



Prof. Alfonso Di Sabatino Martina

Strategia e Valutazione

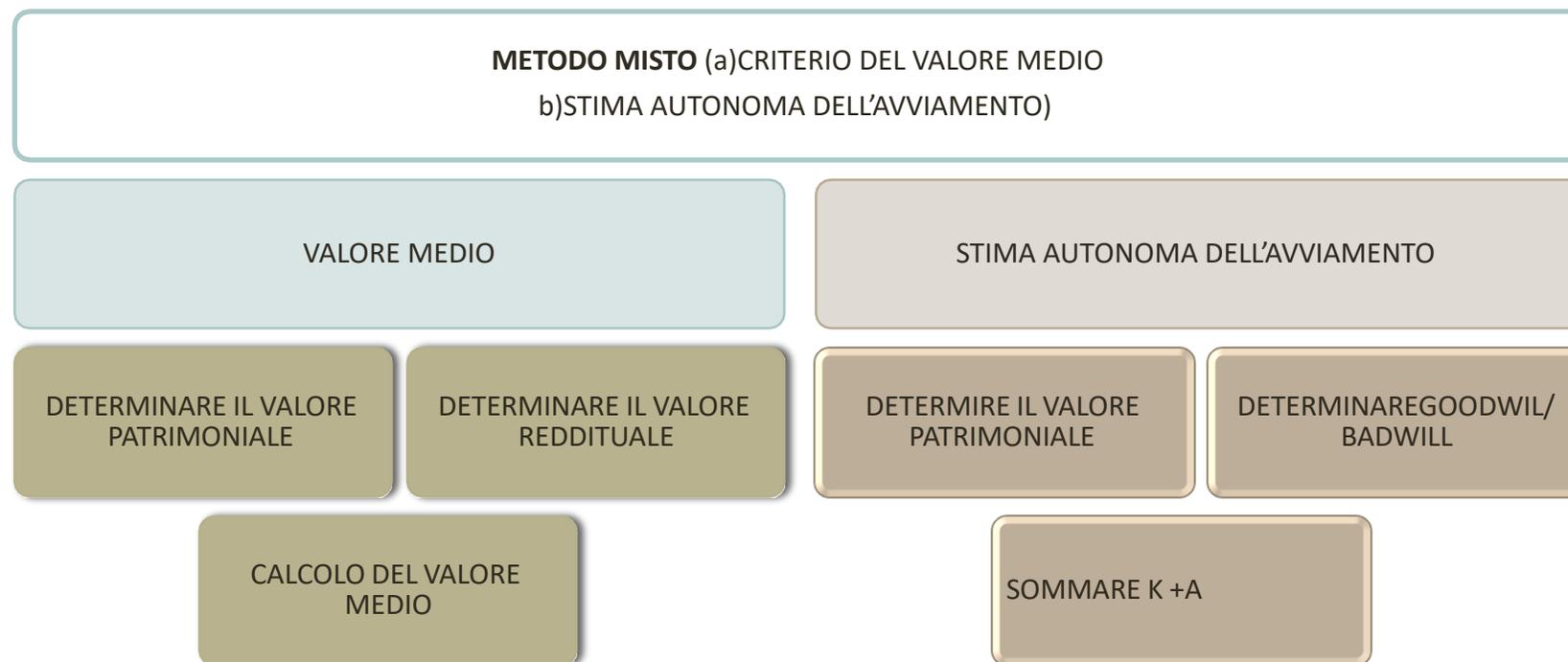
LEZIONE XIII – 29 MARZO 23

VALUTAZIONE – METODI MISTO PATRIMONIALE –
REDDITUALE – METODI FINANZIARI – METODO DEI
MULTIPLI (CENNI) – ASPETTI METODOLOGICI



METODO MISTO PATRIMONIALE – REDDITUALE

- E' un metodo complesso poiché basato su due serie complementari di conoscenze. La prima deve condurre al valore del patrimonio netto e la seconda all'eventuale avviamento. E' possibile distinguere due metodologie:



C) Metodi Misti: Stima Autonoma dell'Avviamento

Il metodo
della stima
autonoma
dell'avviament
o è più diffuso
nella prassi
professionale
poiché:

**Attribuisce rilevanza alla
consistenza
patrimoniale**

**I valori che determina
sono influenzati dalla
redditività prospettica**

Valore Economico (con stima autonoma dell'avviamento)

$$W = K_R + G$$

oppure

$$W = K_R - B$$

Dove: K_R è dato dal Valore del Patrimonio Netto Rettificato

G= Goodwill (avviamento "positivo")

B= Badwill (avviamento "negativo")

Metodo Misto

$$W = K + (R - Ki)a_{n-i_1}$$

DOVE:

- W= Valore Economico del Capitale
- K= Patrimonio Netto Rettificato
- R= Reddito Medio Atteso
- i= tasso di interesse normale rispetto al tipo di investimento considerato
- n= durata temporale
- i_1 = tasso di attualizzazione del profitto o sovra reddito(cioè della differenza $R-Ki$). *Esso può essere inteso come puro compenso finanziario per il trascorrere del tempo*

- *oppure*
$$W = K + \frac{(R - Ki)}{i_1}$$

Nel caso di difficile (o impossibile) definizione orizzonte temporale

Metodo Finanziario (DCF)

- Il metodo si basa sulla misura dei cash flow aziendali (prospettici)
- Al fine di applicare correttamente il metodo occorre:
 - Prevedere i cash flow aziendali complessivi (entity) o di pertinenza degli azionisti (equity)
 - Fissare un orizzonte temporale di previsione
 - Determinare correttamente i tassi di attualizzazione da applicare
 - Considerare un tasso di sviluppo aziendale nel periodo di previsione

Determinazione Cash Flow

- **Approccio FCF ed Entity Value**
- Nell'approccio Entity Value l'oggetto è il valore aziendale **nel suo complesso**
- L'impresa è costituita da tutte le entità (e soggetti) che vi hanno investito (*include azionisti, obbligazionisti e finanziatori in genere*)
- Il valore aziendale è dato dall'attualizzazione dei flussi di cassa **disponibili per l'azienda (unlevered) o free cash flow to firm**

Metodi Finanziari...continua

$$W = \sum FC_t * v^t$$

- Dove
 - W = Valore Economico del Capitale (ossia il ns. obiettivo)
 - FC = Flussi di Cassa
 - v = coefficienti di attualizzazione
 - t = arco temporale
-
- A seconda che i flussi di cassa siano stimati al netto o al lordo dei flussi della gestione finanziaria, distinguiamo i metodi **levered** e **unlevered**:

“Il metodo **levered o cash flow to equity** (o cash flow per l’azionista)utilizza un flusso di cassa disponibile agli azionisti dopo aver remunerato i finanziatori. Il metodo **unlevered o free cash flow to firm** (cash flow per l’impresa) porta alla determinazione di un valore globale comprendente il valore del capitale proprio e il valore del debito”

(cfr. Di Marco G, Sichetti M. **L'ATTIVITÀ DEL C.T.U. E DEL PERITO** , Giuffrè, 2009; PEDRIALI F., **ANALISI FINANZIARIA E VALUTAZIONE AZIENDALE.. 2011**)

Determinazione dei Flussi di cassa complessivi (Free Cash Flow to Firm –Unlevered)

Flussi di cassa per gli azionisti	
=	Margine Operativo Lordo
-	Ammortamenti e Accantonamenti
=	Reddito Operativo (RO)
-	Imposte sul reddito operativo
+	Ammortamenti e accantonamenti
-	Investimenti operativi
+	Disinvestimenti operativi
+/-	Variazione capitale circolante
+/-	Variazione fondo TFR
+/-	Variazioni capitale (versamenti/rimborsi/etc)
+/-	Variazioni dell'indebitamento netto
=	Flusso di cassa disponibile per gli azionisti+ finanziatori (globale) (Free cash flow to Firm)

PUNTUALIZZAZIONE: METODO UNLEVERED

- E' utilizzato diffusamente nella prassi valutativa
- L'impresa è costituita da tutte le entità (e tiene conto dei soggetti) che vi hanno investito
- Il flusso di cassa su cui si fa affidamento è quello operativo, che **dovrà remunerare sia i mezzi propri che quelli di terzi**
 - Tali flussi sono, dunque, disponibili per ciascuno dei finanziatori
 - Sono flussi che residuano dopo i costi operativi e il pagamento delle imposte (figurative)
 - Sono flussi, ovviamente, disponibili prima del pagamento degli oneri finanziari
 - L'ammontare dei debiti non influenza, dunque, il valore ottenuto attualizzando i flussi di cassa unlevered

Determinazione dei Flussi di cassa per gli azionisti (Free Cash Flow to Equity –Levered

Flussi di cassa per gli azionisti	
=	Margine Operativo Lordo
-	Ammortamenti e Accantonamenti
=	Reddito Operativo (RO)
-	Interessi Passivi
-	Imposte sul reddito
=	Risultato netto
+	Ammortamenti e accantonamenti
-	Investimenti operativi
+	Disinvestimenti operativi
+/-	Variazione capitale circolante
+/-	Variazione fondo TFR
+/-	Variazioni capitale (versamenti/rimborsi/etc)
+/-	Variazioni dell'indebitamento netto
=	Flusso di cassa disponibile per gli azionisti (Free cash flow to Equity)

PUNTUALIZZAZIONE: METODO LEVERED

- Persegue la determinazione del valore dell'impresa per gli azionisti (portatori di capitale di rischio)
- Il flusso di cassa disponibile per gli azionisti è quello che residua dopo i costi operativi, le imposte sul reddito, il rimborso dei debiti e la corresponsione dei relativi oneri finanziari, dunque:
 - **Tali flussi sono disponibili per gli azionisti**
 - **Sono flussi che residuano dopo i costi operativi e il pagamento delle imposte sul reddito, interessi e rimborso di debiti**
 - **Si tratta di flussi che residuano dopo aver fatto fronte a tutti i fabbisogni finanziari e aver remunerato tutti i fattori della produzione**
 - **L'indebitamento, ovviamente, influenza il valore dell'azienda**

Procedimento Valutazione con Metodi Finanziari

1° step

Stima flussi di cassa futuri e valore finale
(Terminal Value)

2° step

Determinazione tasso di attualizzazione

3° step

Stima dei “tassi di crescita”

1° step Stima Flussi di Cassa e Terminal Value

- La stima dei flussi di cassa previsionali tiene conto dell'andamento storico (e actual) nonché dell'evoluzione del business, dei mercati di riferimento e delle strategie di m/l termine dell'impresa
- L'orizzonte temporale è finito (in genere varia tra i 5 e i 10 anni). L'estensione temporale dipende dalla natura dell'attività aziendale e dalla stabilità del comparto specifico
- La vita aziendale tuttavia non si esaurisce entro l'orizzonte temporale considerato; dopo il periodo di previsione analitica ci sarà comunque (in genere) un valore residuo (**terminal value**). Tale valore è dato dai cash flow prodotti nella fase "post--previsione"

2° step – Determinazione tasso di attualizzazione

- La scelta del tasso per l'attualizzazione dei flussi di cassa previsionale è una questione di estremo rilievo
- In genere, nella determinazione del valore aziendale complessivo (approccio *Entity Value con attualizzazione FCF Free Cash Flow to Firm o unlevered*) prende in considerazione il costo medio ponderato del capitale (WACC)

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

Dove:

E= Valore dell'Equity

D= Valore del Debito

K_e= Costo dell'Equity

K_d= Costo del Debito

t=effetto fiscale (aliquota

imposta sui redditi aziendali)

continua 2° step – Determinazione tasso di attualizzazione

- Il costo del capitale azionario (K_e) può essere determinato attraverso il metodo del CAPM (*cfr slides precedenti attualizzazione redditi normalizzati per il metodo reddituale*):
- $K_e = A + B^*$ dove:
 - **A** componente priva di rischio (risk free)
 - **B** è il premio per rischio (esempio rendimento di mercato rispetto ai rendimenti privi di rischio)
 - β è rischio specifico della società oggetto di analisi (*cfr. slides precedenti*)
- Dunque **$K_e = K_{rf} + (R_m - K_{rf}) * \beta$**
 - con K_{rf} = rendimento investimenti privi di rischio
 - R_m = rendimento di mercato
 - β è rischio specifico della società oggetto di analisi

Step 3. Determinazione tasso di crescita (o di sviluppo)

- Anche il tasso di sviluppo rappresenta una variabile critica nella valutazione
- Occorre tenere conto del tasso di sviluppo già nella fase di stima dei cash flow previsionali (per tutto l'orizzonte temporale di riferimento)
- E' importante tener conto degli effetti del tasso di sviluppo per il calcolo del **Terminal Value**
- La stima del tasso di sviluppo tuttavia necessita di estrema prudenza posta l'incertezza sugli andamenti futuri, specie in fasi congiunturali caratterizzate da stagnazione

Determinazione Valore aziendale...

calcolo Entity Value

- La **determinazione dell'entity value** (valore complessivo dell'azienda) presuppone l'**attualizzazione dei Free Cash Flow to Firm (flussi unlevered)** previsti per l'orizzonte temporale considerato più il valore residuo (**terminal value**)

$$VA = PVFCF + TV$$

dove

$$PVFCF = \sum_{t=1}^T \frac{FCF_t}{(1+WACC)^t}$$

$$TV_T = FCF_T * \frac{(1+g)}{(WACC-g)}$$

$$TV = \frac{TV_T}{(1+WACC)^T}$$

Con **g** che rappresenta il tasso di crescita o di sviluppo

Determinazione Valore aziendale...

calcolo Equity Value

- La **determinazione dell'equity value** (valore azionario) presuppone l'**attualizzazione dei Free Cash Flow to Equity (flussi levered)** previsti per l'orizzonte temporale considerato più il valore residuo (**terminal value**)
- Il tasso di attualizzazione che dovrebbe essere utilizzato non tiene più conto del costo del debito ma soltanto del costo dell'equity

$$VA = PVFECF + TV$$

dove

$$PVFECF = \sum_{t=1}^T \frac{FCF_t}{(1 + K_e)^t}$$

$$TV_T = FECF_T * \frac{(1 + g)}{(K_e - g)}$$

Con **g** che rappresenta il tasso di crescita o di sviluppo

$$TV = \frac{TV_T}{(1 + K_e)^T}$$

Metodo dei Multipli

- Il metodo dei multipli è fondato su un approccio empirico che mira a determinare il valore economico aziendale sulla base dei moltiplicatori significativi, che esprimono il **W di imprese confrontabili (per settore e tipologia)**
- Il valore dell'impresa è ottenuta attraverso l'operazione matematica: **$W=m*X$**
 - Dove **W**= valore dell'impresa (da determinare)
 - **m**=valore del multiplo desumibile dal mercato (selezionato il campione di imprese confrontabili)
 - **X**= valore presso l'impresa oggetto di valutazione della grandezza espressiva del multiplo m

Multipli (esempi)

I multipli sono ottenuti come rapporto tra grandezze espressive del valore di azienda (es. prezzo di borsa, capitalizzazione di borsa, ecc) e indicatori e/o margini di tipo reddituale o finanziario (ebit, ebitda, cash flow, fatturato)

- **P/E (Price/Earning ratio)**: rapporto fra prezzo e utile per azione
- **P/CF (Price/Cash Flow)**: rapporto fra prezzo e cash flow per azione
- **EV/Ebit (Enterprise Value/Ebit)**: rapporto fra capitalizzazione di mercato + indebitamento/risultato operativo
- **EV/Ebitda (Enterprise Value/Ebitda)**: rapporto fra capitalizzazione di mercato + indebitamento/risultato operativo lordo
- **EV/Sales (Enterprise Value/Sales)**: rapporto fra capitalizzazione di mercato + indebitamento/fatturato
- **(P/BV) Price/Book Value** : rapporto tra prezzo e valore di libro per azione