



OCCASIONI DI VALUTAZIONE, CRITERI E DOCUMENTAZIONE

VALORE AZIENDALE E VALUTAZIONE DI AZIENDA

Speaker

Stefania Rossi & Elena Fornara

02-11-2021

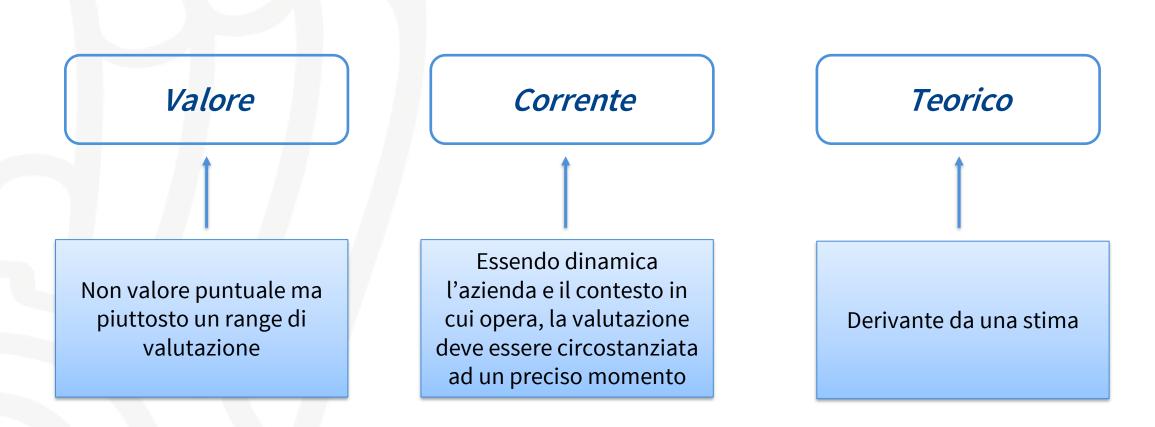
Contenuti

- 1. Il processo di valutazione aziendale
- 2. I principali criteri di valutazione aziendale
- 3. La documentazione richiesta

1. IL PROCESSO DI VALUTAZIONE AZIENDALE

Cosa si intende per valore d'azienda?

La finalità di un processo di valutazione aziendale è la definizione del



Definizione obiettivi

Finalità e contesto della valutazione

Raccolta informazioni

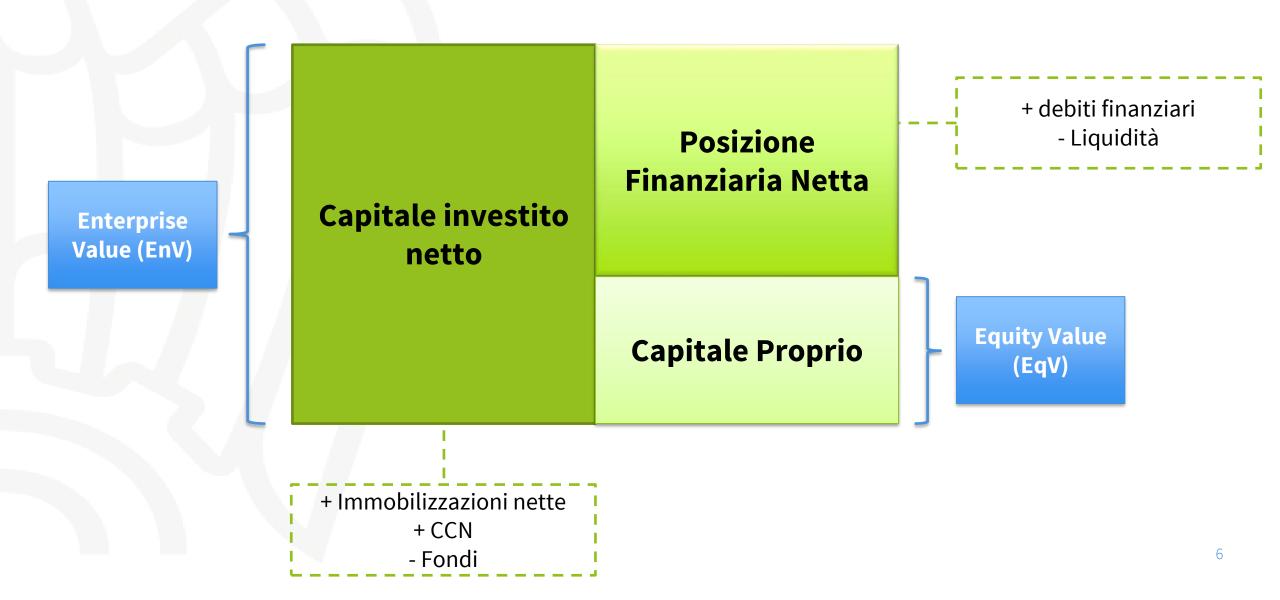
Scelta del/i metodo/i di valutazione

Sintesi, riordino e razionalizzazione delle informazioni

Analisi delle informazioni e della valutazione

Determinazione del valore

Enterprise Value Vs Equity Value



2. I PRINCIPALI CRITERI DI VALUTAZIONE AZIENDALE

I criteri di valutazione

Criterio del costo:

- 1. metodo patrimoniale semplice
- 2. metodo patrimoniale complesso

Criteri misti

- 1. metodo UEC/EVA
- 2. metodo del valore medio

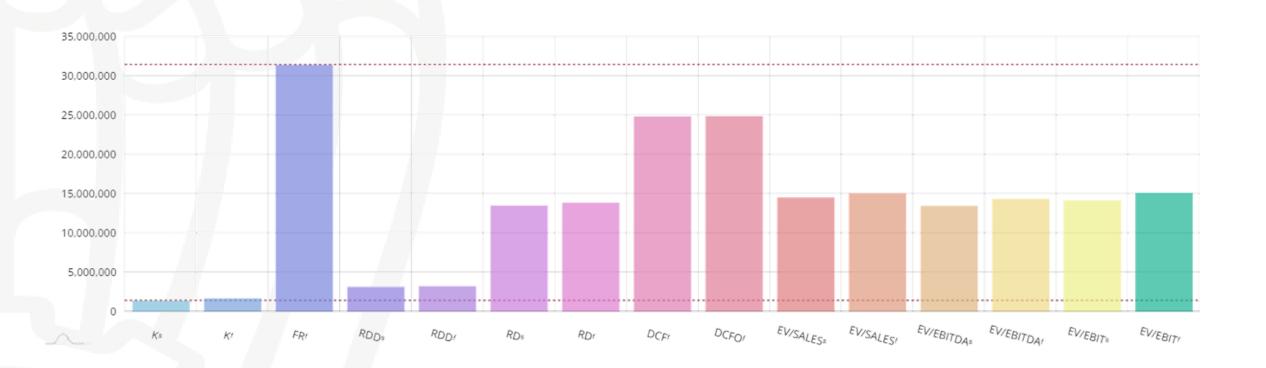
Criteri dei flussi

- 1. metodi reddituali (capitalizzazione illimitata/limitata nel tempo)
 - 2. metodi finanziari

Criteri di mercato

- 1. metodi di borsa
- 2. metodi delle transazioni comparabili
 - 3. metodo dei multipli di società comparabili
 - 4. metodi empirici

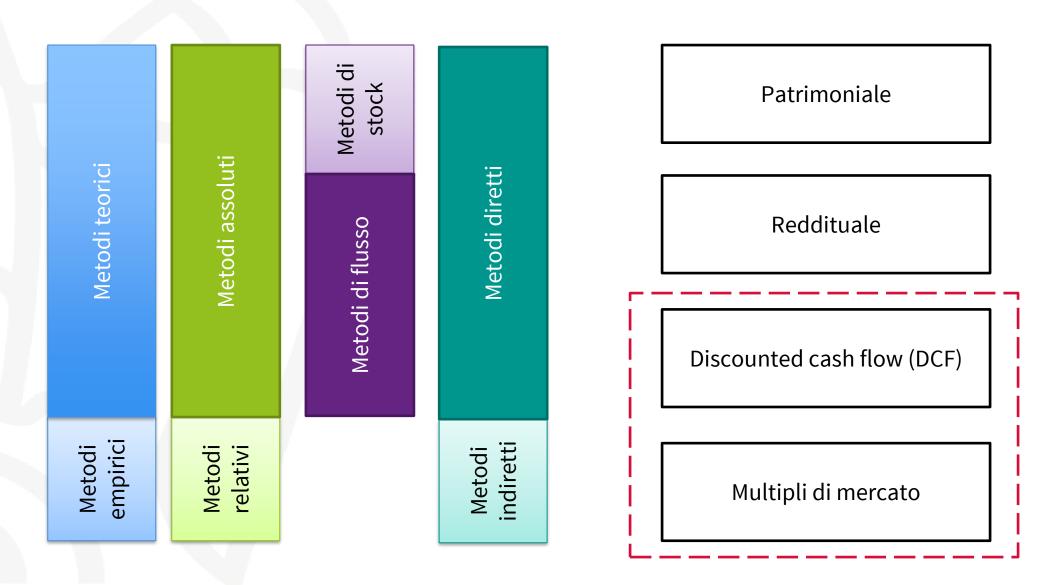
Quale metodo utilizzare per l'analisi? (1/2)



Quale metodo utilizzare per l'analisi? (2/2)

- Facilità di applicazione: meno errori, più facile da capire e immediatezza
- Disponibilità dei dati richiesti
- > Razionalità e dimostrabilità: minimizzare ipotesi e stime arbitrarie
- Riconoscibilità ed accettazione
- > Tipologia di azienda da valutare

I principali metodi di valutazione



Il Metodo Patrimoniale (1/2)

Il valore economico del capitale (W) è pari al patrimonio netto contabile opportunamente rettificato attraverso l'aggiornamento di tutti gli elementi attivi non monetari al loro valore corrente.

Metodo patrimoniale semplice: prende in considerazione i soli beni aziendali contabilizzati.

Patrimonio netto contabile +/- rettifiche sugli elementi patrimoniali - Effetti fiscali figurativi sulle rettifiche W = K'

Metodo Patrimoniale Complesso: include anche i beni aziendali non contabilizzati ma tuttavia dotati di un proprio, eventualmente anche significativo, valore economico, quali ad es. know-how, brevetti, marchi, tecnologie, quote di mercato, accordi esclusivi.

W = K' + A

Il Metodo Patrimoniale (2/2)

- Metodo caratterizzato da limitati elementi di stima e da un elevato grado di oggettività
- Può essere utilizzato per: holding patrimoniali o di partecipazioni, e le aziende in crisi con flussi reddituali e finanziari negativi
- Non prende in considerazione la produzione di reddito e di cassa attuale e prospettica dell'azienda
- Non è un metodo da utilizzare in caso di aziende la cui parte patrimoniale non è preponderante

Il metodo reddituale (1/2)

Ravvisa nella capacità dell'impresa di generare risultati economici positivi l'elemento fondamentale della valutazione. Il valore dell'azienda sarà quindi determinato sulla base dei redditi che sarà in grado di generare

Metodo della rendita perpetua: si ipotizza che l'azienda sia in grado si generare un certo livello di benefici economici (reddito normalizzato) per un periodo illimitato

$$W = R/i$$

Attualizzazione dei flussi reddituali: il valore della società è pari all'attualizzazione dei flussi reddituali prospettici che sarà in grado di produrre

$$W = \sum_{i=1}^{n} \frac{R_i}{(1 + K_e)^i} + TV$$

Dove **TV** = terminal value = $[MOL_n(1+g)/(K_e-g)]$

Il metodo reddituale (2/2)

Metodo della rendita di durata definita: il valore della società è pari al valore attuale di una rendita periodica posticipata immediata di n rate costanti, nel regime a sconto composto al tasso di interesse periodale (Ke).

$$W = R a_n \neg_{K_e}$$

- Può essere utilizzato per aziende commerciali, servizi e industriali
- Il reddito aziendale deve essere normalizzato per depurarlo dalle componenti straordinarie e dall'effetto delle politiche di bilancio

Il metodo del Discounted Cash Flow (1/5)

Il metodo dei flussi di cassa attualizzati (DCF) è basato sulla determinazione del valore attuale dei flussi di cassa attesi.

La valutazione basata sui flussi di cassa attualizzati è funzione di tre elementi fondamentali: l'entità del flusso di cassa, la distribuzione nel tempo dei flussi e il tasso di attualizzazione.

Il metodo del Discounted Cash Flow (2/5)

Unlevered DCF

- flussi attribuibili a tutti i conferenti di capitale (sia di debito che di rischio)
 - attualizzati al costo medio ponderato del capitale (WACC)

Levered DCF

- flussi direttamente prelevabili dagli investitori in capitale di rischio
 - > attualizzati al costo del capitale





Determinazione dell'EnV

Determinazione dell'EqV

Il metodo del Discounted Cash Flow (3/5)

$$EqV = \left[\sum_{i=1}^{n} FCO_i \cdot (1 + WACC)^{-i} + TV \cdot (1 + wacc)^{-n}\right] - PFN$$

Valore dell'azienda calcolato attraverso la sua capacità di generare cassa, basato su un business plan a 3/5 anni Valore dell'azienda al termine del periodo di previsione sulla base dei risultati attesi oltre questo periodo

$$TV = [FCO_{\rm n}(1+g)/(K_e - g)]$$

Il metodo del Discounted Cash Flow (4/5)

WACC =
$$\frac{E}{D + E} + \frac{D}{C} \frac{D}{D + E} (1 - t)$$

costo del capitale proprio Calcolato in base al modello Capital Asset Pricing Model CAPM

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

costo del debito al netto della fiscalità media effettiva per tenere conto della deducibilità degli oneri finanziari

Il metodo del Discounted Cash Flow (5/5)

- Pone il focus sui flussi di cassa che l'azienda è in grado di generare
- solida base dottrinale e ampiamente riconosciuto nella prassi valutativa
- Necessità di disporre di un business plan aziendale almeno triennale
- Applicazione del metodo non banale
- i flussi di cassa prospettici, il tasso di attualizzazione ed il terminal value, che ricopre un peso notevole nella Valutazione

Il metodo dei multipli (1/3)

Partendo dal presupposto che i valori di aziende similari siano confrontabili, il Metodo dei Multipli identifica i cosiddetti moltiplicatori di prezzi, cioè quozienti ottenuti rapportando i prezzi negoziati ad alcune misure di performance costituite da grandezze economico finanziarie (o talvolta anche extracontabili) ritenute rappresentative del valore aziendale.

Esprimono i "probabili prezzi" negoziabili per una data impresa, alla vendita o all'acquisto, con riferimento ad esperienze di imprese omogenee o paragonabili.

$$W = M * G - PFN$$

Il metodo dei multipli (2/3)

Multipli Unlevered

- calcolati su grandezze economiche al lordo degli oneri finanziari, flussi che mi vanno a remunerare tutti i portatori di interesse (sia quelli di terzi sia propri)
- per omogeneità il numeratore del rapporto è costituito dall' EnV

- EnV/ Fatturato netto
 - EnV/ EBITDA
 - EnV/ EBIT

Multipli Levered

- calcolati su grandezze economiche che incorporano le scelte di struttura finanziaria ovvero al netto degli oneri finanziari (remunerazione del capitale netto)
- per omogeneità il numeratore del rapporto è costituito dall' EqV



- EqV/ Utile netto (Price/Earning)
- EqV / patrimonio netto (Price/Book Value)

Il Metodo dei multipli (3/3)

- Di semplice applicazione, perché fondato su un principio di comparazione
- Facilità di calcolo e immediatezza della stima
- Ampia disponibilità di dati relativi ai prezzi di mercato, in particolare con riferimento ai Multipli di Borsa
- Non si basa sulla sola realtà aziendale, ma offre anche preziosi riscontri circa il possibile prezzo conseguibile sul mercato (metodo di multipli di transazioni comparabili)

- Multipli P/E e EnV/Ebit condizionati da politiche di bilancio e fiscali
- Difficoltà e soggettività nella scelta del campione di aziende comparabili o dello sconto per mancanza di negoziabilità

L'Economic Value Added (EVA) (1/2)

L'EVA è utile per capire se un'azienda è in grado di produrre introiti sufficienti a giustificare l'impiego di capitale che l'azienda stessa richiede e assorbe: in definitiva se crea valore o lo distrugge. Un'azienda crea valore (EVA > 0) se il rendimento del capitale investito (NOPAT/capitale investito) è maggiore del costo del capitale investito (WACC). Viceversa, un'azienda distrugge ricchezza (EVA < 0) se il rendimento del capitale investito (NOPAT/capitale investito) è inferiore del costo del capitale investito (WACC).

L'Economic Value Added (EVA) (2/2)

L'approccio dell'EVA si basa sulla stima del sovrareddito che l'impresa produce dopo aver remunerato a condizioni di mercato il capitale di debito e il capitale azionario.

NOPAT = Net Operating Profit After Tax = Utile + Oneri finanziari - Proventi finanziari

CI = Capitale Investito = Totale attivo netto – passività correnti non finanziarie – TFR- fondi rischi

Il Recap delle variabili utilizzate

- Tasso free risk (Rf)
- Rendimento di Mercato (Rm)
- Market risk premium o Equity risk premium (Rm-Rf)
- Beta (β)
- Tasso di crescita società (g)
- Costo del capitale (K_e) = Rf + β (Rm Rf)
- Costo del debito (K_d)
- Italy tax rate (t)
- Costo medio ponderato del capitale WACC = $K_e \frac{E}{D+E} + K_d \frac{D}{D+E} (1-t)$

3. LA DOCUMENTAZIONE RICHIESTA

NON esiste un *set informativo standard* per approntare una valutazione, questo dipende da:

- Oggetto e finalità dell'incarico
- 2 Tipologia dell'incarico
- Criterio/i di valutazione adottato/i

Oggetto e finalità dell'incarico

- 1. M&A
- 2. Operazioni di riorganizzazione societaria e modifica della compagine (conferimenti, recesso del socio,...)
- 3. Gestione del passaggio generazionale (patto di famiglia, Family buy out, holding di famiglia,...)
- 4. Finalità fiscali (patent box, rivalutazione dei beni d'impresa, cessione quote Srl,...)

Tipologia dell'incarico

In base alla suddivisione dei Principi Italiani di Valutazione (PIV):

- 1. Valutazione
- 2. Parere valutativo
- 3. Fairness opinion (finanziaria o funzionale)
- 4. Revisione del lavoro di un altro esperto
- 5. Calcolo valutativo

- Criterio/i di valutazione adottato/i
- Criterio patrimoniale
 - Situazione contabile patrimoniale aggiornata alla data di riferimento della valutazione
 - o Perizie di altri professionisti (es. valutazione di immobili, terreni, macchinari...)

- Criterio reddituale/finanziario
- In presenza di una valutazione che richieda l'applicazione di un criterio basato sui flussi di risultato (criterio reddituale o discounted cash flow) è necessario reperire:
 - Budget
 - Current trading alla data di riferimento della stima (o a una data prossima)
 - o Piano previsionale di un orizzonte di almeno 3 anni completo di assumption
 - Analisi di terzi indipendenti sul business
 - Costituent del tasso di attualizzazione (WACC in caso di applicazione del criterio in versione unlevered)

Criterio dei multipli di borsa/transazioni comparabili

Qualora si debba applicare un criterio di mercato occorre reperire:

- o Transazioni comparabili
- Società comparabili quotate
- o Dati di mercato patrimoniali e reddituali (anche prospettici) delle società comparabili quotate

Grazie per l'attenzione!

Elena Fornara Studio Reboa elena.fornara@studioreboa.it

Stefania Rossi
Area Credito e Finanza - Assolombarda
stefania.rossi@assolombarda.it

