



REVIDERE

VALUTAZIONI DI AZIENDE

FINALITÀ E METODI

Finalità e metodi

FINALITA'

- **Valutazioni interne**
all'azienda (impairment test
valutazione partecipazioni
[immobilizzate / circolante],
avviamento)
- **Valutazioni esterne**
(possibili acquirenti)
- **Operazioni straordinarie**
(trasformazione,
conferimento, cessione,
fusione, ecc.)

METODI

- **Presupposti**
 - > Razionalità
 - > Dimostrabilità
 - > Neutralità
- **Metodi**
 - > Analitici
 - > di Mercato

Focus principi contabili

Si ha una perdita durevole di valore quando il costo di iscrizione dell'immobilizzazione (*) supera il suo "valore recuperabile"

(*) partecipazione, avviamento, cespiti

Valore recuperabile: il > tra

Se uno dei due valori risulta superiore al valore contabile, l'attività non ha subito una riduzione di valore e non è quindi necessario stimare l'altro importo

Le **società di minori dimensioni** (°) possono adottare il metodo "semplificato": confrontare la capacità di ammortamento dei futuri esercizi con il loro valore netto contabile iscritto in bilancio (OIC 9)

(°) per 2eserc. consecutivi non superino 2dei 3 limiti:
dipendenti > 250 / attivo > 20mln / ricavi > 40 mln

Valore in uso: il valore attuale dei flussi di cassa attesi da un'attività o da una unità generatrice di flussi di cassa (ripreso da IAS 36 «*impairment test*»)

Valore equo: l'ammontare ottenibile dalla vendita di un'attività in una libera transazione fra parti indipendenti, dedotti i costi della dismissione:

- **prezzo pattuito** in un accordo vincolante di vendita stabilito in una libera transazione
- prezzo di mercato in un mercato attivo
- i risultati di eventuali **recenti transazioni** per attività simili effettuate all'interno dello stesso settore industriale

Metodi

ANALITICI

1. **Patrimoniali** (semplice [o rettificato], complesso)
2. **Reddituali** (reddituale puro, reddituale *unlevered*)
3. **Misti** (patrimoniale reddituale con stima autonoma dell'avviamento)
4. **Finanziari** (*Discounted Cash flow* [DCF], *Dividend Discount Model* [DDM])

EMPIRICI

Regole del pollice (*Rule of thumb*)

MERCATO

1. **Multipli di borsa** (Equity side, Asset side)
2. **Quotazioni**
3. **Transazioni comparabili**



Possono sembrare di raro utilizzo, in realtà:

- > Metodi confronto
- > Partecipazioni a bilancio in quotate (6 mesi osservazione per immobilizzate; spot per circolante)

Metodi Analitici – Patrimoniale

Il Valore economico è rappresentato dal valore dei tangibili

SEMPLICE

$W = \text{PN rettificato, a valori correnti}$

Es. Immobili, leasing

$W = \text{valore economico}$

COMPLESSO

- di 1° grado = PN rettificato (con stima dei beni immateriali autonomamente valutabili: marchi, brevetti, licenze)
- di 2° grado = PN rettificato (con stima dell'avviamento, portafoglio clienti, immagine aziendale)

Utilizzo limitato e riconducibile alla valutazione di:

- **Società immobiliari** (di costruzione)
- **Holding di partecipazione** (approccio per *Sum of Parts*)

Metodi Analitici – Reddituale e Misto

Il Valore economico è rappresentato dal valore attuale dei redditi futuri

PURO

$$W = R / i \text{ (rendita illimitata)}$$

R = reddito medio prospettico

i = tasso di attualizzazione (cost of equity – rendimento atteso capitale di rischio)

**LIMITATO e
COMPLESSO**

$$W = R \times \frac{a_{n|i}}$$

R = reddito medio prospettico

i = tasso di attualizzazione applicato per attualizzare i redditi per un periodo limitato

Metodo che coniuga l'affidabilità della dimensione patrimoniale dell'azienda e la rilevanza dei dati reddituali prospettici

**MISTO
PATRIM.LE
REDDITUALE**

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

K = Patrimonio netto rettificato, a valori correnti

R = reddito medio prospettico

R - iK = avviamento (goodwill o badwill)

i = tasso (cost of equity - ke)

i' = tasso (risk free x sottoreddito; cost of equity x sovrar.)⁶

Metodi Analitici – Finanziario (1/7)

VALORE ECONOMICO = VALORE ATTUALE DEI FLUSSI DI CASSA ATTESI

$$W = FCF(t) \cdot (1 + r)^{-t} + TV$$

FCF

Free Cash Flow – flussi di cassa da attualizzare

t

Periodo di attualizzazione

r

Tasso di attualizzazione

TV

Terminal Value (valore terminale)

Metodi Analitici – Finanziario (2/7)

APPROCCIO DUPLICE per la determinazione dell'Equity Value

ASSET SIDE

EQUITY SIDE

Unlevered method

- + Capitale investito, pari alla somma dei flussi di cassa **operativi** attualizzati
- Indebitamento finanziario (PFN)
- = Patrimonio netto (Equity Value)

PRESCINDE DALLE MODALITA' CON CUI VIENE FINANZIATO IL CAPITALE INVESTITO

Capitale investito
(*Enterprise value*)

Posizione Finanziaria Netta
(*Debt value*)

Capitale di rischio
(*Equity value*)

Levered method

- = Patrimonio netto (equity value) determinato attualizzando i flussi di cassa **netti** disponibili per gli azionisti

CONSIDERA LE MODALITA' CON CUI VIENE FINANZIATO IL CAPITALE INVESTITO

Metodi Analitici – Finanziario (3/7)

Determinazione dei flussi di cassa

ASSET SIDE

FCFO - Free Cash Flow from Operation (UFCF Unlevered FCF)

EBIT	
taxes on EBIT	(-)
NOPLAT	
ammortamenti e accantonamenti	(+)
Δ TFR e altri fondi	(+/-)
Gross cash flow	
Δ capitale circolante	(+/-)
investimenti (disinvestimenti)	(+/-)
Gross investment	
Free cash flow from operation	=

EQUITY SIDE

FCFE - Free Cash Flow to Equity

EBITDA	
Imposte	(-)
Δ TFR e altri fondi	(+/-)
Cash flow lordo	
Δ capitale circolante netto	(+/-)
Cash flow gestione corrente	
investimenti (disinvest.)	(+/-)
Cash flow operativo	
Oneri e proventi straordinari	(+/-)
Variazione capitale proprio	(+/-)
Cash flow a servizio del debito	
Nuova finanza/(rimborso del debito)	(+/-)
Oneri e proventi finanziari	(+/-)
Free cash flow to equity	=

Determinazione del tasso di attualizzazione

ASSET SIDE

WACC - Weight Average Cost of Capital

- Il WACC è il tasso minimo che un'azienda deve generare come rendimento dei propri investimenti per remunerare i creditori, gli azionisti e gli altri fornitori di capitale
- È il Costo medio ponderato del capitale, ossia la media ponderata tra il costo del capitale proprio e il costo del capitale di debito
- Il WACC è quindi calcolato tenendo conto del peso relativo di ciascuna componente della struttura del capitale (proprio e di debito)

EQUITY SIDE

Ke – Cost of Equity

- Il WACC è il tasso minimo che un'azienda deve generare come rendimento dei propri investimenti per remunerare gli azionisti
- Il Costo of equity è quindi il costo del capitale proprio (rendimento atteso del capitale di rischio)
- ed è una componente del WACC

Metodi Analitici – Finanziario (5/7)

$$\text{WACC}_{\text{post-tax}} = E/(D+E) \cdot K_e + D/(D+E) \cdot K_d(1-t)$$

Cost of Equity

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

Cost of Equity: rappresenta il rendimento medio atteso del capitale azionario

1. **Rf (Risk free rate):** tasso privo di rischio rate del Paese oggetto di analisi (per l'Italia, BTP decennale o IRS decennale + spread 2-3%)
2. **Rm – Rf (Rp – Market risk premium):** è il Premio di mercato per il rischio azionario (rinvenibile da fonti esterne: Data Provider o sito A. Damodaran). Non deve includere il rischio paese se già compreso nel Risk free rate
3. **Beta:** il parametro β corregge il compenso per il rischio medio di mercato adattandolo alla specifica situazione aziendale (Beta = 1 rischio azienda = rischio mercato)
4. **Size premium:** sommato al costo del capitale per tener conto della > rischiosità delle piccole aziende nel reperire finanziamenti (range 1 - 4%)

Cost of Debt

$$k_d \cdot (1-t)$$

Cost of Debt: è il tasso teorico di rifinanziamento a titolo oneroso, al netto della fiscalità media effettiva “ t ” della Società (applicata per tenere conto della deducibilità fiscale degli oneri finanziari)
È possibile ricorrere a diversi approcci operativi:

1. struttura finanziaria della Società alla data di riferimento della valutazione;
2. struttura finanziaria prospettica della Società, definibile in base a valori medi rilevati su un campione di società comparabili (nell’assunzione che, nel lungo periodo, la struttura finanziaria della Società si allineerà a quella dei suoi *competitors*)

Rapporto di Indebitamento: rappresenta il peso delle componenti “Equity” e “Debt” nella struttura finanziaria osservabile nel settore di riferimento della società oggetto di valutazione

Valore Terminale

Il valore residuo aziendale o valore terminale (TV) è l'ultimo elemento da considerare ai fini della valutazione con il metodo del DCF

Si tratta di stimare il valore dei flussi successivi all'orizzonte di riferimento esaminato in dettaglio.

Viene **attualizzato** l'ultimo **flusso di cassa "a regime"**, ossia l'ultimo **utile netto** se in ottica *equity side*, o l'ultimo **reddito operativo netto** se in ottica *asset side*.

$$TV = [R / (r - g)] * (1+r)^{-t}$$

Il **fattore di crescita g** può incidere in misura rilevante sul TV. In linea di massima può variare tra l'1% e il 3% e non dovrebbe superare il tasso di crescita del PIL a medio lungo termine.

In caso di impairment test ai fini del bilancio il tasso g è tenuto pari a **zero** per motivi prudenziali

SINTESI DELLE FORMULE

Nei due diversi approcci le formule variano per:

- > Flussi di cassa da attualizzare (netti o operativi)
- > Tasso di attualizzazione: costo del debito o wacc
- > Indebitamento finanziario (PFN): da sottrarre solo nel DCF unlevered

LEVERED
(equity side)

$$W = [\text{FCFE} (t) \cdot (1 + K_e)^{-t} + TV]$$

UNLVERED
(asset side)

$$W = [\text{UFCF} (t) \cdot (1 + \text{WACC})^{-t} + TV] + SA - \text{PFN}$$

PFN: posizione finanziaria netta

Metodi Analitici – Reddituale Unlevered

Il metodo reddituale *unlevered* è un’elaborazione del metodo reddituale in ottica *asset side* e individua il valore del capitale economico di un’azienda sulla base dei flussi di reddito “normali” prodotti dalla gestione operativa (senza quindi considerare l’area finanziaria e straordinaria).

Il **valore del capitale economico** di una azienda è pari alla somma di:

1. valore attuale dei flussi di reddito operativo “normali”, al netto delle relative imposte, prodotti dalla gestione in un periodo di tempo indefinito
2. indebitamento finanziario netto della Società alla data di riferimento

**REDDITUALE
UNLEVERED**

$$W = [R(t) \cdot (1 + g) / (WACC - g)] - PFN$$

$$\text{con } R(t) = \text{NOPAT} = \text{EBIT} \times (1 - t)$$

ASSUNTO: il reddito sostenibile - o normalizzato - rappresenta una buona approssimazione del potenziale di generazione di cassa dell’azienda oggetto di valutazione. Tale metodo valorizza l’attitudine dell’azienda a soddisfare le attese degli investitori in termini di capacità di remunerazione del capitale investito

Metodi di Mercato – Multipli di borsa

Il metodo dei **multipli di Borsa** (o dei *comparables*) consiste nell'identificare appropriati multipli (o coefficienti moltiplicativi) desunti dall'osservazione di un campione di società comparabili quotate, da applicare ai valori economico/patrimoniali dell'azienda oggetto di valutazione, al fine di ottenere il valore di mercato dell'azienda stessa

- Anche per i multipli di borsa si possono distinguere gli approcci asset o equity side a seconda dei parametri utilizzati.
- Fra i più utilizzati:
 - > **EV/EBITDA** (asset side*)
 - > EV/EBIT (asset side*)
 - > EV/Sales (asset side*)
 - > EV/Capital Employed (asset*)
 - > EV/Cash flow (asset*)
 - > P/Earnings (equity side)
 - > P/Equity (equity side)

* all'Enterprise Value (EV) calcolato va sottratta la posizione finanziaria netta

EV / EBITDA	201xF
€/000	
soc. quotata 1	6,02
soc. quotata 2	5,30
soc. quotata 3	6,17
soc. quotata 4	4,65
soc. quotata 5	7,50
Valori massimi	7,50
Valori minimi	4,65
Valori medi	5,93
Valori mediani	6,02
EBITDA società	2.500
EV (enterprise value)	15.050
PFN	(4.700)
surplus asset	-
EQUITY VALUE	10.350

1. Finanziari

Il gruppo è rappresentabile come un portafoglio di partecipazioni. Ogni società controllata è autonoma sotto il profilo economico gestionale

2. Economici

Gestione coordinata e unitaria del complesso di aziende che ne fanno parte: è il gruppo a definire la mission stessa delle società controllate e a ritagliarne gli ambiti operativi e di specializzazione

3. Misti

Mix delle due forme sopra: nel gruppo ci sono sia aziende che svolgono attività tra loro complementari, sia che aziende che operano in settori differenti.

Es. gruppi che sfruttano per il tramite di società finanziarie la cosiddetta **leva azionaria** per controllare un gruppo economico; oppure i gruppi economici che a fianco dell'attività principale hanno sviluppato una diversificazione di natura finanziaria

1. Basata sul bilancio consolidato

Utilizzabile solo quando:

- le **attività** svolte dalle società consolidate (consolidamento integrale) sono fra loro **omogenee** quanto a grado di rischio
- non vi sono variazioni rilevanti dell'area di consolidamento
- è **scarsa** la presenza di **patrimonio di terzi**.

Iter:

- > esprimere a valore di mercato **le attività delle società consolidate** (controllate e holding), sulla base dei flussi di risultato operativo di bilancio consolidato
- > esprimere a valore di mercato **il debito di bilancio consolidato** (pari al debito delle società controllate e consolidate al netto dei trasferimenti infragruppo), sia di pertinenza del gruppo sia di pertinenza di terzi

Metodo utilizzabile per i Gruppi Economici, con i requisiti a sinistra

2. Basata sui bilanci individuali delle società

Non è necessario che le società consolidate abbiano attività omogenee, in quanto determina il valore delle singole società per via analitica **Somma delle Parti**

Iter:

- > esprimere a valore di mercato le attività operative della holding
- > esprimere a valore di mercato le partecipazioni in società controllate e collegate (muovendo da una valutazione del capitale delle singole società)
- > esprimere a valore di mercato il debito finanziario netto della capogruppo

Metodo utilizzabile per tutti i tipi di Gruppo

Gruppi – Valutazione (3/3)

3. Basata sui flussi di risultato proporzionali di singola area di business

- > Consiste nella stima del valore della holding seguendo la struttura del bilancio consolidato redatto sulla base della *proprietary theory* (**criterio di consolidamento proporzionale**). Ai valori contabili il criterio sostituisce i valori di mercato di attività e passività.

Metodo utilizzabile per tutti i Gruppi Economici e complessi (gruppi di gruppi) per i quali la presenza di minoranze sia rilevante



REVIDERE

Revidere
Società di
Revisione Srl

Via Dominutti 2 - 37135 Verona

www.revidere.it