



PROCESSI E METODOLOGIE DI VALUTAZIONE

Prof. Alessandro CORTESI

Diretta 21 giugno 2010



L'OGGETTO DELLA VALUTAZIONE

Le metodologie di valutazione delle aziende sono volte *in primis* a determinare il **valore del pacchetto azionario** costituente la totalità del Capitale Sociale

L'OBIETTIVO DELLA VALUTAZIONE

Due fondamentali obiettivi conoscitivi, determinare:
→ il valore del Capitale Economico (*valore teorico*)
→ il prezzo (Max-Min) ai fini di una transazione (*valore soggettivo*)

I CRITERI DI VALUTAZIONE

Esistono **5 criteri** utilizzati al fine di valutare il Capitale Economico di un'impresa:

- metodo patrimoniale (semplice e complesso)
- metodo reddituale
- metodo misto patrimoniale-reddituale
- metodo finanziario
- metodo dei multipli di mercato



UNA DESCRIZIONE DI SINTESI



In sintesi si ricordano le caratteristiche essenziali e la *ratio* dei 5 metodi di valutazione elencati:

- ↪ il **metodo patrimoniale**, che determina il valore di un'azienda sulla base del valore corrente del suo patrimonio netto rettificato;
- ✂ il **metodo reddituale puro**, che definisce il valore economico del capitale di un'impresa sulla base della sua capacità di generare utili prescindendo dalle condizioni qualitative e quantitative dei beni che costituiscono il patrimonio aziendale;
- ✂ il **metodo misto patrimoniale-reddituale**, che determina il valore di un'azienda sulla base sia del valore corrente del suo patrimonio netto rettificato (elemento obiettivo) sia delle sue attese reddituali;
- ∅ il **metodo finanziario o dell'attualizzazione dei flussi di cassa**, che considera il valore di un'azienda, come avviene per qualsiasi altra forma di investimento, in funzione del valore attuale dei flussi di cassa che ci si attende di poter ritrarre da essa;
- ↪ il **metodo dei multipli di mercato**, che perviene alla determinazione del valore di un'impresa sulla base dei prezzi negoziati su mercati ufficiali per titoli rappresentativi di quote di capitale di imprese comparabili.

IL METODO PATRIMONIALE SEMPLICE



W = Valore dell'azienda = K

+ Patrimonio netto contabile (a una certa data)

- (eventuali) Dividendi relativi all'utile

= **Netto di Bilancio**

± Rettifica dei valori dell'attivo (Plusvalenze/Minusvalenze)

- Imposte latenti sulle rettifiche

= **Patrimonio netto rettificato (K)**

La *revisione contabile* opera a questo livello.

Σ delle differenze fra valori correnti e valori di libro delle singole poste attive e passive.

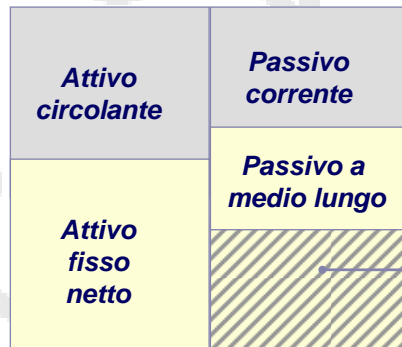
IL METODO PATRIMONIALE COMPLESSO

ISTITUTO
DI RICERCA
DEI DOTTORI COMMERCIALISTI
E DEGLI ESPERTI CONTABILI



IL METODO PATRIMONIALE COMPLESSO

Rispetto al metodo patrimoniale semplice tale metodo richiede di apprezzare anche il valore dei beni immateriali (*Intangibles*) al fine di determinare il valore delle azioni di un'azienda.



Valore delle azioni =
 D fra valore delle attività e valore delle passività + Valore degli Intangibles

IL METODO PATRIMONIALE COMPLESSO

ISTITUTO
DI RICERCA
DEI DOTTORI COMMERCIALISTI
E DEGLI ESPERTI CONTABILI



I METODI DI VALUTAZIONE DEGLI INTANGIBLES

La stima del valore corrente dei beni immateriali può essere condotta utilizzando due criteri:

CRITERI ANALITICI

Si utilizzano valutazioni basate su costruzioni logiche e calcoli fondati su dati documentati. Tali criteri sono riconducibili a 4 classi:

- ① Determinazione del valore residuo dei costi sostenuti
- ② Attualizzazione dei costi di riproduzione /ricostruzione del bene immateriale
- ③ Attualizzazione dei redditi differenziali conseguibili grazie al bene immateriale
- ④ Attualizzazione delle perdite emergenti a seguito della privazione del bene immateriale

CRITERI EMPIRICI

Si estrapola il valore di un particolare intangibles dall'osservazione dei comportamenti negoziali degli operatori sul mercato delle acquisizioni di aziende (prezzi fatti).

Es: IL VALORE DELLA RACCOLTA PER LE BANCHE

IL METODO REDDITUALE PURO



IL METODO REDDITUALE PURO

Secondo tale metodologia il valore di un'azienda è **funzione della sua capacità di generare utili**. In questi casi, l'orizzonte temporale che viene preso in considerazione dovrebbe coincidere con la durata attesa delle prospettive di reddito. Il metodo reddituale lega dunque il valore di un'azienda ai redditi che sarà in grado di produrre:

Legenda

- W = Valore dell'azienda
- R = Reddito atteso
- f = funzione

$$W = f(R)$$

Tale funzione è una tipica **funzione di capitalizzazione**. Tale funzione presenta una struttura diversa in relazione alla durata dei redditi presi in esame. In definitiva, a quale durata dei redditi si deve fare riferimento?

Quale configurazione di reddito entra nella funzione?

IL METODO REDDITUALE PURO



IL PROBLEMA DEL TEMPO (DURATA DEL REDDITO)

Concretamente si fronteggiano due possibilità. Infatti il valore di un'azienda può essere funzione dei suoi redditi attesi di:

DURATA INFINITA

Si ipotizza che il valore di un'impresa sia funzione dei propri redditi attesi all'infinito. È una durata coerente con la definizione di azienda come istituto economico destinato a durare nel tempo.

$$W = f(R) = \frac{R}{i}$$

Formula della rendita perpetua

DURATA LIMITATA NEL TEMPO

Si ipotizza che il valore di un'impresa sia funzione dei propri redditi attesi per un numero finito di anni. È coerente solo se esistono circostanze obiettive che determinano un limite di tempo al prodursi del reddito (es: concessionarie di pubblici servizi). N.B.: attenzione al valore di liquidazione degli assets al termine della durata dell'impresa..

$$W = f(R) = R \cdot a_{ni}$$

V.A. di una rendita unitaria di n anni al tasso i

Legenda

- W = Valore dell'azienda
- R = Reddito medio atteso
- i = tasso di capitalizzazione
- n = periodo finito di anni

IL METODO MISTO PATRIMONIALE-REDDITUALE

ISTITUTO
DI RICERCA
DEI DOTTORI COMMERCIALISTI
E DEGLI ESPERTI CONTABILI



IL METODO
MISTO
PATRIMONIALE-
REDDITUALE

Tale metodologia di valutazione delle aziende ha come obiettivo la ricerca di un risultato che coniughi l'obiettività e la verificabilità, proprie del metodo patrimoniale, con le attese reddituali dell'azienda.

IL VALORE DI
AVVIAMENTO
(GOODWILL)

La peculiarità principale del metodo misto patrimoniale-reddituale è rappresentata dall'evidenziazione di un valore di "avviamento" (**G**) che è esprimibile come differenza tra il risultato della stima reddituale (**W**) e quello della stima patrimoniale (**K**). In termini analitici:

$$G = \frac{R}{i} - K$$

Il valore così ottenuto (**G = Goodwill**) risulta positivo nelle aziende redditizie, in quanto $R/i > K$, mentre nelle aziende non redditizie lo stesso diventa negativo ($K > R/i$) ed assume la denominazione di **Badwill**.

IL METODO MISTO PATRIMONIALE-REDDITUALE

ISTITUTO
DI RICERCA
DEI DOTTORI COMMERCIALISTI
E DEGLI ESPERTI CONTABILI



IL METODO MISTO
CON STIMA
AUTONOMA DEL
GOODWILL

I metodi misti più diffusi oggi, basati sulla stima autonoma del Goodwill, sono riconducibili a 3 tipologie:

- ① Metodo della capitalizzazione limitata del sovrareddito medio
- ② Metodo della capitalizzazione illimitata del sovrareddito medio
- ③ Metodo di attualizzazione dei risultati netti di alcuni esercizi futuri

È il metodo più diffuso nella prassi più accreditata.

IL METODO DELLA
CAPITALIZZ.
LIMITATA

$$W = K + a_{nir} * (R - i * K)$$

È il numero di anni oltre il quale le condizioni di redditività oltre la norma ci si attende possano smettere di operare (max 8-10 anni; prudenzialmente 3-5 anni)

Legenda

- W = Valore dell'azienda
- K = Valore ex metodo patrimoniale semplice
- R = Reddito medio normale atteso per il futuro
- n = Numero definito e limitato di anni
- i = tasso di rendimento normale per l'investimento considerato
- i' = tasso di attualizzazione del sovrareddito ($R - i * K$)

È il tasso rappresentativo del rendimento normale di settore entro cui opera l'azienda oggetto di valutazione (una sorta di Ke medio normale di settore)

È un tasso da intendersi come puro compenso finanziario per il trascorrere del tempo (rf)

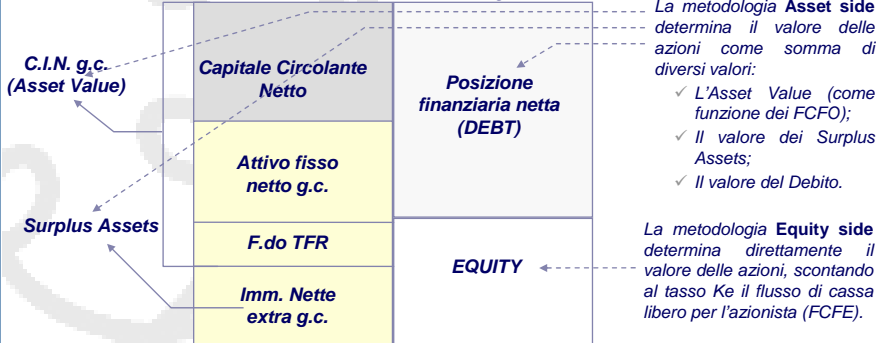
IL METODO FINANZIARIO



IL METODO FINANZIARIO

Determina il valore delle azioni di un'azienda sulla base dei flussi di cassa che essa genererà in futuro. Esistono due varianti del metodo finanziario dette **Equity side** e **Asset side (unlevered discounted cash flow)**; quest'ultima è senza dubbio la più utilizzata e quella che approfondiremo.

STATO PATRIMONIALE: criterio gestionale



IL METODO FINANZIARIO



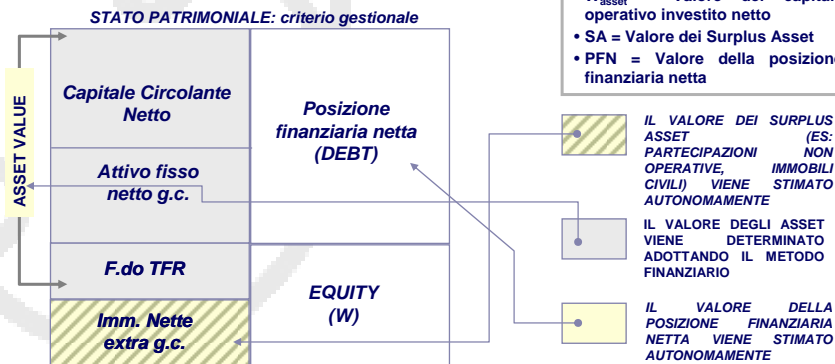
IL METODO FINANZIARIO: LA VARIANTE ASSET SIDE

Il valore dell'azienda (**Equity Value**) viene determinato come somma di 3 valori:

$$W = W_{\text{asset}} + SA - PFN$$

Legenda

- W = Valore dell'azienda
- W_{asset} = Valore del capitale operativo investito netto
- SA = Valore dei Surplus Asset
- PFN = Valore della posizione finanziaria netta



IL METODO FINANZIARIO

ISTITUTO
DI RICERCA
DEI DOTTORI COMMERCIALISTI
E DEGLI ESPERTI CONTABILI



IL METODO FINANZIARIO: LA STIMA DELL'ASSET VALUE

Esistono 3 varianti del metodo finanziario mediante l'approccio *asset side*, che si differenziano per la stima dell'Asset Value:

- ① **Metodo finanziario analitico.** Perviene alla valutazione del capitale investito dell'azienda proiettando analiticamente anno per anno i flussi di cassa operativi netti, sino al termine della durata attesa dell'azienda (es: *concessionarie di pubblici servizi*).

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

- ② **Metodo finanziario sintetico.** Perviene alla valutazione dell'*asset value* scontando perpetuamente un valore medio-normale del flusso di cassa operativo atteso.

$$W_{\text{asset}} = \frac{\text{FCFO}}{\text{WACC}}$$

Terminal Value

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

- ③ **Metodo finanziario analitico con Terminal Value.** È un metodo ibrido che procede dapprima ad una stima analitica dei flussi di cassa operativi netti attesi per un dato orizzonte temporale pluriennale (n anni, con n solitamente compreso fra 3 e 5 anni) oltre il quale il valore residuo viene stimato sinteticamente.

È il metodo più diffuso della variante *Asset side*

La valutazione d'azienda: metodi, modelli e casi applicativi

13

IL METODO DEI MULTIPLI DI MERCATO

ISTITUTO
DI RICERCA
DEI DOTTORI COMMERCIALISTI
E DEGLI ESPERTI CONTABILI



IL METODO DEI MULTIPLI DI MERCATO

Il metodo dei multipli di mercato determina il **valore dell'impresa** oggetto di stima sulla base dei prezzi negoziati in mercati organizzati (in Italia ad esempio la Borsa Valori) per titoli rappresentativi di quote di capitale di imprese comparabili (le *c.d. guidelines companies*).

COME FUNZIONA IN CONCRETO

Il criterio dei multipli richiede:

- ① **l'identificazione di opportuni fattori moltiplicativi** - definiti *multipli* - ottenuti rapportando il prezzo effettivo del capitale azionario (*capitalizzazione*) delle imprese comparabili o il valore del capitale investito operativo delle stesse (*enterprise value*) al valore di alcune grandezze economiche espressive delle performance aziendali;
- ② **l'applicazione del multiplo** alle grandezze economiche della società oggetto di stima al momento delle valutazioni.

La valutazione d'azienda: metodi, modelli e casi applicativi

14



I diversi moltiplicatori asset side ed equity side.

