionali





I METODI PATRIMONIALI



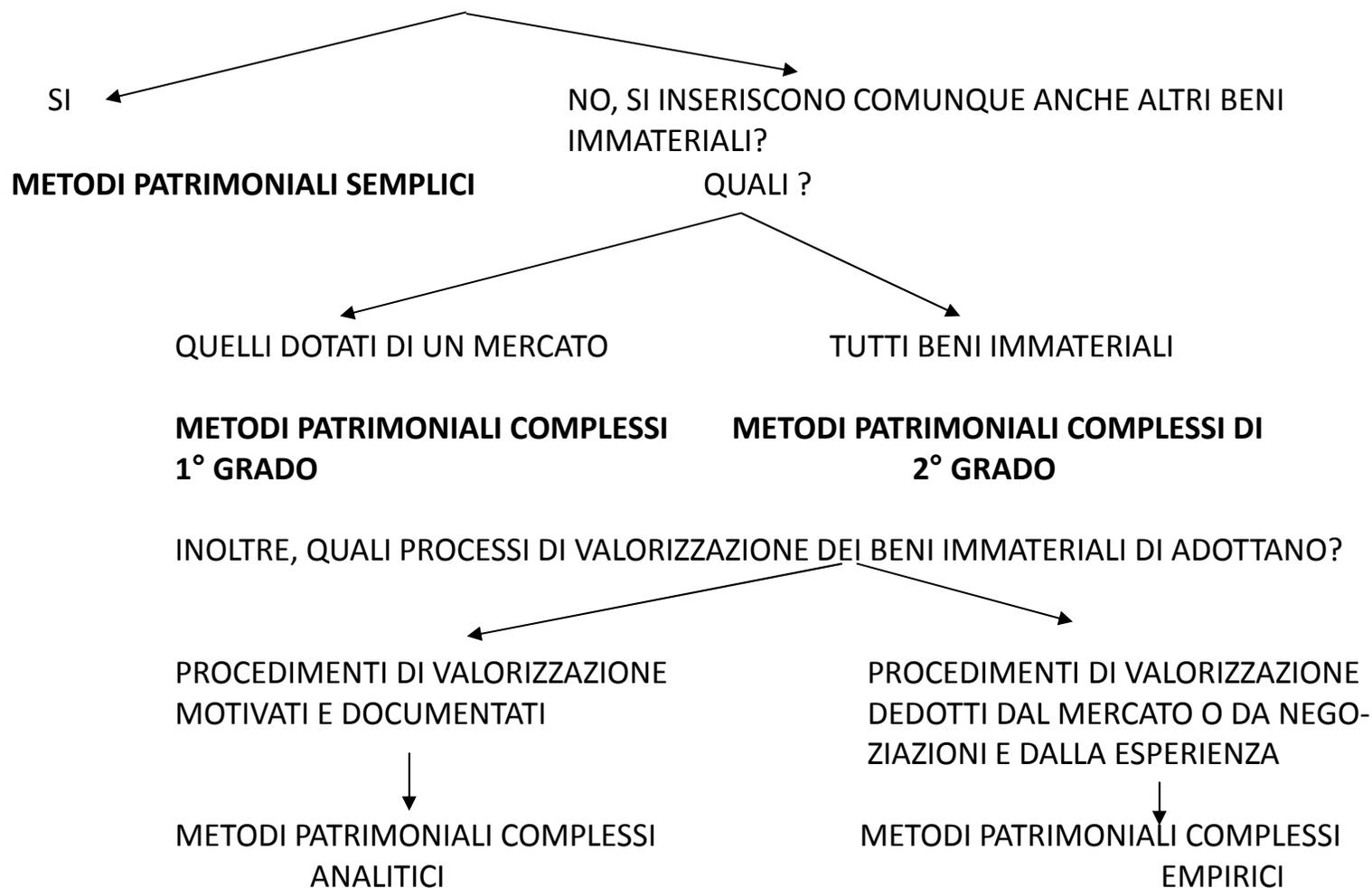
Metodo Patrimoniale

Il valore dell'unità aziendale è pari al capitale netto contabile, rettificato per tenere conto della reale consistenza degli elementi attivi e dei valori correnti a cui riferire le attività non monetarie

$$W_a = K = (\text{Capitale netto rettificato})$$

Classificazione dei metodi patrimoniali

NELLA VALUTAZIONE PATRIMONIALE SI CONSIDERANO SOLO I BENI MATERIALI ED IMMATERIALI PER I QUALI È CONSENTITA L'ISCRIZIONE AL BILANCIO?





Principali aspetti di una valutazione patrimoniale

Individuazione delle plusvalenze/minusvalenze relative agli elementi dell'attivo:

- titoli negoziabili
- immobili civili
- immobilizzi finanziari
- immobilizzi tecnici
- rimanenze di magazzino
- crediti commerciali
- adeguamento dei fondo rischio e dei fondi spese future (anche per tenere conto degli oneri fiscali potenziali)
- stima degli elementi immateriali dotati di valore autonomo (marchi, tecnologie, know-how di ricerca, rete di vendita, etc.)

Problemi:

- verifica della plausibilità del valore ottenuto nell'ottica di un potenziale investitore

Possibili carenze:

- i valori patrimoniali hanno sempre bisogno di una verifica reddituale

PATRIMONIO NETTO CONTABILE +/- RETTIFICHE = PATRIMONIO NETTO RETTIFICATO

LE VARIE FASI:

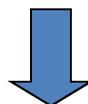
FASE 1: ESAME SITUAZIONE CONTABILE, PER PERVENIRE ALLA QUANTIFICAZIONE DEL PATRIMONIO NETTO CONTABILE (crediti secondo il criterio di esigibilità, magazzino verifica di valori, ratei e risconti)



FASE 2: ESAME SINGOLE VOCI RIESPRESSE A VALORI CORRENTI DI SOSTITUZIONE, CON L'INDIVIDUAZIONE DI RETTIFICHE IN AUMENTO O IN DIMINUZIONE



FASE 3: ESAME DEL COMPLESSO AZIENDALE, INSERIMENTO DEI VALORI IMMATERIALI (compreso l'avviamento)



FASE 4: EVENTUALE STRALCIO DELLE ATTIVITA' E PASSIVITA' NON CEDUTE.



COME RICORDATO I METODI PATRIMONIALI SI DISTINGUONO IN BASE ALL'INSERIMENTO O MENO NELL'ATTIVO DEI BENI IMMATERIALI.

METODOLI PATRIMONIALI SEMPLICI:

NON SI CONSIDERANO GLI INTANGIBLE ASSETS

METODI PATRIMONIALI COMPLESSI:

SI CONSIDERANO SOLO GLI INTANGIBLE ASSETS CEDIBILI SEPARATAMENTE RISPETTO AL COMPLESSO AZIENDALE.

1° GRADO: BENI IMMATERIALI DOTATI DI MERCATO

2° GRADO: TUTTI I BENI IMMATERIALI IDENTIFICABILI, MISURABILI, UTILI E TRASFERIBILI



I METODI REDDITUALI



Il metodo patrimoniale semplice

Il metodo patrimoniale semplice

LA FORMULA DI VALUTAZIONE E' RIVOLTA AL FUTURO E SI RISOLVE NEL CASO DI UNA RENDITA PERPETUA

$$W_a = R / i$$

R = REDDITO MEDIO PROSPETTICO

i = TASSO DI CAPITALIZZAZIONE RIFERITO AD INVESTIMENTI SIMILARI E A PARITA' DI RISCHIO

Metodo reddituale

FORMULE DI VALUTAZIONE: $W = \frac{R}{i}$

PROBLEMI

- ORIZZONTE TEMPORALE DA ASSUMERE
 - Periodo durante il quale si ritiene di poter ipotizzare il mantenimento della redditività prospettica stimata senza sostanziali interventi innovativi
- PROBLEMI DI EQUILIBRIO FRA IPOTESI RELATIVA ALLA DURATA, AI COSTI DI RILEVANZA STRATEGICA, AL VALORE FINALE DI RESIDUO
- STIMA DELLA CAPACITA' DI REDDITO (COERENZA TRA I VARI ELEMENTI DELLA FORMULA)
- REDDITO PROSPETTICO MEDIO (CON RIFERIMENTO AL TEMPO, ALLE CONDIZIONI DI COMPUTO, ALLA VARIABILITA' CASUALE) DISTRIBUIBILE A TITOLO DI REMUNERAZIONE DEL CAPITALE INVESTITO
- ANALISI DEGLI EFFETTI DELL'INFLAZIONE

Reddito medio prospettico

E' IL REDDITO NORMALE (depurato dalle componenti straordinarie non ripetibili e comunque estranee alla gestione) E MEDIO CHE L'AZIENDA E' STABILMENTE IN GRADO DI PRODURRE.

QUINDI OCCORRE:

ELIMINARE GLI EFFETTI PARTICOLARI DI POLITICHE DI BILANCIO (ammortamenti, compensi amministratori e titolari, etc.)

RILEVARE GLI EVENTI STRAORDINARI E NON RIPETIBILI: SOPRAVVENIENZE ATTIVE E PASSIVE, SITUAZIONI ECCEZIONALI SOTTO IL PROFILO FISCALE.

Tasso di attualizzazione

QUALORA IL TASSO DI ATTUALIZZAZIONE SIA CMPC SENZA DEBITO (K_e) SI CALCOLERA' IL REDDITO NORMALE PRIMA DEGLI ONERI FINANZIARI E DOPO LE TASSE.

NEL CASO IN CUI IL COSTO DEL CAPITALE SIA PONDERATO CON IL DEBITO (WACC) SI DOVRA' PRENDERE A RIFERIMENTO IL REDDITO AL NETTO DEGLI ONERI FINANZIARI E DELLE TASSE.



La redditività netta: EVA[®]



EVA® : Economic Value Added

EVA® è un indicatore utilizzato sia per la misurazione del valore espresso da singoli investimenti che per il calcolo del valore di un'intera impresa. **Caratteristica peculiare di EVA è che tiene in considerazione sia del rendimento degli investimenti (impieghi) che del costo del capitale (fonti).**

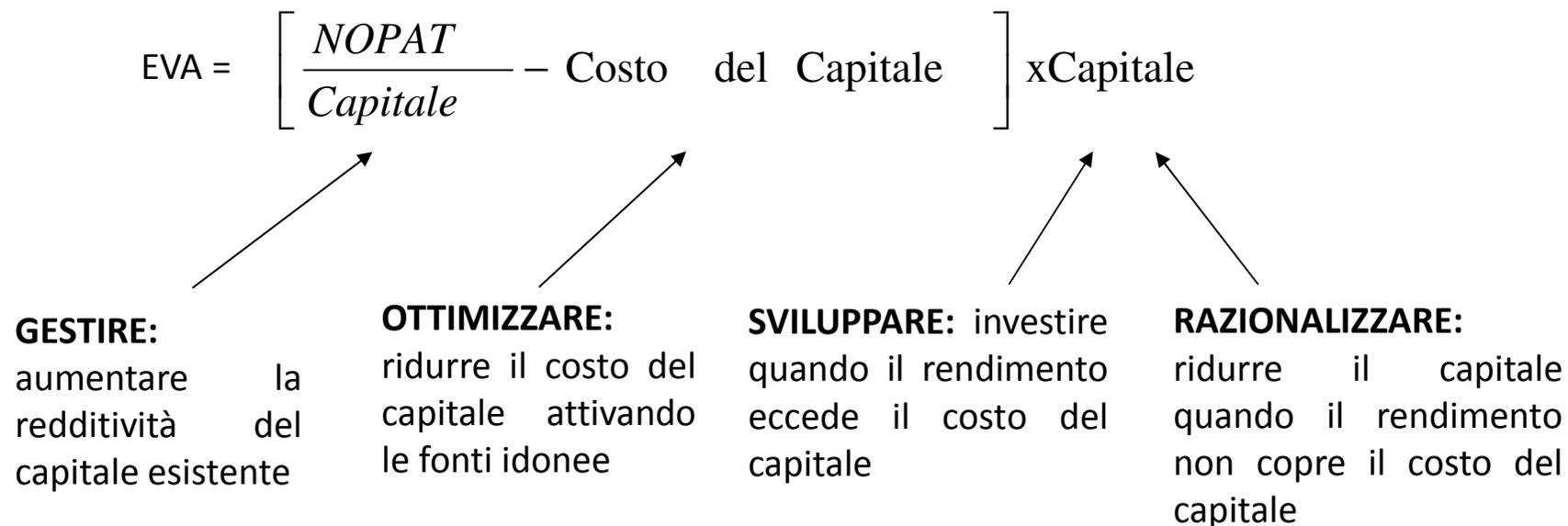
$$\text{EVA}^{\circledR} = \underbrace{\text{NOPAT}}_{\text{ROIC x CAPITALE INVESTITO}} - (\text{WACC} \times \text{CAPITALE INVESTITO})$$

$$\text{EVA}^{\circledR} = (\text{ROIC} - \text{WACC}) \times \text{CAPITALE INVESTITO}$$

Quando si crea valore?

EVA > 0	➔	ROIC > WACC	L'impresa crea Valore
EVA = 0	➔	ROIC = WACC	L'impresa non crea né distrugge Valore
EVA < 0	➔	ROIC < WACC	L'impresa distrugge Valore

EVA : Come influenzarlo





METODI MISTI PATRIMONIALI REDDITUALI



Metodo del valore medio

$$K = \frac{1}{2} + \left(K + \frac{R}{i}\right)$$

$$W = K + \frac{1}{2} \left(\frac{R}{i} - K\right)$$

INAPPLICABILE NEL CASO DI BADWILL



Metodi misti

STIMA AUTONOMA DEL VALORE DI AVVIAMENTO (POSITIVO O NEGATIVO)

$$W = K + \frac{R - iK}{i}$$

Con iK = rendimento ordinario del capitale

R = redditività

$R - iK$ = extra rendimento

Attualizzato all'infinito

$$W = K + (R - iK) \frac{a}{i}$$

Si usa prevalentemente questa formula per un arco temporale da 3 a 8 anni

Con iK = rendimento ordinario del capitale

R = redditività

$R - iK$ = extra rendimento

Attualizzato per n anni

Metodo misto con stima autonoma dell'avviamento

IL METODO DI PROPONE DI STIMARE AUTONOMAMENTE L'AVVIAMENTO POSITIVO (GOODWILL) O NEGATIVO (BADWILL)

Metodo della capitalizzazione limitata del profitto medio

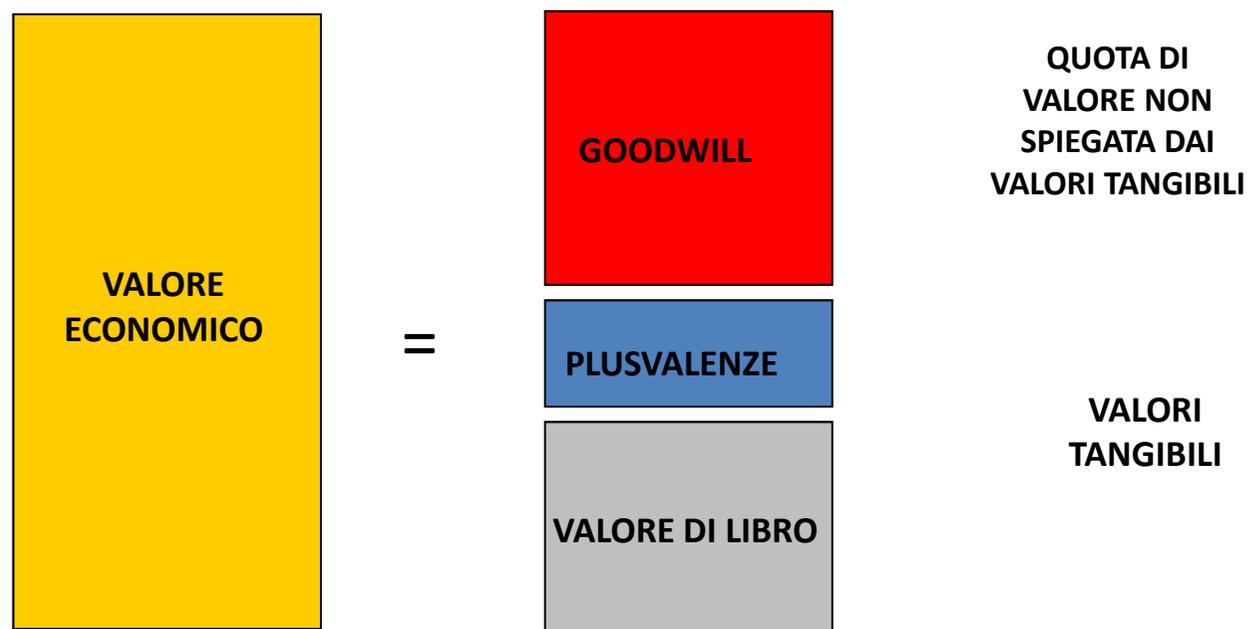
- $A = \text{AVVIAMENTO} = (R - K * i_{norm}) a_n \neg i'$
- $W = K + A$
- $K = \text{CAPITALE NETTO RETTIFICATO}$
- $R = \text{REDDITO MEDIO NORMALE ATTESO}$
- $N = \text{NUMERO DEFINITO DI ANNI}$
- $i_{norm} = \text{TASSO RITENUTO NORMALE PER L'AZIENDA E PER IL SETTORE}$
- $i' = \text{TASSO DI ATTUALIZZAZIONE DEL SOVRAREDDITO (E' DA CONSIDERARSI COME PURO E SEMPLICE IMPEGNO FINANZIARIO)}$

Metodo della capitalizzazione illimitata del profitto medio

- $A = (R - i_{ram} K)/i$

Il concetto dell'avviamento

L'AVVIAMENTO (GOODWILL) NON E' DEFINIBILE AUTONOMAMENTE, MA E' LA DIFFERENZA TRA VALORE E BOOK VALUE INCREMENTATO DELLE PLUSVALENZE SUI VALORI TANGIBILI ED INTANGIBILI





METODI FINANZIARI

Il concetto di valore

Il valore, non si riferisce allo stock di ricchezza accumulata, ma alla capacità dell'impresa di generare flussi di utilità nel futuro.

Per questo motivo Il ruolo dei metodi patrimoniali è limitato a casi eccezionali: le società immobiliari o le imprese non in grado di esprimere una redditività prospettica quantificabile (ad es: le imprese biotecnologiche in fase di start-up).

Quali flussi: due tesi

- **Flussi di cassa:** l'investitore razionale ragiona in termini di cassa. Ha investito denaro e si attende denaro. Non è interessato a grandezze contabili tra l'altro di difficile determinazione.
- **Flussi di reddito:** un flusso di cassa può nascondere una perdita economica e nel lungo termine cassa e reddito tendono a coincidere.

Cash is king : Il reddito senza cassa non ha valore

I flussi di cassa futuri debbono essere attualizzati per tenere conto di due fattori:

- il trascorre del tempo;
- il rischio.



**Il tasso di attualizzazione:
la onerosità delle fonti e il CMPC**

Il tasso di attualizzazione è il costo del capitale

- Tiene conto del mancato guadagno che l'investitore subisce con il trascorrere del tempo (ad es.: rendimento titoli di Stato);
- Tiene conto del rischio corso.

Il concetto di rischio

- Rischio generico del mercato per investimenti simili;
- Rischio specifico di settore;
- Rischio dell'investimento per le sue specifiche caratteristiche (ad es.: Ciclo di vita del prodotto o dell'impresa, tasso di indebitamento e management).

Il costo del debito:

- misura il costo che l'impresa sostiene per ottenere capitale di debito.
- È calcolato come somma tra il costo del debito privo di rischio e un importo che "conta" il rischio di insolvenza.

La formula è la seguente: $K_d = R_f + \text{spread}$

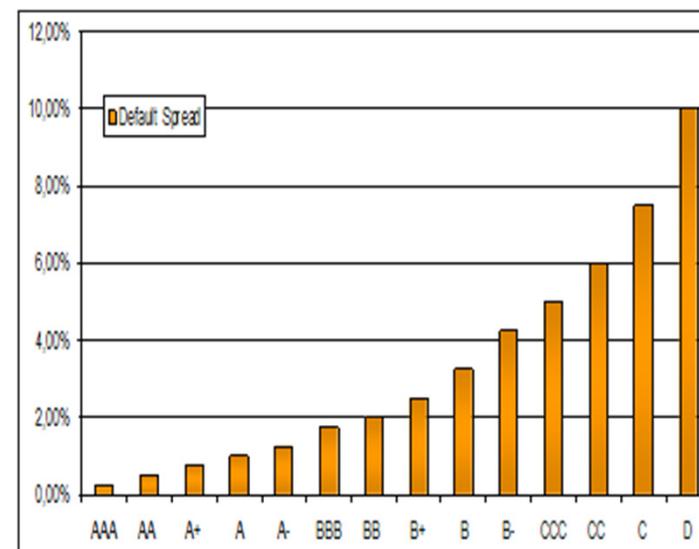
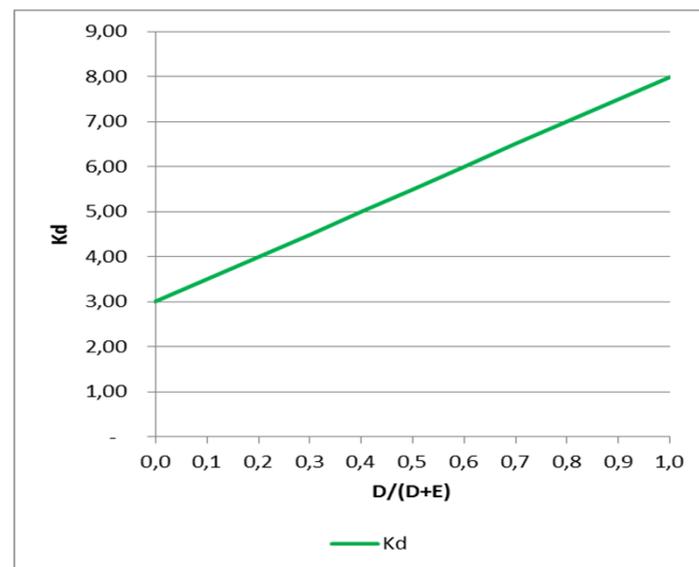
Con:

- **R_f** = rendimento titoli senza rischio
- **Spread** = differenziale applicato per il rischio di insolvenza.

NOTA: Basilea 2

Lo **spread** aumenta con il rischio di insolvenza.

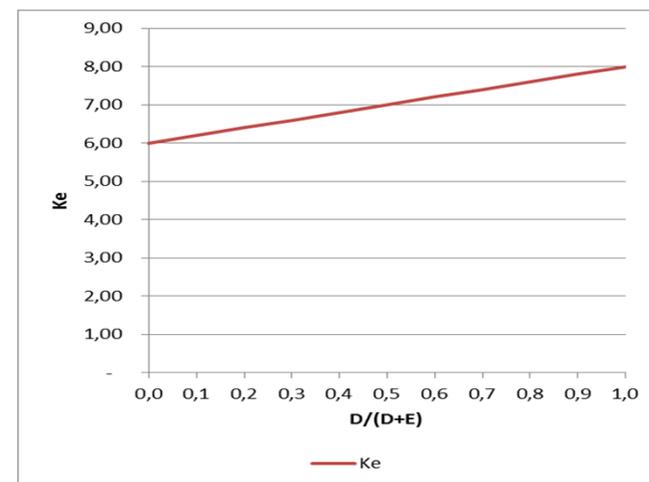
- La rischiosità aziendale aumenta con l'aumentare del livello di indebitamento.
- Più aumenta il rapporto $D/(D+E)$, più aumenta il rischio, più aumenta K_d .
- In pratica l'aumento del rapporto di indebitamento, anche attraverso la riduzione dell'indice di copertura degli oneri finanziari, segnala una maggiore rischiosità dell'impresa.



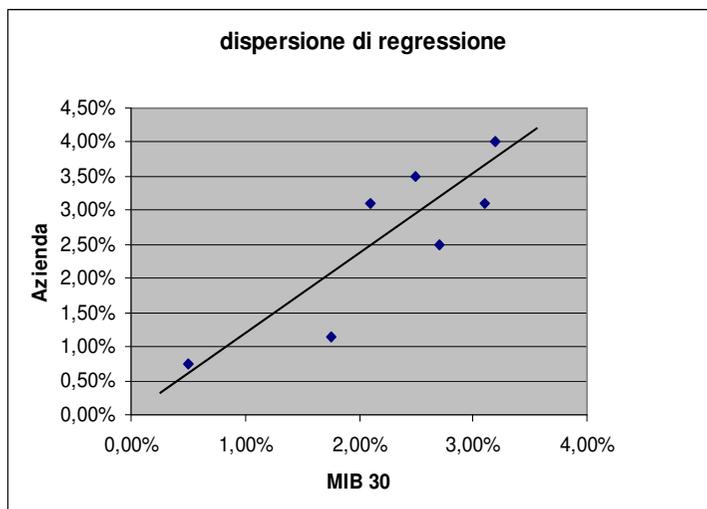
Il costo del capitale proprio può essere espresso dalla seguente formula:

$$K_e = R_f + \beta (R_m - R_f)$$

- **R_f** = rendimento titoli senza rischio
- **R_m** = rendimento generico del mercato
- **R_m - R_f** = premio al rischio ossia l'extrarendimento (rispetto a titoli privi di rischio) richiesto dal mercato. Vi sono dati storici relativi al premio al rischio che possono usarsi a base dell'analisi.
- **β** = correttivo per tenere conto del rischio specifico del settore e dell'impresa.



Il β esprime la rischiosità dell'impresa rispetto al mercato. Può essere > = < 1 e si può calcolare in vari modi. Uno particolarmente utile è quello di derivare il β dai dati storici di mercato (regression β), confrontando il rendimento dell'impresa rispetto al rendimento del mercato (che ha β =1).



Ne deriva una equazione la cui formula è: $R_j = a + b R_m$

con

R_j = rendimento della società

R_m = rendimento del mercato

a = intercetta della retta di regressione

b = **β = covarianza**

La pendenza della retta, che corrisponde alla varianza, rappresenta la rischiosità della specifica azienda: maggiore è la variabilità dei risultati aziendali (in + e in -), maggiore è la sua rischiosità. Maggiore è la rischiosità, maggiore è il β e, di conseguenza, il K_e .

Si rileva che, in questa maniera, si è calcolato il β dell'impresa DATO un determinato livello di indebitamento (struttura finanziaria).

Si tengano presenti le formule di **Kd** e **Ke**:

$$Kd = Rf + \text{spread}$$

$$Ke = Rf + \beta (Rm - Rf)$$

Dove:

E = quantità di equity

D = quantità di debito

Ke= costo del capitale proprio

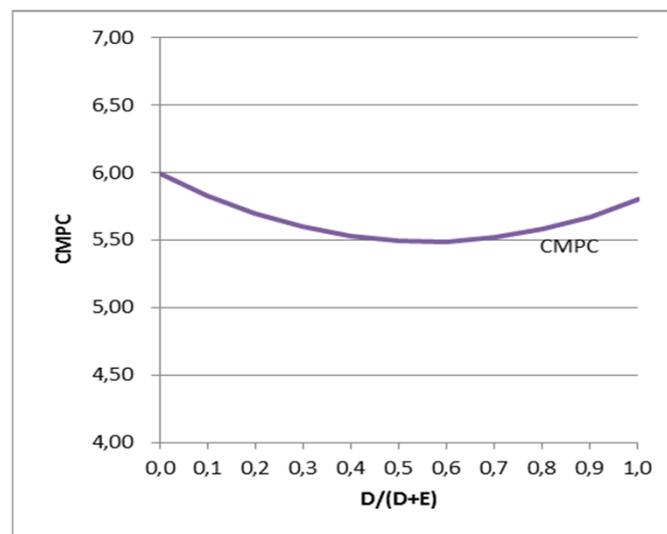
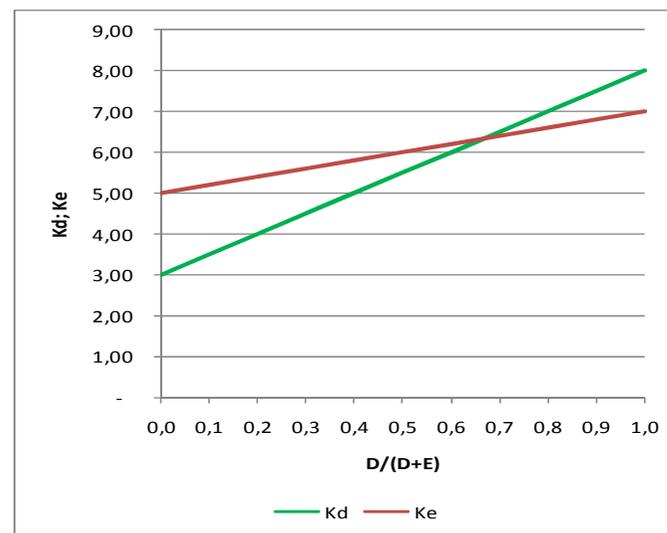
Kd= costo del debito

t = aliquota d'imposta

Si richiami il fatto che Kd e Ke variano al variare del tasso di indebitamento.

Il CMPC è la media del costo delle fonti, ponderata sulla loro quantità relativa

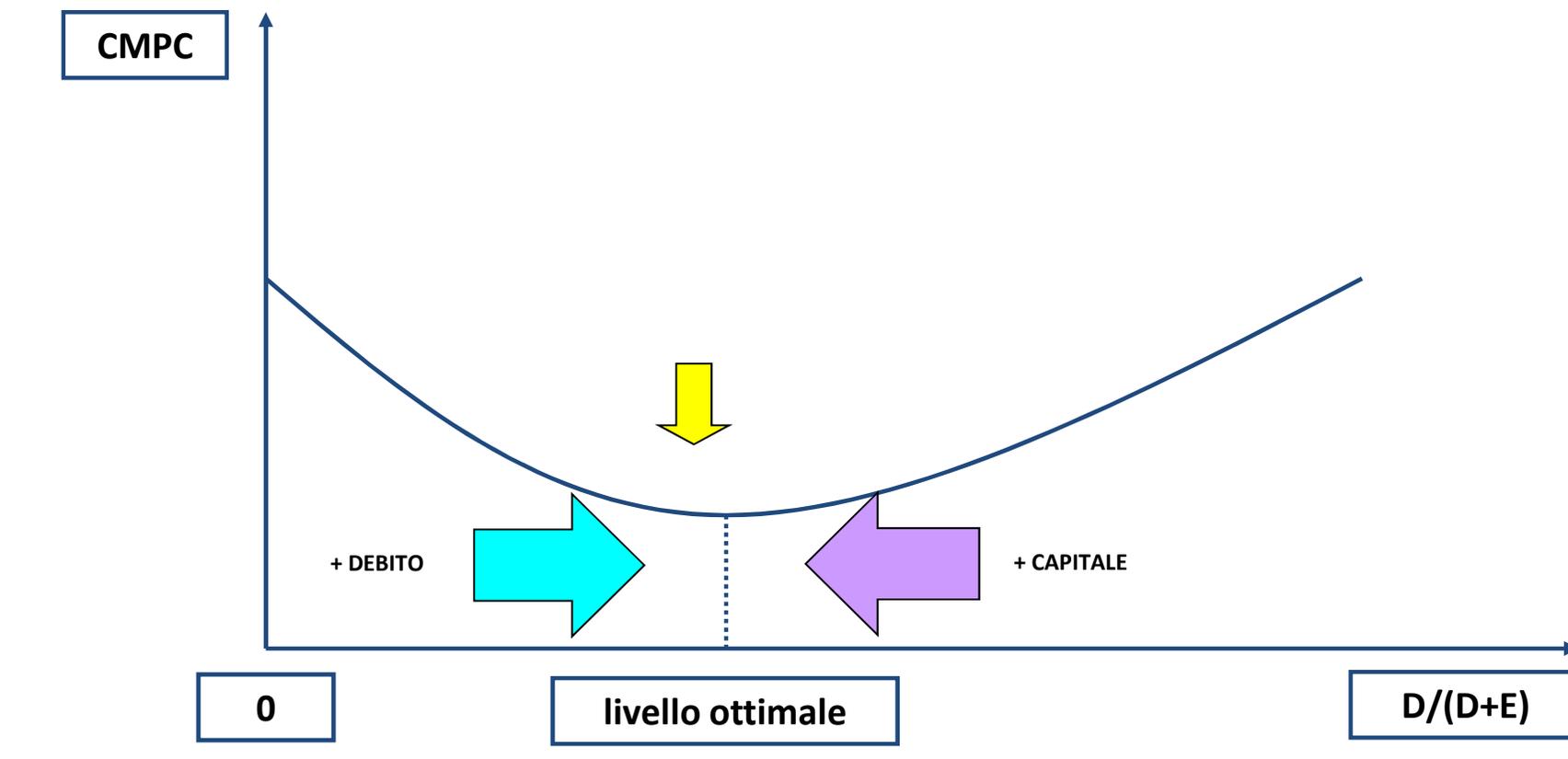
$$CMPC = (E/(D+E)) Ke + (D/(D+E)) Kd (1-t)$$



Il costo medio ponderato del capitale (CMPC o WACC)

E' la media del costo delle fonti, ponderata sulla loro quantità relativa

$$\text{CMPC} = (E/(D+E)) K_e + (D/(D+E)) K_d (1-t)$$





**Le utilità da attualizzare:
i flussi di cassa**



Torniamo ai flussi

DEBBONO ESSERE QUELLI EFFETTIVAMENTE GENERATI DALLA GESTIONE CIOE':

- A) FLUSSO DI CASSA OPERATIVO NETTO ANNUO;
- B) IL VALORE TERMINALE DELL'AZIENDA AL TERMINE DEL PERIODO DI VALUTAZIONE, IL TERMINAL VALUE.

Il flusso annuale:

RISULTATO OPERATIVO (EBIT)
- IMPOSTE SUL RISULTATO OPERATIVO
= UTILE OPERATIVO NETTO (NOPAT)
+ AMMORTAMENTI
+ ACCANTONAMENTI
+/- VARIAZIONI DEL CAPITALE CIRCOLANTE
+/- VARIAZIONI CAPITALE FISSO
= FLUSSO DI CASSA OPERATIVO NETTO (FCFF)



**La formula:
l'enterprise value**

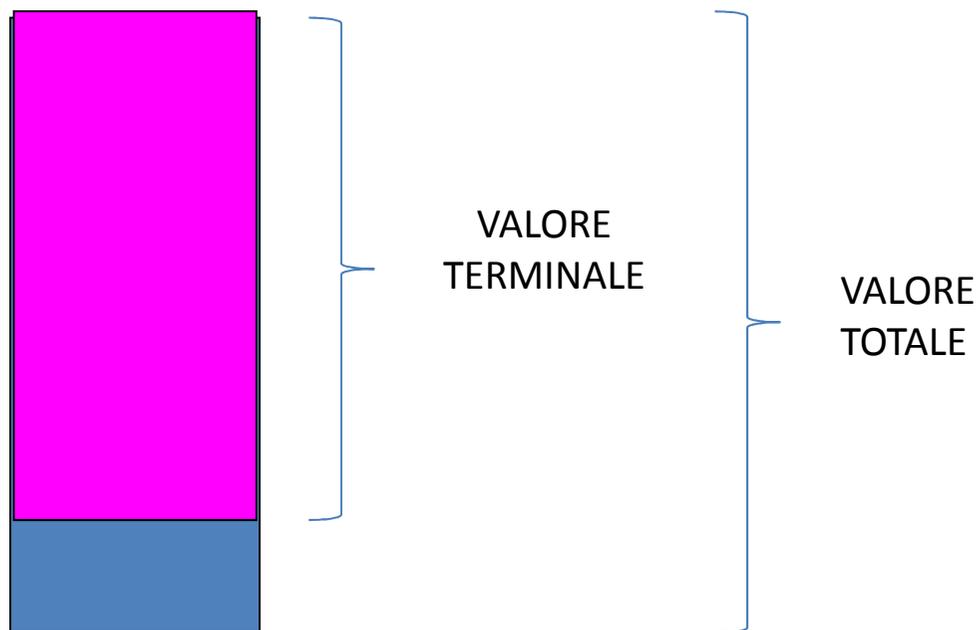
La formula:

$$\begin{array}{l} \text{VALORE DELLE ATTIVITA' DELL'IMPRESA} \\ \text{ENTERPRISE VALUE} \end{array} = \sum_{t=0}^n \frac{\text{FCFF}_t}{(1+i)^t} + \frac{\text{T.V.}}{(1+i)^n}$$

i = COSTO MEDIO PONDERATO DEL CAPITALE

Il calcolo del terminal value: una contraddizione

SPESSO IL VALORE TERMINALE ESPRIME L'80-90% DEL VALORE TOTALE



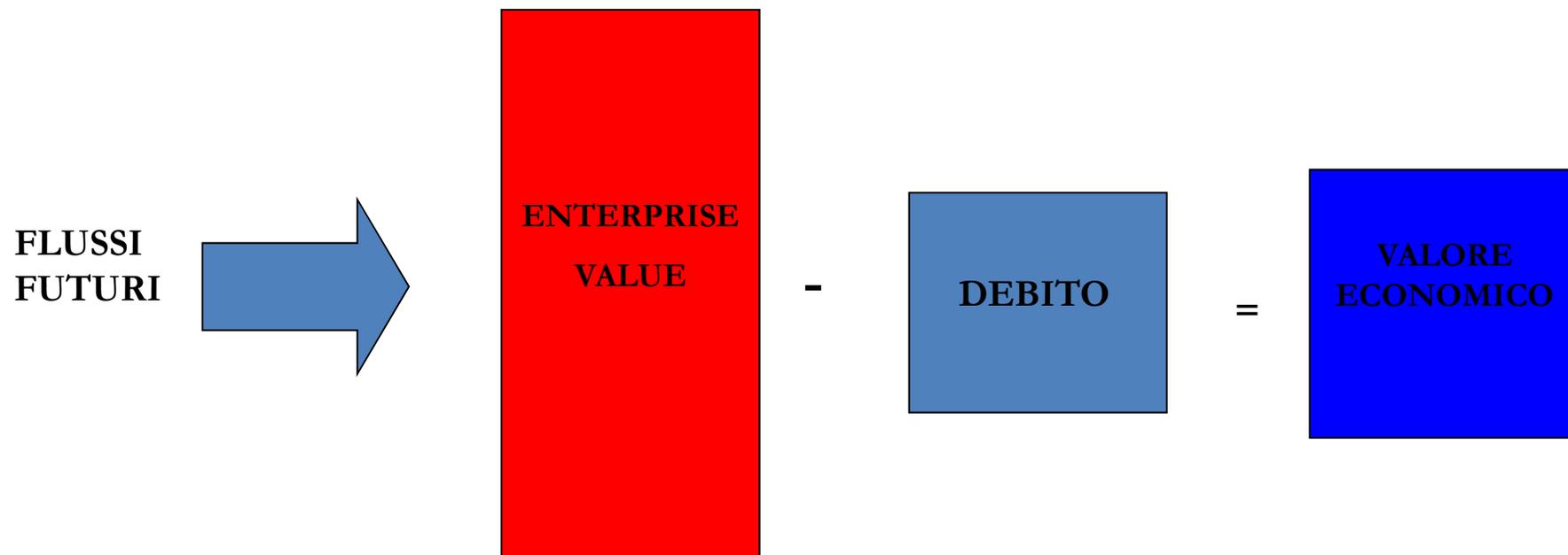
La stima del valore finale: due metodi generalmente usati

- La formula di Gordon: Flussi di cassa normalizzati all'anno n , anno di regime, incrementati di un tasso di crescita "G";
- Il metodo dei moltiplicatori: Una grandezza economica (EBIT; EBITDA) per un valore (il moltiplicatore) desunto dal mercato.

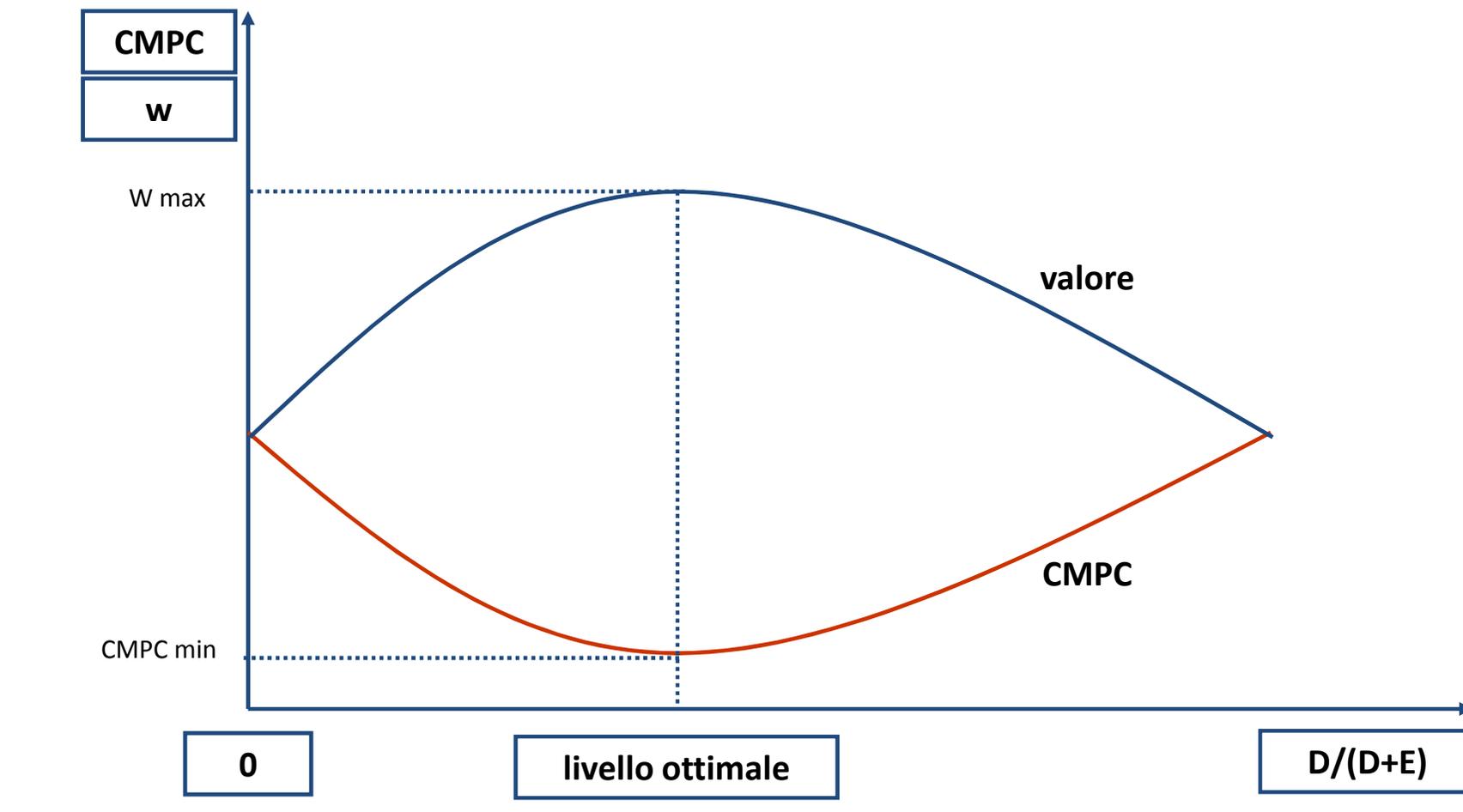


**La formula:
l'equity value**

$$\text{VALORE} = \text{EQUITY VALUE} = \text{ENTERPRISE VALUE} - \text{PFN}$$



**IL VALORE HA ANDAMENTO INVERSO A QUELO DEL CMPC
(PERCHE' QUESTO E' IL DENOMINATORE DELLA FORMULA)**





METODI EMPIRICI

Due parole sui metodi dei moltiplicatori

- Il valore dell'impresa è ottenuta quale prodotto tra alcuni parametri economici e moltiplicatori tratti dal mercato azionario o dalla media di transazioni comparabili (banche)
- Ad esempio :

$$\text{VALORE IMPRESA} = (\text{EBITDA} * 7) - \text{PFN}$$

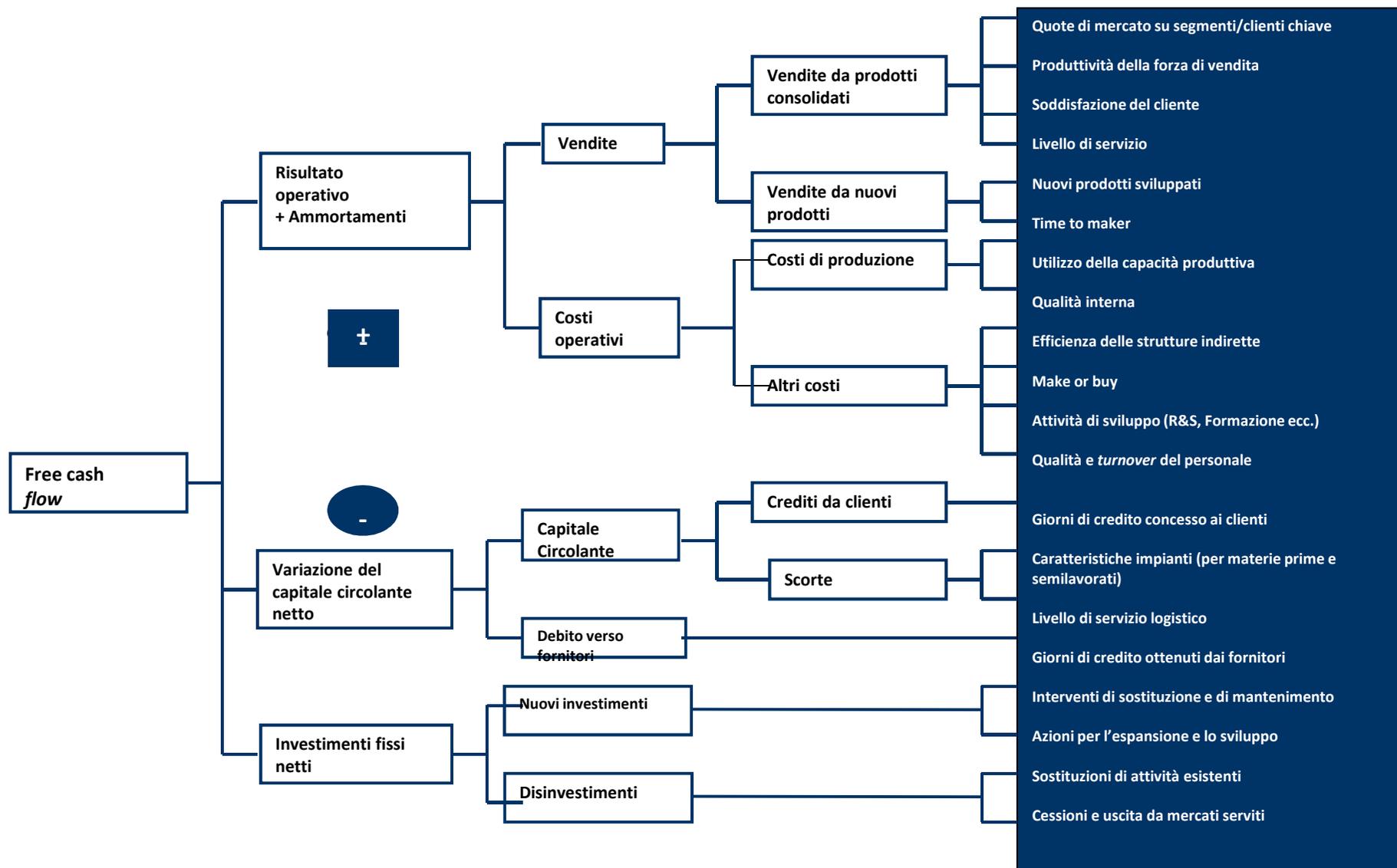
Una contraddizione in termini: il valore torna ad essere prezzo

- Non è il valore ad influenzare il prezzo ma il prezzo (di altre aziende e/o transazioni) ad influenzare il valore.
- “Come in concorso di bellezza la nostra intelligenza è rivolta ad individuare come l'opinione media immagina che sia fatta l'opinione media medesima. E credo che vi siano alcuni i quali praticano il 4°, 5°”.
(J.M.Keynes)





STRATEGIA E VALORE



L'esame dell'andamento di K_e e K_d e del CMPC evidenzia che, esistendo un punto di minimo, vi è una struttura finanziaria «ottimale».

Tale dato contrasta con quanto affermato dal Teorema di Modigliani e Miller.

Il motivo tuttavia è nella differenza tra ipotesi di teorema e realtà applicativa.

Si registra storicamente un **elevato tasso di indebitamento delle imprese italiane** a causa:

i) della deducibilità degli interessi passivi; ii) della mancanza di mercato di negoziazione delle quote/azioni; iii) della mancanza potere decisionale dei soci di minoranza.

Le soluzioni adottate sono state: i) La normativa della thin capitalization; ii) La normativa sulla ACE; iii) Lo sviluppo dei mercati dei capitali per la media impresa.

