
La valutazione delle aziende

Prof. Domenico Nicolò
Università Mediterranea di Reggio Calabria

domenico.nicolo@unirc.it
www.domeniconicolo.it

AA 2016-17



Principi generali

- **quando?**
 - selezione investimenti in portafoglio
 - acquisizione e operazioni straordinarie (fusione, scissione, scorporo, ecc.)
 - liquidazione quota ai soci
- **come determinare il valore?**
 - stimare i flussi di cassa attesi dall'investimento nell'azienda oggetto di valutazione

Principi generali

- **la natura del valore?**
 - la valutazione non perviene ad un valore oggettivo, ma non è neanche frutto di valutazioni del tutto soggettive: trattasi di un processo di stima che deve tendere alla coerenza con la realtà
- **le fonti delle possibili distorsioni:**
 - i pregiudizi
 - l'influenza dei meccanismi di valutazione
 - le opinioni degli altri analisti
 - l'andamento del mercato: si tende a far sì che la valutazione non porti ad un valore molto diverso da quello di mercato (se e quando esiste)
 - onestà del valutatore

Principi generali

- **L'incertezza** riguarda:
 - il processo di stima del valore
 - le simulazioni relative alla performance futura dell'azienda
 - le previsioni del divertire dello scenario macro-economico
 - Le valutazioni diventano rapidamente obsolete, via via che con il trascorrere del tempo si acquisiscono nuove informazioni
- La valutazione delle aziende giovani e ad elevata tecnologia è più incerta di quelle mature ed operanti in settori tradizionali
- L'incertezza non può essere eliminata, può soltanto essere ridotta, acquisendo **informazioni** analitiche sull'impresa, sul (i) mercato (i) e sul settore (i) nei quali opera

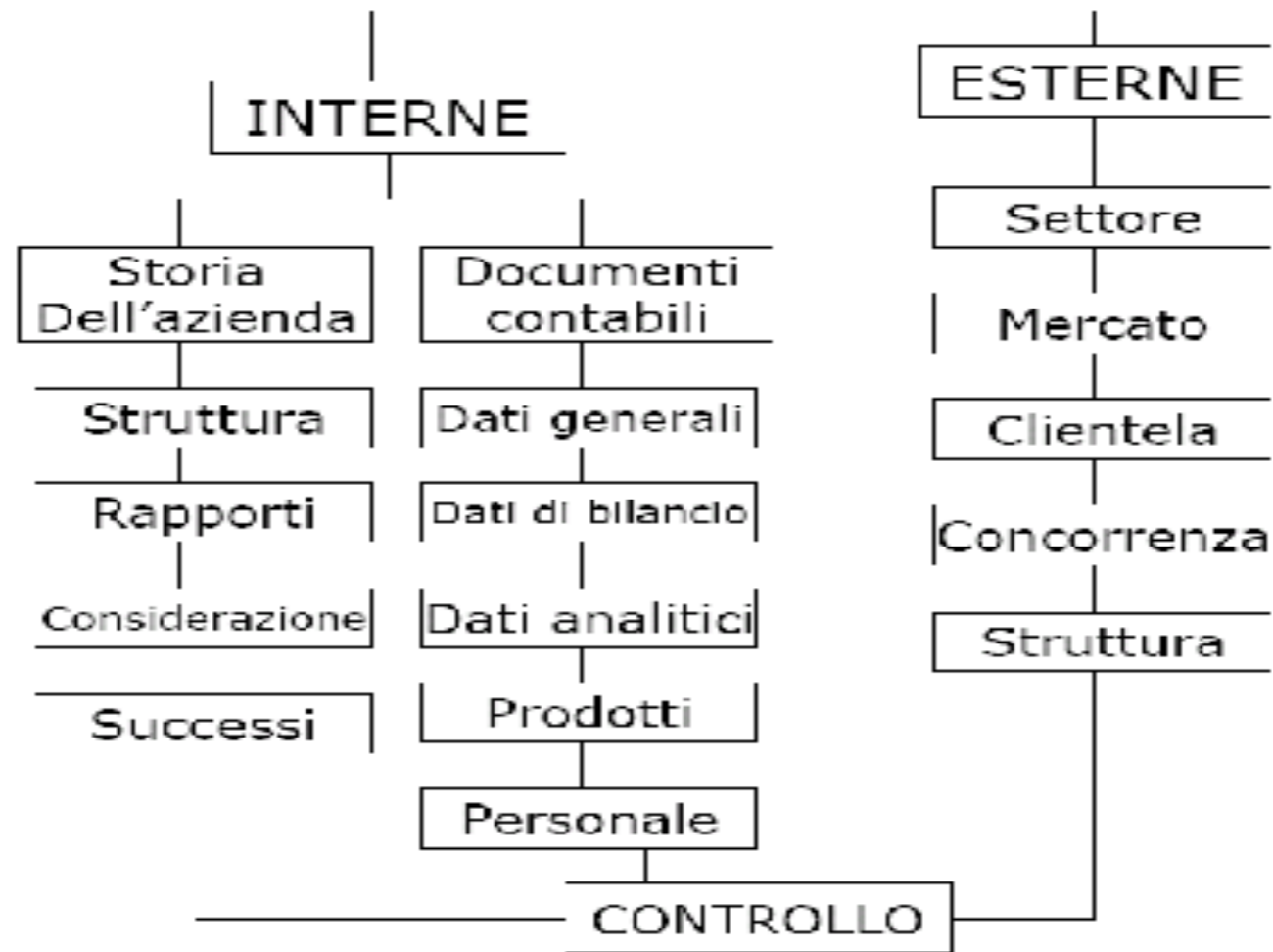
VALORE D'USO	Valutazione personale	Soggettivo	Scarsa affidabilità
VALORE DI MERCATO	Conseguenza di contrattazione	Oggettivo	Estraneo alla dinamica aziendale interna
VALORE CONTABILE	Risulta dalla contabilità	Soggettivo	Indicativo non sempre aggiornato
VALORE CORRENTE	Valutazione di stima	Espresso da esperto	In funzione dello scopo di valutazione
VALORE NORMALE	Riferimenti a beni similari	Fiscale	Accettato

Le fasi del processo di valutazione

1. Definizione dell'obiettivo della valutazione
2. Raccolta e analisi delle informazioni (interne ed esterne) rilevanti
3. Scelta e applicazione del (i) metodo (i) di valutazione
4. Stesura della relazione sulla valutazione

Raccolta e analisi delle informazioni

- la **complessità** della valutazione è cresciuta moltissimo negli ultimi anni per via dell'esponenziale incremento delle informazioni disponibili



Requisiti della valutazione

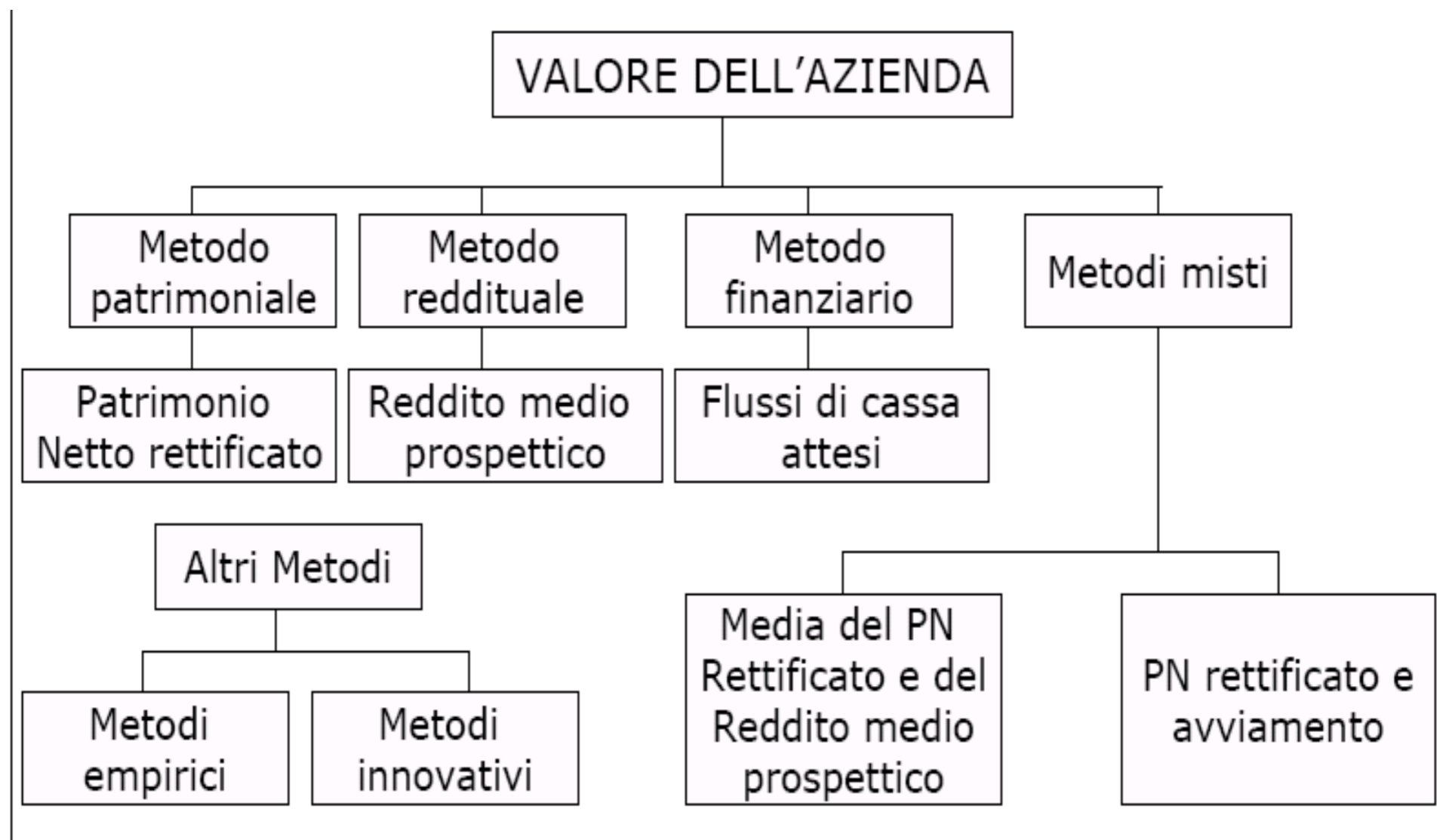
obiettività: limitare il più possibile elementi di soggettività

neutralità: prescindere da interessi delle parti

razionalità: adottare un processo logico coerente e dimostrabile

stabilità: evitare l'influenza fattori provvisori, mutevoli, eccezionali, straordinari

Una classificazione dei metodi di valutazione



Il metodo patrimoniale

- perviene al valore economico come **valore di ricostituzione** (o di sostituzione) degli elementi del patrimonio, ossia l'investimento che sarebbe necessario per dar vita ad un'impresa con un patrimonio identico a quella oggetto di valutazione
- gli elementi patrimoniali vengono valutati singolarmente a **valori correnti**, ossia ai prezzi di mercato al momento della valutazione. A tal fine, gli elementi del patrimonio oggetto di **rettifiche**. Gli elementi del passivo sono invece espressi a valori di presunta estinzione
- il metodo patrimoniale può essere **complesso**, se considera le immobilizzazioni immateriali, a condizione che presentino un'*utilità futura misurabile e trasferibile*, quella **semplice**, se non considera detti asset
- è un metodo applicabile nelle aziende il cui valore dipende soprattutto dal patrimonio, non considera la capacità reddituale dell'azienda né quella di generare flussi finanziari. Questo è il principale limite di questo metodo.
- I beni accessori generalmente vengono valutati separatamente, adottando criteri di liquidazione

$$W = PN +/- \text{rettifiche} = \text{PN rettificato}$$

Il metodo patrimoniale: limiti e vantaggi

- il limite fondamentale del metodo patrimoniale è che non considera la capacità dell'azienda di produrre flussi reddituali e flussi finanziari
- i vantaggi di detto metodo sono il ridotto ricorso ad ipotesi, la maggiore prudenza che caratterizza la valutazione e la facilità di applicazione

Il metodo reddituale

- il valore dell'azienda dipende dalla sua capacità di produrre redditi in futuro
- perviene al valore economico come valore attuale dei flussi di reddito **attesi normalizzati**, cioè depurati dalle componenti di reddito straordinarie e di quelle frutto di politiche di bilancio, attualizzati ad un **tasso** che viene stimato come uguale al **rischio** di non ottenere utili o, addirittura, di subire perdite

Il tasso si assume pari al costo opportunità del capitale proprio:

$$K_e = r_0 + P$$

$$P = (r_m - r_0) \beta_e$$

$$K_e = r_0 + (r_m - r_0) \beta_e$$

formula della rendita illimitata

$$W = R / i$$

Redditi attesi per un numero indefinito di anni

formula della rendita limitata

$$W = R * a_{n-i}$$

Redditi attesi per un numero finito di anni. È coerente se esiste un limite di tempo al prodursi del reddito (es: concessionarie di pubblici servizi)

Il metodo reddituale

- il punto di forza di questo metodo deriva dal considerare la capacità di reddito dell'azienda nel determinarne il valore.
- il punto di debolezza è la mancata considerazione del patrimonio nel determinare il valore delle aziende

Il metodo misto patrimoniale-reddituale

Evidenzia l'**avviamento** (A) come differenza tra il risultato della valore reddituale (W) e quello patrimoniale (K). Detto valore esprime il differenziale di rendimento stimato con riferimento all'azienda oggetto di valutazione e il rendimento normale che si otterrebbe investendo in attività con un tasso di rischio pari a quello medio degli investimenti nel capitale di rischio delle imprese.

detto metodo, dunque, considera entrambe le componenti: quella reddituale, per la componente sovrareddito) e quella patrimoniale

$$W = K + A$$

$$A = R/i - K$$

$A > 0 \rightarrow$ goodwill

$A < 0 \rightarrow$ badwill

capitalizzazione limitata (cioè per un numero **n** di anni limitato, generalmente non superiore a 5 anni, del sovrareddito $(R - i \times K)$). Non è fondato ritenere che l'azienda abbia la capacità di produrre sovrareddito per un periodo indefinito

$$W = K + a n^{-i} (R - i' \times K)$$

dove i è il tasso di rendimento normale di settore e i' è il tasso di attualizzazione, assunto pari al rendimento dei titoli di Stato a rendimento fisso e a rischio pari a 0 (*free risk rate*). Costituisce il compensa spettante per il semplice trascorrere del tempo

Metodo finanziario: valutazione basata sui flussi di cassa attualizzati

- Il valore di un'attività è dato dal valore attuale dei flussi di cassa attesi, attualizzati ad un tasso che ne esprima il rischio che detti flussi non si producano

$$W = E(CF1) / (1+r) + E(CF2) / (1+r)^2 + \dots + E(CFn) / (1+r)^n$$

- La valutazione può riferirsi:
 - l'azienda e il suo insieme, si tiene conto non soltanto delle attività in essere ma anche dei futuri investimenti
 - Valutazione delle singole attività, ossia il valore dei flussi di cassa che ci si attende da ciascuna di esse
 - nel caso di valutazione di liquidazione i due valori, quello dell'azienda nel suo complesso e quello delle singole attività, tendono a coincidere. Ciò perché non è previsto in questo caso l'effettuazione di nuovi investimenti
- la valutazione può assumere come riferimento
 - l'azienda nel suo insieme, attualizzando i flussi di cassa attesi e disponibili per gli investitori (*free cash flow*), scontati ad un tasso che esprime il costo del capitale (media ponderata del costo del capitale proprio e del costo del capitale di terzi)
 - il capitale netto dell'impresa, attualizzando il free cash flow per gli azionisti, al netto dei flussi relativi all'indebitamento e al fabbisogno di reinvestimento, ad un tasso che esprime il costo del capitale proprio

Tasso di attualizzazione e flussi di cassa

- esprime la rischiosità in termini di:
 - rischio d'insolvenza
 - variabilità dei rendimenti effettivi rispetto a quelli attesi
- il rendimento atteso è dato dal rendimento degli investimenti privi di rischio maggiorati di un premio per il rischio di mercato dell'investimento considerato (costo del capitale proprio)

Il tasso si assume pari al costo opportunità del capitale proprio:

$$K_e = r_0 + P$$

$$P = (r_m - r_0) \beta_e$$

$$K_e = r_0 + (r_m - r_0) \beta_e$$

- i flussi di cassa per l'azionista sono i dividendi (*free cash flow*)
- per stimare i flussi di cassa attesi:
 - si considera il passato e si proietta nel futuro
 - si considera il tasso di reinvestimento degli utili e il rendimento che ne potrà derivare

Metodi dei multipli

- si basa sul confronto tra l'azienda oggetto di valutazione e società quotate simili per quanto attiene ad alcune caratteristiche: utili, flussi di cassa, patrimonio netto, fatturato, ecc.. L'idea di fondo è che il valore di società quotate deve essere assunto come riferimento per valutare società non quotate che svolgono attività simile
- facilità e velocità di utilizzo

Valutazione basata sui multipli semplici

- Una analisi imperniata su multipli presuppone una valutazione di tipo comparativo tra aziende
- Il prezzo viene rapportato a differenti variabili:
 - il rapporto prezzo/utili: P/U
 - il rapporto prezzo/patrimonio netto: P/PN
 - il rapporto prezzo/fatturato: P/S (price/sales)

il rapporto prezzo/utili (P/U)

- è il moltiplicatore più usato
- esprime il numero di anni che occorrono per ripagare con gli utili l'investimento effettuato
- rapporti bassi indicano sottovalutazione, alti sopravvalutazione
- esistono differenze rilevanti tra i P/E medi dei vari settori: generalmente quelli maturi hanno P/E bassi, quelli più innovativi hanno invece P/E più elevati

il rapporto prezzo/patrimonio netto: P/PN

- molto usato per le società dei settori finanziario, bancario, assicurativo. Meno per le aziende industriali.
- indica quanto il mercato disposto a pagare oltre il valore patrimoniale dell'azienda. $P/BV < 1$ indica sottovalutazione, poiché la valutazione espressa dal mercato è addirittura inferiore al valore patrimoniale, senza tenere conto di alcuna prospettiva reddituale. $P/BV < 0,5$ indica pessima valutazione e rivela prospettive reddituali molto negative, forse anche rischi di crisi.