



Unione Giovani
Dottori Commercialisti
ed Esperti Contabili di
Roma

Valutazione d'azienda

Roma 2 luglio 2020

Marco De Iapinis

Dottore Commercialista e Revisore Legale



La **valutazione di un'azienda** consiste in un processo finalizzato alla **stima del suo valore** tramite l'utilizzo di uno o più metodi specifici.

L'obiettivo di un processo di valutazione varia in relazione al contesto in cui si rende necessario definire il valore di un'azienda. La misurazione del valore assume una particolare rilevanza nell'ambito di:

- operazioni di fusione e acquisizione (M&A);
 - quotazione nei mercati finanziari (IPO);
 - investimento nel capitale di rischio di società non quotate (private equity e venture capital);
 - valutazione per finalità interne (auto-diagnosi).
-

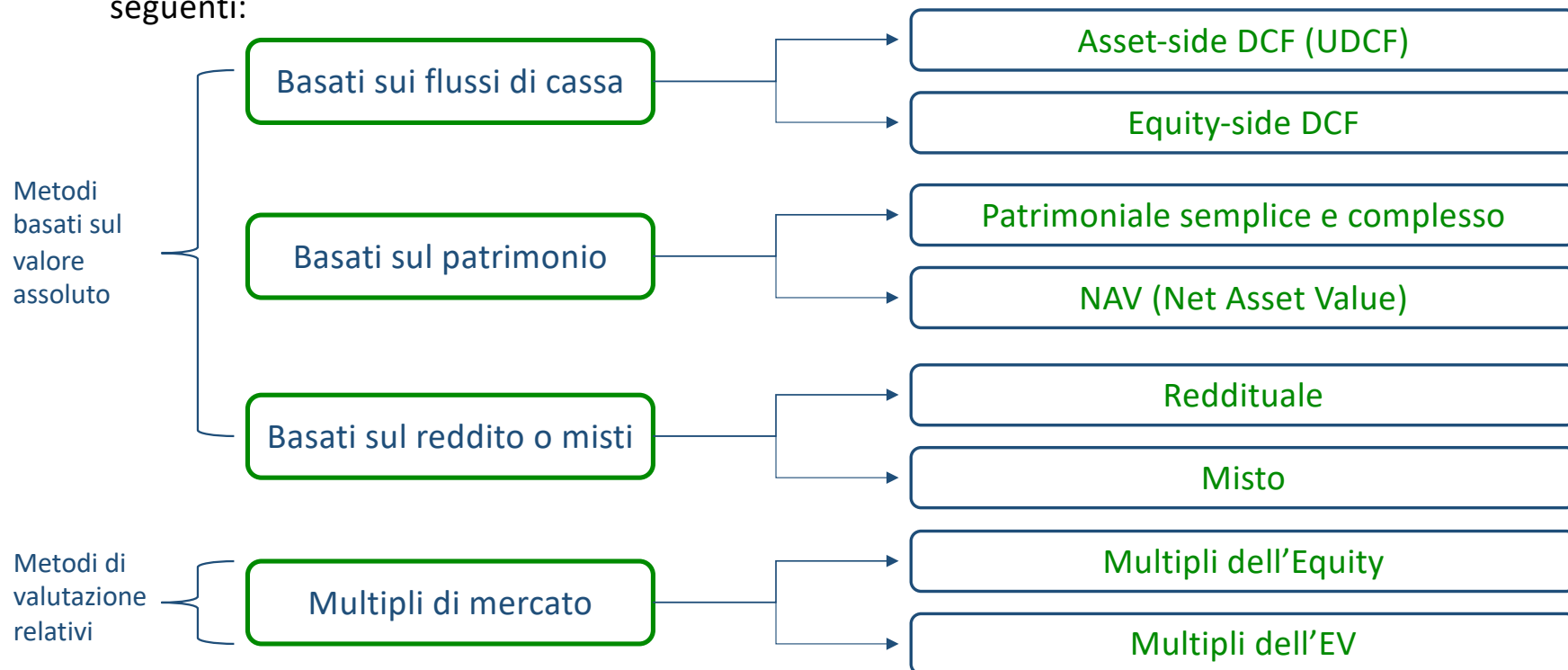


I metodi di misurazione del valore di un'impresa devono possedere, per essere ritenuti affidabili, le seguenti caratteristiche:

- **razionalità**, nel senso che devono derivare da un processo logico, chiaro e convincente e quindi largamente condivisibile;
 - **neutralità**, nel senso di escludere scelte meramente soggettive che influenzano senza ragione il processo e di conseguenza il risultato della valutazione;
 - **dimostrabilità** dei fattori che entrano nelle formule derivanti dai modelli e delle formule stesse;
 - **stabilità**, intesa nel senso di evitare continue oscillazioni di valore legate a variazioni di prospettive dipendenti più da opinioni che da modifiche oggettive degli scenari.
-



Per effettuare la **valutazione di un'azienda** si può fare ricorso ad uno o più metodi specifici tra i seguenti:





Unione Giovani
Dottori Commercialisti
ed Esperti Contabili di
Roma

Metodo basato sui flussi di cassa



Il **metodo del Discounted Cash Flow** è riconosciuto come il più accreditato dalle moderne teorie aziendali che correlano il valore aziendale alla capacità di produrre un livello di flussi finanziari adeguato a soddisfare le aspettative di remunerazione di un investitore.

Secondo la prassi prevalente, il valore del capitale proprio di un'azienda è dato dalla somma algebrica delle seguenti componenti:

- il valore **attuale dei flussi di cassa operativi netti che sarà in grado di generare in futuro** (il cosiddetto **Enterprise Value**), scontati ad un tasso di attualizzazione pari al costo medio ponderato del capitale (Weighted Average Cost of Capital o WACC); in genere tale calcolo prevede la determinazione del valore attuale dei flussi di cassa operativi attesi per un periodo di previsione esplicito e un valore finale, corrispondente al valore attuale dei flussi successivi al periodo di previsione analitica;
 - la **posizione finanziaria netta consolidata**, espressa a valori di mercato;
 - il **valore di mercato di eventuali attività non inerenti alla gestione caratteristica** o comunque non considerate ai fini delle proiezioni dei flussi di cassa operativi (surplus assets).
-



La formula che esprime il valore dell'azienda è la seguente:

$$E = \sum_{t=1}^n \frac{OFCF_t}{(1+WACC)^t} + Vf - D - M + SA$$

dove:

E = valore di mercato del patrimonio netto o Equity;

OFCF_t = flussi di cassa operativi attesi nel periodo di previsione esplicita;

WACC = tasso di attualizzazione, espresso come costo medio ponderato del capitale;

n = numero di anni di previsione esplicita;

Vf = valore finale attualizzato dell'azienda, corrispondente al valore attuale dei flussi relativi agli anni da n+1 in poi;

D = posizione finanziaria netta;

M = minorities (valore di mercato del patrimonio netto di terzi);

SA = surplus assets.



In particolare, il valore del capitale operativo o **Enterprise Value**, incluso nella formula precedente, è così rappresentabile:

$$EV = \sum_{t=1}^n \frac{OFCF_t}{(1+WACC)^t} + Vf$$



I flussi di cassa attesi hanno natura operativa e sono pertanto legati all'attività caratteristica della società. Partendo dal risultato operativo consolidato possono essere determinati come segue:

Risultato operativo (EBIT)

- imposte sul risultato operativo

= risultato operativo al netto delle imposte specifiche

+ ammortamenti

+ accantonamenti e altre voci non monetarie

+/- variazioni negative/positive del capitale circolante

- investimenti in capitale fisso (al netto di eventuali disinvestimenti)

= **Flusso di cassa operativo netto (OFCF)**



Il **tasso assunto per l'attualizzazione dei flussi di cassa attesi** è rappresentato dal costo medio ponderato del capitale, che riflette il rischio specifico dell'azienda, sia operativo sia finanziario.

Viene calcolato in base alla seguente formula:

$$WACC = K_d * (1 - T) * \frac{D}{D+E} + K_e * \frac{E}{D+E}$$

dove:

$K_d * (1-T)$ = costo del debito al netto dell'effetto fiscale;

K_e = costo del capitale proprio;

D = posizione finanziaria netta;

E = valore di mercato del patrimonio netto o *Equity*.



La **struttura del capitale** (o rapporto di indebitamento) è calcolata sulla base del valore corrente del debito e del patrimonio della società; in alternativa può essere utilizzato un rapporto di indebitamento obiettivo ottimale (raggiungibile nel medio termine) oppure una stima puntuale anno per anno.

Il **costo dell'indebitamento**, $K_d \times (1-T)$, è pari al costo medio dell'indebitamento a medio-lungo termine, al netto dell'effetto fiscale.

Il **costo del capitale proprio**, K_e , è pari al tasso di rendimento delle attività prive di rischio, incrementato di un premio per il rischio specifico, calcolato con riferimento al cosiddetto coefficiente beta, che misura il rischio sistematico dell'impresa in relazione alla volatilità del suo rendimento rispetto a quello del mercato. Il **coefficiente beta** viene stimato sulla base del medesimo parametro espresso da società quotate comparabili e di considerazioni relative alla specifica realtà da valutare.



Il calcolo è rappresentato nella formula sottostante:

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

dove:

R_f = tasso di rendimento risk free, pari al rendimento delle attività prive di rischio e stimato sulla base del rendimento garantito da obbligazioni a medio-lungo termine emesse dallo Stato;

β = coefficiente di volatilità o rischio sistematico, assunto come media dei beta di mercato di un campione di società comparabili;

$(R_m - R_f)$ = premio per il rischio di mercato, misurato come maggiore rendimento che gli investitori richiedono a fronte dell'investimento nel mercato azionario rispetto ad attività prive di rischio.



Il valore finale è una grandezza di sintesi che rappresenta il valore attuale dei flussi di cassa operativi previsti per il periodo successivo all'orizzonte temporale esplicito di proiezione. È determinato sulla base di due variabili principali: il flusso di cassa operativo normalizzato del primo anno dopo il periodo di previsione analitica e il tasso di crescita di tale flusso atteso in perpetuo (denominato "g").

Il valore finale viene in genere calcolato secondo due approcci, ciascuno dei quali conta numerose formule di calcolo (di cui per semplicità si segnalano quelle maggiormente utilizzate):

- il primo calcola tale valore attualizzando, secondo la formula della rendita perpetua, il flusso di cassa dell'anno n-esimo (ultimo anno di previsione esplicita), incrementato di un tasso di crescita perpetua "g". Il valore ottenuto viene attualizzato alla data di riferimento della valutazione:

$$V_f = \frac{\frac{OFCF_n * (1 + g)}{WACC - g}}{(1 + WACC)^n}$$



La **posizione finanziaria netta** è calcolata come totale dei debiti finanziari, sia a breve sia a lungo termine, al netto della cassa e delle attività finanziarie in portafoglio e facilmente liquidabili. Laddove possibile (per esempio in caso di obbligazioni quotate), i debiti dovrebbero essere espressi a valori di mercato.

Le **altre componenti di valore (surplus assets)** comprendono il valore complessivo di eventuali attività che la società detiene, ma che non concorrono alla determinazione dei flussi di cassa operativi e che pertanto occorre considerare separatamente.



A fronte di una validità teorica ineccepibile del metodo dei flussi di cassa, esistono tuttavia alcune difficoltà applicative:

- Attendibilità dei dati finanziari prospettici;
 - Definizione di un beta coerente;
 - Orizzonte temporale;
 - Presenza di surplus assets;
 - Presenza di rilevanti progetti di crescita relativi a nuove iniziative strategiche;
 - Valore finale.
-



L'approccio dei flussi di cassa attualizzati affonda le proprie radici nella regola del valore attuale, in base al quale il **valore di qualsiasi attività è rappresentato dal valore attuale dei flussi di cassa attesi.**

Ci sono due modi per utilizzare il modello DFC (Discounted Cash Flow):

- il **metodo basato sul cosiddetto Unlevered Cash Flow;**
 - il **metodo basato sul flusso netto spettante agli azionisti.**
-



- Il **metodo basato sul cosiddetto Unlevered Cash Flow** consente di stimare il valore degli asset dell'impresa (o il valore del suo capitale operativo). Il valore del capitale netto dell'impresa viene poi ottenuto sottraendo dal valore del capitale operativo il valore di mercato dell'indebitamento. In questo caso il flusso di cassa utilizzato per la valutazione, raggruppa i flussi di cassa generati dall'attività operativa dell'impresa e disponibili per remunerare tutti gli investitori, azionisti e non. Tale flusso di cassa, misurato al netto di costi operativi e imposte, ma al lordo degli oneri finanziari, è definito flusso di cassa disponibile per l'impresa (FCFF - Free Cash Flow to the Firm).
 - Con il metodo **basato sul flusso netto spettante agli azionisti** si ricerca direttamente il valore del patrimonio netto. Si parla di flusso netto in quanto dal flusso di cassa generato dalle attività occorre togliere tutti i costi operativi, le imposte e gli oneri finanziari (interessi e quota di rimborso dei debiti) nell'ipotesi che l'investitore azionario abbia preso in prestito parte dei fondi necessari per acquistare le attività. Tale flusso di cassa viene denominato flusso di cassa disponibile per gli azionisti (FCFE – Free Cash Flow to Equity).
-
-



La formula generale diventa, quindi, nei due approcci di valutazione:

$$V_{asset} = \sum_{t=1}^T \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t}$$

$$V_{equity} = E = \sum_{t=1}^T \frac{FCFE_t}{(1+r_E)^t}$$

Dove:

V_{assets} : valore del capitale operativo (asset value);

V_{equity} : valore del patrimonio netto (equity value E);

$FCFF_t$: flusso di cassa operativo (per l'impresa) in ciascun periodo t;

$FCFE_t$: flusso netto di cassa per gli azionisti in ciascun periodo t;

r_E : costo del capitale di rischio (costo opportunità dell'equity);

WACC : costo medio ponderato del capitale;

T : durata del periodo di previsione e valutazione, nel caso di un'impresa T è generalmente infinito.



È importante sottolineare fin dal principio che sebbene i due approcci utilizzino due definizioni di flussi di cassa differenti, essi porteranno a risultati compatibili se lo stesso insieme di ipotesi viene mantenuto per entrambi. Il concetto chiave è che deve esserci la massima coerenza tra flusso di cassa considerato e tasso di attualizzazione. In particolare, l'attualizzazione dei FCFE deve avvenire a un tasso espressivo del costo opportunità di investimenti alternativi in capitale azionario di imprese comparabili (c.d., costo del capitale proprio, r_E), mentre l'attualizzazione dei FCFF deve avvenire a un tasso che rifletta il costo opportunità di tutti i finanziatori. Tale tasso deve incorporare i costi opportunità delle diverse forme di finanziamento in proporzione alle contribuzioni relative di ciascuna di esse al totale della dotazione di capitale aziendale (c.d., costo medio ponderato del capitale o WACC).



La valutazione di aziende seguendo l'approccio dei flussi di cassa attualizzati comporta quattro passi "critici", che possono essere così schematizzati:

- **scelta del modello da utilizzare**, sulla base delle ipotesi formulate riguardo il futuro andamento dei flussi di cassa e sulla base delle caratteristiche di quella data impresa;
- **stima dei flussi di cassa**;
- **stima del tasso di attualizzazione**;
- **stima dei tassi di crescita**.

Dal momento che non è possibile valutare un'impresa stimando infiniti flussi di cassa, sono state sviluppate diverse versioni del modello a seconda delle ipotesi assunte in merito alla crescita attesa di tali flussi. Vediamo di seguito le più comunemente utilizzate:

- **il modello di crescita costante di Gordon**;
 - **il modello a due stadi di attualizzazione dei flussi di cassa**;
 - **il modello a tre stadi di attualizzazione dei flussi di cassa**.
-



Il **modello di Gordon** si basa sull'ipotesi che il **livello dei flussi di cassa da oggi fino all'infinito cresca ad un tasso costante pari a g** . A seconda di valutazioni asset side o equity side avremo pertanto:

$$V_{asset} = \frac{FCFF_1}{WACC - g}$$

$$V_{equity} = E = \frac{FCFE_1}{r_E - g}$$

dove:

$FCFF_1$ = flusso di cassa operativo atteso per l'esercizio successivo (il primo oggetto di valutazione);

$FCFE_1$ = flusso di cassa per gli azionisti atteso per l'esercizio successivo (il primo oggetto di valutazione);

g = tasso di crescita costante e perpetuo del flusso di cassa.



Se da un lato il modello di Gordon garantisce semplicità ed immediatezza nella valutazione, tuttavia esso presenta non pochi punti di attenzione che restringono notevolmente il campo di applicazione a quelle imprese che stanno crescendo al loro tasso di crescita stabile e si trovano quindi in fase di maturità. Come regola generale, il tasso di crescita g non può eccedere il tasso di crescita dell'economia in cui opera, dal momento che ciò implicherebbe che nel lunghissimo periodo la società diventi più grande dell'economia stessa.

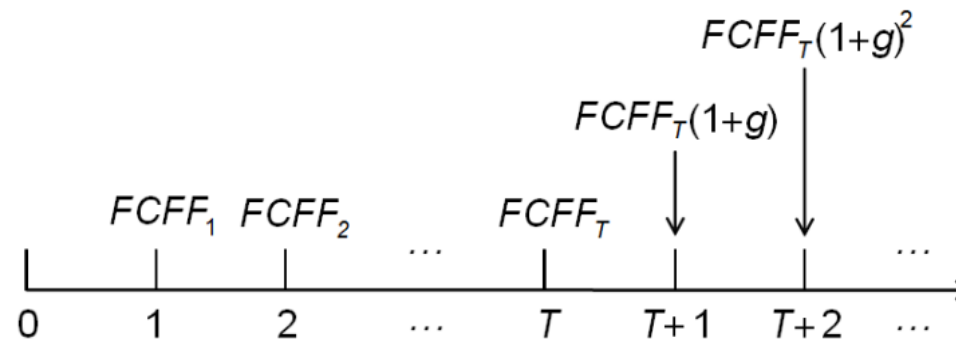
Inoltre, l'ipotesi che un'azienda sia in fase di stabilità implica pure che essa possieda altre caratteristiche delle aziende mature. Infine è importante sottolineare l'eccessiva sensibilità del modello di Gordon anche a piccole variazioni del tasso di crescita. È facile infatti verificare come un piccolissimo errore di stima del tasso di crescita perpetua g comporti notevoli variazioni sul risultato finale.



Il **modello di valutazione a due stadi** consiste nella valutazione di un'impresa come somma di due componenti:

una **componente relativa ai primi T flussi di cassa** (T prende il nome di orizzonte di valutazione puntuale), più una **componente residuale**, ossia relativa ai secondi (di numerosità infinita) flussi di cassa, che partono dal tempo $T + 1$. Tale valore prende il nome di valore terminale (TV - terminal value) attualizzato. In questa fase successiva i flussi di cassa sono ipotizzati crescere ad un tasso di lungo periodo pari a g .

In un grafico che mostra l'asse dei tempi, avremo:





Analiticamente, per l'approccio asset side, si avrà:

$$V_{asset} = \underbrace{\sum_{t=1}^T \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t}}_{\text{primo stadio}} + \underbrace{\frac{FCFF_T(1+g)}{WACC-g} \cdot \frac{1}{(1+WACC)^T}}_{\text{valore terminale attualizzato}}$$

Come caso particolare, se si ipotizza che l'impresa in esame cresca fino ad un determinato periodo T con un tasso di crescita "elevato" (g_1) per poi avere un tasso stabile di lungo periodo (g_2) nella fase successiva, tale formula si riduce a:

$$V_{asset} = \underbrace{\sum_{t=1}^T \frac{FCFF_1(1+g_1)^{t-1}}{(1+WACC)^t}}_{\text{primo stadio}} + \underbrace{\frac{FCFF_T(1+g_2)}{WACC-g_2} \cdot \frac{1}{(1+WACC)^T}}_{\text{valore terminale attualizzato}}$$

dove:

g_1 = tasso di crescita costante dei flussi nel periodo [$t = 1$; $t = T$];

g_2 = tasso di crescita costante dei flussi di cassa dal periodo $T + 1$ in poi.



Il modello a due stadi è più adatto ad aziende che si trovano in elevata crescita e si attendono di rimanerci per uno specifico numero di anni, dopo di che prevedono una scomparsa delle fonti di crescita elevata. Un possibile scenario nel quale quanto sopra potrebbe rispondere alla realtà è quello in cui l'azienda disponga di brevetti su un prodotto molto redditizio, validi per alcuni anni, e si attenda una crescita straordinaria per tutto il periodo corrispondente.

Un altro scenario potrebbe essere quello di un'azienda operante in un contesto a crescita straordinaria grazie all'esistenza di barriere all'entrata (sia legali, sia derivanti dalla necessità di infrastrutture) che tengano lontani i nuovi entranti per parecchi anni. I punti di attenzione del modello sono brevemente quello di prevedere un passaggio troppo brusco e repentino del tasso di crescita elevato a quello "di lungo periodo", oltre alla difficoltà nella corretta individuazione della lunghezza del periodo di crescita elevata.



Il modello di attualizzazione a tre stadi prevede un periodo iniziale di T_1 anni di elevata crescita, un periodo di transizione (dall'anno $T_1 + 1$ a T_2) nel quale la crescita diminuisce ed un periodo finale (dall'anno $T_2 + 1$ in poi) di crescita stabile. Questo è il più generico tra i modelli. Tecnicamente, il modello ipotizza un periodo iniziale di crescita stabile elevata, un secondo periodo di crescita decrescente ed un terzo periodo di crescita stabile bassa che dura all'infinito. Analiticamente, considerando l'approccio asset side, si avrà:

$$V_{asset} = \underbrace{\sum_{t=1}^{T_1} \frac{FCFF_t (1+g_1)^{t-1}}{(1+WACC)^t}}_{\text{primo stadio}} + \underbrace{\sum_{t=T_1+1}^{T_2} \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t}}_{\text{secondo stadio}} + \underbrace{\frac{FCFF_{T_2} (1+g_2)}{WACC - g_2} \cdot \frac{1}{(1+WACC)^{T_2}}}_{\text{valore terminale attualizzato}}$$

= periodo di crescita elevata + fase di transizione + crescita stabile



Data l'elevata flessibilità, ciò lo rende particolarmente adeguato per quelle aziende che, oltre ad avere tassi di crescita variabili nel tempo, hanno anche altre dimensioni variabili: in particolare la politica dei dividendi ed il rischio.

Il modello a tre stadi è certamente indicato per quelle aziende che stanno crescendo ad un tasso corrente straordinario e si aspettano di mantenere questo tasso per un periodo iniziale, dopo di che il vantaggio competitivo dell'azienda tenderà ad assottigliarsi, portando ad un graduale decremento del tasso di crescita fino ad un nuovo livello di stabilità.

Dopo aver analizzato la prima problematica connessa con la corretta individuazione del modello da considerare, date le caratteristiche specifiche dell'azienda che vogliamo valutare, bisogna quindi procedere con la stima dei flussi di cassa a seconda dell'approccio "asset side o equity side" che si vuole seguire.



Unione Giovani
Dottori Commercialisti
ed Esperti Contabili di
Roma

Il **flusso di cassa disponibile per l'azionista (FCFE)** è il flusso di cassa che residua dopo i costi operativi, il rimborso dei debiti e i relativi oneri finanziari e ogni altro investimento necessario a garantire il mantenimento del tasso di crescita dei flussi di cassa previsti.



Dal punto di vista tecnico-contabile:

Vendite – Costi operativi

= **Margine operativo lordo (MOL o EBITDA)**

– Ammortamenti ed accantonamenti

= **Risultato operativo (RO o EBIT)**

– Interessi

= **Risultato ante-imposte**

– Imposte

= **Risultato Netto**

+ Ammortamenti ed accantonamenti

= **Flusso di cassa operativo**

–/+ Variazioni di capitale circolante

– Investimenti in conto capitale

+ Disinvestimenti di capitale fisso

– Rimborsi di capitale

+ Accensione nuovi finanziamenti

= **Flusso di cassa disponibile per l'azionista (FCFE)**



Gli **ammortamenti ed accantonamenti** vengono sottratti e poi risommati dal momento che sono deducibili ai fini fiscali ma non comportano un'uscita di cassa. In altre parole, così facendo, siamo in grado di considerare gli effetti fiscali da loro generati senza incidere sulla determinazione del flusso di cassa.

Per ciò che riguarda gli **investimenti**, essi devono essere sottratti dal momento che comportano un'uscita di cassa da parte della società. Essi sono inoltre strettamente legati con la capacità di crescita, in quanto tanto minori saranno gli investimenti tanto minori dovranno essere le attese sulla crescita dei futuri flussi di cassa.

Infine, il **capitale circolante** di un'azienda è la differenza tra le sue attività correnti e le sue passività correnti. Le variazioni del capitale circolante influenzano pertanto il flusso di cassa dell'azienda: gli incrementi di capitale circolante sono impieghi di cassa e i decrementi sono fonti.

I flussi di cassa disponibili per l'azionista differiscono poi dal dividendo in quanto i primi rappresentano il dividendo potenziale, ossia il massimo livello del dividendo che l'azienda potrebbe distribuire.



I **flussi di cassa disponibili per l'impresa (FCFF)** sono quelli che residuano dopo i costi operativi ed il pagamento delle imposte, ma prima del pagamento degli oneri finanziari. Il flusso di cassa disponibile per l'impresa sarà dunque generalmente maggiore del flusso di cassa disponibile per l'azionista per qualsiasi azienda indebitata, mentre sarà uguale per un'azienda priva di capitale di terzi.



Il flusso di cassa disponibile per l'impresa può essere determinato nel seguente modo:

Vendite – Costi operativi

= Margine operativo lordo (MOL o EBITDA)

– Ammortamenti ed accantonamenti

= Risultato operativo (RO o EBIT)

– Imposte

= Risultato Netto (NOPAT)

+ Ammortamenti ed accantonamenti

= Flusso di cassa operativo (EBITDA al netto delle imposte)

–/+ Variazioni di capitale circolante

– Investimenti in conto capitale

+ Disinvestimenti di capitale fisso

= Flusso di cassa disponibile per l'impresa (FCFF)



Dal momento che il flusso di cassa disponibile per l'impresa è calcolato prima dei pagamenti a servizio dei debiti, l'ammontare degli stessi non influenza tale grandezza ed è per questo che tale procedimento è preferibile per la valutazione di quelle aziende la cui corretta stima degli oneri finanziari risulta difficoltosa.

Ciò comunque non implica che attualizzando i flussi di cassa per l'impresa al costo medio ponderato del capitale (WACC) il valore ottenuto non sia influenzato dall'indebitamento che, come vedremo, è considerato nella determinazione del fattore di sconto.



Il tasso di attualizzazione.

Per poter valutare un'impresa, è necessario stimarne il corretto tasso di attualizzazione dei flussi di cassa (o dei redditi in caso di metodi reddituali). Vale infatti la regola generale secondo cui ciascun flusso di cassa destinato agli azionisti o all'impresa deve essere attualizzato considerando il tasso che rappresenta il rendimento offerto dal mercato per investimenti di pari rischiosità, ovvero il costo opportunità del capitale.

Il **costo del capitale netto**, o costo dei mezzi propri, (r_E) deve essere utilizzato quando si considerano i flussi di cassa disponibili all'azionista (FCFE). Il **costo medio ponderato del capitale (Weighted Average Cost of Capital - WACC)** che rappresenta il **rendimento accettabile per l'intero capitale investito**, viene utilizzato nel caso in cui consideriamo i flussi di cassa disponibili all'impresa (FCFF), ed è calcolato come media dei rendimenti richiesti sul debito e sull'equity, ponderata in funzione dei rispettivi contributi alla copertura finanziaria del capitale investito netto.



Il **costo del debito** (r_D), invece, è rappresentato dal **tasso al quale un'impresa può ottenere fondi in prestito**, al netto dei benefici fiscali del debito. Le imprese con un più elevato rischio di default dovrebbero avere un costo del debito maggiore rispetto a quelle con un rischio di default più basso.

In particolare, il costo dei mezzi propri (r_E) può essere definito attraverso l'utilizzo di modelli rischio-rendimento: il modello più noto ed usato è il Capital Asset Pricing Model.

Il CAPM afferma che il **rischio rilevante di un investimento è dato dalla sua sensibilità alle variazioni del mercato nel complesso**, cioè, in altre parole, da quanto il rendimento di un determinato portafoglio è sensibile alle variazioni del mercato.

Tale rischio è misurato, analiticamente, dall'indice «**beta**» β . La formula per la stima del rendimento atteso risulta quindi:

$$r_E = r_F + \beta_E * (r_M - r_F)$$

Dove:

r_E : rendimento attesi

r_F : tasso privo di rischio

$\beta_E * (r_M - r_F)$: premio di rischio sul portafoglio di mercato, ovvero premio per il rischio di mercato, moltiplicato per il beta dell'azione



Il costo del capitale netto secondo il CAPM è dunque funzione di tre fattori:

- il tasso privo di rischio;
- il premio di rischio sul portafoglio di mercato;
- il beta dell'investimento azionario preso in esame.

In genere, come **tasso privo di rischio** si prende il **tasso di interesse sui titoli di Stato**.

Il **premio per il rischio di mercato** misura il **premio richiesto per investire nel mercato azionario**. Tale premio oscilla in un range tra il 4 e il 6%.

Il **beta** misura infine il **rischio di mercato delle azioni dell'impresa, ovvero il rischio non diversificabile che sopporterebbero gli azionisti**. Il costo medio ponderato del capitale (WACC) è già stato trattato nel primo modulo ed è definito come la media dei costi delle diverse fonti di finanziamento ponderate per la quota con cui ciascuna di esse (capitale proprio e capitale di terzi) contribuisce alla determinazione delle passività totali.



Analiticamente:

$$WACC = rE * \frac{E}{D + E} + rD * (1 - T_c) * \frac{D}{D + E}$$

dove:

$\frac{E}{D+E}$: peso del capitale netto (equity) come fonte di finanziamento;

$\frac{D}{D+E}$: peso del debito come fonte di finanziamento;

T_c = aliquota d'imposta.

Il peso attribuito al capitale di rischio e all'indebitamento, nel calcolo del costo medio ponderato del capitale, deve basarsi su valori di mercato, non su valori contabili.



Unione Giovani
Dottori Commercialisti
ed Esperti Contabili di
Roma

Metodo dei multipli di mercato



Il metodo dei multipli di mercato presuppone che il **valore di una società si possa determinare assumendo come riferimento le indicazioni fornite dal mercato per società con caratteristiche analoghe a quella oggetto di valutazione.**

Il metodo si basa sulla **determinazione di multipli calcolati come rapporto tra valori borsistici e grandezze economiche, patrimoniali e finanziarie di un campione selezionato di società comparabili.** I moltiplicatori così determinati vengono applicati, con le opportune integrazioni, alle corrispondenti grandezze della società oggetto di valutazione, al fine di stimare un intervallo di valori, qualora la società non sia quotata, o verificare se essi siano in linea con quelli espressi dal mercato, qualora sia negoziata su mercati borsistici.

L'applicazione di tale criterio si articola nelle seguenti fasi:

- **Determinazione del campione di riferimento**
 - **Scelta dei multipli significativi**
 - **Calcolo dei multipli prescelti per le società rappresentate nel campione**
 - **Identificazione dell'intervallo di valori dei multipli da applicare alla società oggetto di valutazione**
 - **Applicazione dei multipli**
-



Unione Giovani
Dottori Commercialisti
ed Esperti Contabili di
Roma

Determinazione del campione di riferimento.

Data la natura di tale metodologia, risulta fondamentale l'affinità (da un punto di vista industriale e finanziario) tra le società incluse nel campione di riferimento e la società da valutare. L'impossibilità pratica di identificare società omogenee sotto ogni profilo induce a determinare i tratti più significativi per la definizione del paniere di confronto e a selezionare di conseguenza le aziende comparabili in relazione agli attributi prescelti.



Scelta dei multipli significativi.

I principali multipli impiegati nella valutazione d'azienda sono di seguito elencati:

- **EV/EBITDA**: rapporto tra Enterprise Value (capitalizzazione di mercato più posizione finanziaria netta) e margine operativo lordo;
- **EV/EBIT**: rapporto tra Enterprise Value e reddito operativo;
- **Price/earning (P/E)**: rapporto tra prezzo dell'azione e utile netto per azione;
- **EV/OPCF**: rapporto tra Enterprise Value e flusso di cassa operativo;
- **EV/Sales**: rapporto tra Enterprise Value e fatturato dell'azienda.

I multipli costruiti utilizzando grandezze contabili più influenzate da politiche di bilancio e fiscali sono soggetti al rischio di distorsione e possono condurre a risultati fuorvianti; fra tutti, il P/E risente maggiormente di tali fattori (oltre a risentire del diverso livello d'indebitamento). Per questa ragione, nella prassi vengono effettuate alcune rettifiche e normalizzazioni o in alternativa si ricorre a multipli calcolati con poste meno discrezionali (ad esempio, EV/EBITDA rispetto a EV/EBIT). L'utilizzo dell'EV/Sales, invece, è sempre meno frequente ed è confinato a casi di società con margini negativi o in fase di turnaround.



Calcolo dei multipli prescelti per le società rappresentate nel campione

In genere i multipli vengono calcolati sulla base dei dati finanziari dell'anno corrente e di quello successivo, tuttavia è possibile scegliere periodi temporali diversi, in funzione della specifica realtà aziendale e del contesto di valutazione.

Identificazione dell'intervallo di valori dei multipli da applicare alla società oggetto di valutazione.

La scelta dell'intervallo da applicare avviene in base a considerazioni qualitative e quantitative circa la comparabilità delle società che compongono il campione.

Applicazione dei multipli

I ratio così ottenuti sono applicati alle quantità economiche, patrimoniali e finanziarie della società oggetto di valutazione, al fine di determinare un intervallo di valori.



L'utilizzo dei multipli di mercato è ritenuto dai sostenitori del DCF un semplice metodo di controllo. Nella prassi finanziaria gli operatori ricorrono sempre più spesso al metodo dei moltiplicatori per validare i risultati dei metodi finanziari, soprattutto quando l'obiettivo della valutazione è l'individuazione di un prezzo, e non solo di un valore.

Anche il metodo dei multipli presenta una serie di limiti, che dipendono prevalentemente dalle difficoltà insite nella scelta del campione di società comparabili e del moltiplicatore da utilizzare.

Le problematiche connesse sono:

- **Scelta del campione di riferimento**
 - **Scelta dei multipli significativi**
-



Unione Giovani
Dottori Commercialisti
ed Esperti Contabili di
Roma

Metodo patrimoniale



L'approccio patrimoniale si fonda sul principio della **valutazione analitica dei singoli elementi dell'attivo e del passivo che compongono il capitale per determinare quindi il capitale netto mediante semplice differenza.**

Elemento distintivo fondamentale è il trattamento riservato in sede di **valutazione agli elementi attivi che formano il cosiddetto "patrimonio immateriale" di un'impresa**, vale a dire l'insieme degli intangibles riferibili al marketing e alle relazioni con la clientela, alle tecnologie, alle risorse umane, ecc. Nell'ambito di tale approccio si distinguono:

- i **metodi patrimoniali semplici**, che considerano nell'attivo i soli beni materiali;
 - i **metodi patrimoniali complessi**, che comportano la valorizzazione specifica anche dei beni immateriali.
-



Il metodo patrimoniale semplice fa coincidere il **valore del capitale** con la **differenza esistente tra il valore corrente degli elementi attivi e quello degli elementi passivi, considerando nell'attivo solo i "beni materiali"**. La determinazione del valore patrimoniale si fonda su una stima analitica degli elementi patrimoniali (effettuata distintamente per ciascun elemento) a valori correnti.

L'obiettivo del criterio patrimoniale semplice è quello di **esprimere il patrimonio netto della società oggetto di valutazione a valori correnti o di mercato**, dato che il patrimonio netto contabile desumibile dal bilancio di esercizio non è un buon indicatore in quanto risente, all'origine, dei limiti dati dalle convenzioni usate.

Il capitale netto rettificato è definito dalla somma del capitale netto contabile (C), e dalle plusvalenze (P) e minusvalenze (M) accertate, dedotti, se del caso, gli oneri fiscali potenziali. In sintesi, se T_c è l'aliquota fiscale del reddito di impresa:

$$K = C + [(P1 + P2 + P3 + \dots) - (M1 + M2 + M3 + \dots)] \times (1 - T_c)$$

K definisce quindi il valore del capitale economico dell'azienda considerata.



Il metodo patrimoniale semplice assume particolare significato nella valutazione di aziende dotate di attività caratterizzate da elevata autonomia di valore, come **società immobiliari** oppure **holding pure**.

Il valore di mercato delle attività tende a rappresentare anche il valore attuale dei flussi di risultato ottenibili da ciascuno di essi singolarmente. Al di fuori di tali casi, la valutazione patrimoniale semplice dovrebbe essere considerata solo la prima fase del processo di determinazione del valore del capitale, ma non un criterio autonomo.

Quando l'impresa dispone invece di una speciale capacità di reddito generata dalla titolarità di beni immateriali (relazioni con la clientela, marchi commerciali, ecc.) che non figurano fra gli elementi patrimoniali, il criterio patrimoniale semplice può condurre a sottostime anche molto rilevanti del valore del capitale economico



Il metodo patrimoniale complesso prevede a sua volta due principali procedimenti in relazione alle diverse modalità di valutazione degli elementi immateriali e alle finalità assegnate alla stima dei medesimi. Si può distinguere tra:

- **metodi patrimoniali complessi empirici.** Il più delle volte rappresentano regole di valutazione desunte dal comportamento degli operatori e consolidate attraverso numerose applicazioni analogiche. Tali metodi tendono alle stime di prezzi probabili e non soddisfano completamente i principi alla base di ciascun processo di valutazione: razionalità, dimostrabilità, ecc.;
 - **metodi patrimoniali complessi analitici.** Essi sono caratterizzati da maggiore rigore scientifico. La valutazione si basa su una stima analitica delle diverse attività immateriali dell'impresa, le quali vengono sommate al valore patrimoniale semplice al fine di determinare il valore complessivo corrente del capitale netto che tiene conto anche della presenza di beni immateriali.
-



Indipendentemente dal procedimento seguito, il valore patrimoniale complesso è dunque sempre maggiore del valore patrimoniale semplice e tende a coincidere con il valore dell'impresa espresso dai criteri reddituale e misto, quando il goodwill (cioè la capacità d'impresa di generare extrareddito nel tempo) trova fondamento nei beni immateriali di cui essa dispone.

Per ciò che riguarda poi **la stima dei beni "immateriali"** è importante sottolineare l'estrema eterogeneità di metodi che è disponibile a chi si propone tale obiettivo. In questa sede richiamiamo solo i principali:

- **metodo del costo storico residuale:** consiste nell'accertamento dei costi che storicamente si sono dimostrati necessari per la formazione dei beni immateriali (ad esempio, tutte le spese pubblicitarie sostenute relative a un marchio);
 - **metodo del costo di riproduzione:** parte dal calcolo di quanto costerebbe ricreare oggi i beni immateriali oggetto di valutazione, cioè degli oneri da sostenere per riprodurli;
-



Per ciò che riguarda poi **la stima dei beni “immateriali”** è importante sottolineare l’estrema eterogeneità di metodi che è disponibile a chi si propone tale obiettivo. In questa sede richiamiamo solo i principali:

- **metodo di attualizzazione dei risultati differenziali:** alla base di tale approccio c’è l’idea che un complesso di intangibles (un marchio, un brevetto, ecc.) sia all’origine di specifici vantaggi da calcolare in via differenziale rispetto a situazioni medie o normali di concorrenti che non ne fruiscono (produttori senza marchio, senza un particolare brevetto, ecc.);
 - **metodo del “costo della perdita”:** consiste nella stima del danno, valutabile in termini di caduta del margine di contribuzione complessivo e di comparsa di un eccesso di costi di struttura, che dovrebbe essere sopportato qualora la disponibilità dei beni immateriali venisse meno.
-



Unione Giovani
Dottori Commercialisti
ed Esperti Contabili di
Roma

Metodo reddituale



Il **metodo reddituale** sembra in prima approssimazione il più corretto dal punto di vista logico: esso afferma infatti che **il valore di una società è uguale al valore attuale dei redditi futuri attesi in grado di generare.**

Sul piano pratico tale procedimento presenta tuttavia numerose problematiche non sempre facilmente superabili, tra cui:

- l'individuazione di una corretta misura del reddito, indipendente il più possibile da politiche di bilancio e dalle distorsioni spesso gravanti sul reddito contabile;
 - la determinazione dei redditi futuri attesi;
 - l'individuazione dell'orizzonte temporale cui le attese di reddito fanno riferimento;
 - la determinazione del tasso di attualizzazione.
-



Il **metodo reddituale** sembra in prima approssimazione il più corretto dal punto di vista logico: esso afferma infatti che **il valore di una società è uguale al valore attuale dei redditi futuri attesi in grado di generare.**

Sul piano pratico tale procedimento presenta tuttavia numerose problematiche non sempre facilmente superabili, tra cui:

- l'individuazione di una corretta misura del reddito, indipendente il più possibile da politiche di bilancio e dalle distorsioni spesso gravanti sul reddito contabile;
- la determinazione dei redditi futuri attesi;
- l'individuazione dell'orizzonte temporale cui le attese di reddito fanno riferimento;
- la determinazione del tasso di attualizzazione.

Il primo aspetto viene affrontato attraverso la “normalizzazione dei redditi contabili” che è il processo tramite cui si migliora l'attitudine dell'utile contabile ad esprimere meglio le condizioni di redditività. L'obiettivo della normalizzazione consiste nel trasformare la distribuzione casuale di certe componenti di reddito, in attribuzione per competenza (cioè per causalità) col periodo di riferimento. In particolare, tecnicamente prevede: la redistribuzione nel tempo di proventi e costi “straordinari” che si manifestano con casualità.



Per ciò che riguarda la determinazione dei redditi futuri attesi è importante sottolineare come tale passaggio sia fondamentale in quanto fonte di grande variabilità nella stima finale. Anche piccole variazioni del livello dei redditi futuri attesi possono infatti provocare una importante variazione sul valore finale dell'azienda.

Le diverse modalità con cui possono essere stimati i redditi futuri sono le seguenti:

- **metodo di proiezione dei risultati storici:** si fonda su un'analisi delle circostanze e dei dati del passato, con riferimento ad un periodo non troppo breve, deducendo quindi il livello futuro atteso;
- **metodo dei risultati programmati:** fa riferimento all'uso di documenti formalizzati atti ad esprimere le attese economiche del prossimo futuro (budget annuale, piani pluriennali, ecc.);
- **metodo della crescita attesa:** si basa sull'opportunità che, nella stima dei flussi attesi, si debba tener conto delle capacità di sviluppo dell'impresa da valutare. Cioè di esprimere nelle previsioni l'accrescimento nel tempo delle dimensioni e quindi del volume di attività e del reddito dell'impresa.

Tali metodi non sono tra loro esclusivi e il loro uso contemporaneo può essere utile per diminuire gli errori connessi alla stima che falsano la valutazione nel suo complesso.



L'attualizzazione dei vari redditi stimati prevede l'individuazione di quel tasso che esprima il rendimento offerto dal mercato per investimenti di pari rischio a quello dell'impresa oggetto di analisi. La procedura per la determinazione del tasso di sconto è la medesima esposta successivamente per i flussi di cassa attualizzati.

Si può quindi concludere l'analisi dell'approccio reddituale con alcune considerazioni:

- in contesti di forte variabilità della dinamica aziendale, la previsione analitica dei redditi periodali richiederebbe la costruzione di piani finanziari, ma spesso il metodo reddituale viene utilizzato proprio al fine di evitare tale pianificazione finanziaria, nell'illusione di poterne prescindere. Si hanno così ovviamente errori di stima;
 - i metodi reddituali analitici tendono ad essere nei fatti dominati dai metodi finanziari, i quali, come si vedrà, a parità di informazioni necessarie, conducono a misurazioni maggiormente precise del valore del capitale;
 - condizioni favorevoli all'applicazione del metodo reddituale ricorrono per imprese molto cicliche, dove cioè i redditi sono molto volatili ma con tendenza a compensarsi nel tempo; oppure per le aziende in condizioni di equilibrio economico stabile e duraturo (steady state).
-



Unione Giovani
Dottori Commercialisti
ed Esperti Contabili di
Roma

Metodo misto patrimoniale-reddituale



Il **metodo misto patrimoniale-reddituale**, è considerato una soluzione soddisfacente nella **ricerca dell'equilibrio tra le esigenze di obiettività e verificabilità** (proprie della componente patrimoniale) e **quelle di razionalità espresse dall'apprezzamento delle attese di flussi reddituali e dei relativi rischi**.

L'approccio basato sulla creazione di valore concepisce il valore aziendale come somma di due componenti elementari:

- **il valore patrimoniale delle attività dell'impresa;**
- **il valore "creato"**, inteso come avviamento o valore attuale del flusso di sovraprofitto che l'impresa oggetto di valutazione è in grado di trarre dall'impiego delle proprie attività.

Tale approccio si riferisce a un concetto largamente condiviso secondo il quale **il capitale di un'azienda deve essere valutato in funzione sia della dotazione di beni a essa disponibili sia della capacità del management di trarne saggi di remunerazione superiori al normale**.

Appartengono all'approccio basato sulla creazione del valore:

- i metodi misti fondati sulla evidenziazione del goodwill (badwill);
 - i metodi finalizzati alla misurazione dell'Economic Value Added (EVA).
-



Il **metodo misto con evidenziazione del goodwill** giunge alla determinazione del valore del capitale economico d'impresa sulla base di due elementi: il patrimonio netto dell'impresa espresso a valori correnti (K) e l'avviamento, positivo (goodwill) o negativo (badwill), attribuibile al patrimonio in relazione alla capacità dell'impresa di produrre un extrarendimento positivo o negativo rispetto a un rendimento normale ritraibile dal medesimo business.

La logica consiste nel porre a verifica sia la stima patrimoniale del valore dell'impresa (sulla base della verifica della capacità di remunerare il capitale impiegato) sia la stima reddituale (sulla base della scomposizione del reddito in due componenti: il reddito normale e il sovrareddito). Il valore d'impresa è dunque divisibile idealmente in due componenti elementari:

- il valore del patrimonio;
 - il valore dell'avviamento.
-



Tale metodo di valutazione delle aziende mette in **evidenza un valore di “avviamento” (goodwill), inteso come differenza tra il risultato della stima reddituale (Wr) e il valore patrimoniale**. Il metodo misto si presta ad essere proficuamente utilizzato nel caso di imprese caratterizzate da dotazioni patrimoniali cui temporaneamente corrisponde una capacità di reddito superiore al normale. In questi casi il criterio misto è in grado di cogliere il valore legato a temporanee capacità di reddito differenziali, rispetto alla norma, sotto l'ipotesi che poi la remunerazione del patrimonio torni alla normalità.

Il criterio misto, pur con alcune cautele, può essere utilizzato anche nel caso di imprese in perdita. In questi casi il badwill si può scomporre in due componenti elementari riconducibili alla perdita di periodo e alla mancata remunerazione del capitale.

Il valore del capitale è dato in questo caso dal valore patrimoniale al netto del badwill, il quale viene così a esprimere il costo opportunità della ristrutturazione aziendale necessaria per riportare l'impresa a condizioni di normale redditività.



L'Economic Value Added (EVA) è un criterio misto di valutazione il quale perviene alla **misurazione della ricchezza creata dall'impresa sulla base dell'approccio asset-side**, fondato cioè sulla capacità dell'impresa di offrire una extra-remunerazione (EVA) all'intero capitale investito. Esso ha la prerogativa di valorizzare la capacità di creare valore nel lungo termine da parte delle imprese. Il valore del capitale corrisponde, secondo tale criterio, alla somma di tre addendi:

- il patrimonio netto rettificato;
- il valore attuale degli EVA futuri attesi sugli investimenti in essere;
- il valore attuale degli EVA futuri attesi sui nuovi investimenti.

L'EVA corrisponde al valore attuale della maggiore remunerazione, rispetto a quella "normale", generata per ogni esercizio futuro dagli investimenti in essere e da quelli futuri.



Un primo problema applicativo dell'EVA riguarda l'instabilità dei sovraredditi stimabili di esercizio in esercizio. L'EVA è un buon criterio di valutazione del capitale economico di imprese quando la formazione dei sovraredditi negli esercizi futuri è regolare. Se l'impresa è in grado di accrescere il proprio sovrareddito per un periodo temporalmente definito, il criterio dell'EVA consente infatti di rappresentare correttamente la ricchezza prodotta. Se invece il sovrareddito stimato per i prossimi esercizi è funzione di circostanze cicliche, l'EVA non coglie l'effettiva ricchezza che l'impresa potrà generare proprio perché in genere non utilizza una configurazione normalizzata di reddito.

Un ulteriore problema consiste nella determinazione del costo medio ponderato del capitale (WACC), che rappresenta la remunerazione "normale". Come vedremo parlando del metodo di valutazione dei flussi di cassa (DCF), il WACC risente delle variazioni della struttura finanziaria dell'impresa e dunque l'utilizzo di un medesimo tasso di sconto per tutti i futuri esercizi presuppone variazioni contenute nella struttura finanziaria nell'arco temporale assunto nella stima.



Unione Giovani
Dottori Commercialisti
ed Esperti Contabili di
Roma

deiapin  is

commercialisti, revisori legali dei conti e avvocati

Tel. 06-96049083

Email: m.deiapinis@deiapinis.it

Web: www.deiapinis.it

Via Nomentana n. 403

00162 Roma
