



VALUTAZIONE D'AZIENDA

DOCFIN SRL

Tel. 02 – 450 73 213

Fax 02 – 450 70 213

info@doc-fin.com

www.doc-fin.com

Metodologie di valutazione

METODOLOGIE DI VALUTAZIONE

PREMESSE

METODI DI VALUTAZIONE

- Metodo patrimoniale
- Metodo reddituale
- Metodi misti
- Metodo finanziario
- Metodi innovativi (es. EVA)
- Metodo Moltiplicatori

Esempi metodo EBITDA

Premesse

Il processo di valutazione viene sintetizzato in (almeno) quattro fasi ritenute essenziali:

- 1) Definizione dell'obiettivo della valutazione
- 2) Raccolta ed analisi delle informazioni (non solo economico finanziarie!!!)
- 3) Scelta ed applicazione del metodo di stima
- 4) Stesura della relazione sulla valutazione

Devono sussistere le seguenti condizioni

- **RAZIONALITÀ:** Deve derivare da un processo logico, chiaro e convincente e dunque condivisibile. (= rigore metodologico)
- **DIMOSTRABILITÀ:** I dati che entrano nel processo di calcolo e le formule devono essere controllabili e replicabili (trasparenza)
- **NEUTRALITÀ:** Devono essere escluse scelte meramente soggettive, arbitrariamente immotivate e perciò influenzanti il risultato finale
- **STABILITÀ:** Evitare oscillazioni di valore legate a fatti contingenti o a variazioni di prospettive determinate da opinioni

Metodo patrimoniale

Metodo patrimoniale semplice

Tale metodo è senza dubbio il meno complesso nella sua applicazione pratica, consente, infatti, di valutare l'azienda riesprimendo le poste attive e passive, di bilancio, da valori contabili in valori correnti. Sarà, in proposito, necessario procedere ad analizzare ogni singola componente, attiva e passiva, dello stato patrimoniale ed operare un adeguato intervento di revisione contabile e quindi di rettifica dei valori.

La valutazione dell'azienda con il metodo patrimoniale è una valutazione meno soggettiva di quella ottenuta con altri metodi, in quanto richiede l'applicazione di un minor numero di ipotesi e la rilevazione di un minor numero di competenze soggettive.

È un metodo adatto alle aziende con forte patrimonializzazione, cioè dotate di ingenti attività immobilizzate (holding pure, società immobiliari, ...).

Limiti: Il valore dell'azienda viene determinato sulla base del saldo algebrico tra attività e passività e quindi su dati storici, ponendo in secondo piano la capacità di generazione futura di reddito o di flussi di cassa; Inattendibile per aziende a basso capitale fisso (soc. consulenza)

Metodo patrimoniale

Metodo patrimoniale complesso

Questa metodologia valutativa si discosta da quella appena esaminata per il fatto che vengono stimate le grandezze immateriali di durata pluriennale (quali ad esempio, marchi, brevetti, diritti d'autore) e la cui cessione possa avvenire anche separatamente rispetto agli altri beni e che, eventualmente, non siano stati inseriti in contabilità.

Quantifica il valore economico del capitale dell'azienda rettificando il valore del patrimonio netto e includendo le risorse "intangibili".

$$V = K + I$$

Dove: V= valore dell'azienda, K= valore patrimoniale rettificato, I = valore degli elementi immateriali

Ogni bene immateriale deve avere le seguenti caratteristiche:

Deve originare utilità differite nel tempo; Deve essere trasferibile; Deve essere misurabile.

Per molte valutazioni obbligatorie è insostituibile, e serve in ogni caso come metodo di controllo

Metodo reddituale

Con questo metodo l'azienda è considerata quale complesso unitario organizzato e il suo valore è posto in funzione del reddito che la stessa è in grado di generare.

Il valore dell'azienda può essere stimato con riferimento ad un arco temporale illimitato e in questo caso, la formula di riferimento è la seguente:

$$W = R / i$$

In cui R, corrisponde al **reddito medio prospettico normalizzato**;

i = tasso di valutazione;

I beni accessori, cioè gli investimenti non inerenti la gestione caratteristica vengono, anche per il metodo reddituale, valutati a parte. Un risultato economico non “depurato” dai valori extraoperativi rende più inattendibile il risultato della valutazione stessa.

Il reddito deve essere, in primo luogo, “normalizzato”, cioè depurato dalle componenti reddituali straordinarie (positive e negative), quali plusvalenze e minusvalenze, sopravvenienze attive e passive, rivalutazioni e svalutazioni, al netto degli oneri finanziari e delle imposte.

La scelta del tasso è un elemento soggettivo di valutazione che può creare effetti distorsivi notevoli sul risultato della valutazione stessa.

Il tasso di attualizzazione deve considerare in aggiunta al rendimento delle attività prive di rischio un premio per l'investimento in attività d'impresa, che possiede un rischio intrinseco ed un rischio di mercato.

I limiti di tale modello sono nella scelta del tasso, la mancata valutazione di riserve latenti e le ipotesi sul risultato medio

Metodo misto

Con il metodo misto, nella configurazione con stima autonoma dell'avviamento, il valore dell'azienda dato dal valore del **patrimonio rettificato** e dal valore dell'**avviamento**, il quale crea, rispetto al reddito "normale", un surplus di reddito (o profitto), calcolato attualizzando i "sovra-redditi" dei vari esercizi.

$V=K +A$ dove:

V= valore dell'azienda

K= valore patrimonio rettificato

A= valore dell'avviamento

Un'altra metodologia prevede l'applicazione del metodo patrimoniale e quello ottenuto con il metodo reddituale.

Il "metodo del valore medio" è di semplice rappresentazione ed è dato dalla seguente formula:

$$W = (K + R/i)/2$$

in cui:

W = valore dell'azienda

K = valore patrimoniale rettificato

R = reddito medio prospettico

i = tasso di valutazione

Metodo finanziario

Tra i vari metodi per determinare il valore dell'impresa quelli più diffusi sono rappresentati dai metodi finanziari; per essi il valore dell'impresa deriva dal valore attualizzato dei flussi di cassa attesi .

Il metodo finanziario di valutazione, basato sul principio dell'attualizzazione dei flussi di cassa dell'azienda (incassi operativi - esborsi per investimenti +/- generazioni/assorbimenti di cassa derivanti dalla gestione del CCN (capitale circolante netto) - aliquota pro-forma d'imposta), tiene conto dei due elementi critici di ogni analisi finanziaria:

- il tempo: preso in considerazione nel processo di attualizzazione.
- l'incertezza: il fattore rischio viene preso in considerazione nel processo di determinazione del tasso di sconto (WACC: Weighted Average Cost Of Capital) il quale, rappresentando la remunerazione attesa da chi finanzia l'impresa, viene commisurato al grado di rischio offerto da quest'ultima (maggiore è il rischio maggiore deve essere il rendimento richiesto).

Il processo di valutazione del capitale economico dell'impresa prevede la determinazione del valore del debito finanziario che viene sottratto

Limiti: elevate ipotesi soggettive sui redditi futuri, complessità

Metodi innovativi

EVA (acronimo di Economic Value Added) è sempre più maggiormente utilizzato per la valutazione dell'operato del management e più in generale anche dell'azienda.

EVA è basato su un concetto relativamente semplice: se una società ottiene un ritorno maggiore di quello aspettato, allora è stato creato valore. EVA non è altro, quindi, che la differenza tra il ritorno attuale e quello aspettato, moltiplicata per il capitale investito.

A livello pratico, la formula utilizzata per il calcolo dell'EVA è la seguente:

$$\text{EVA} = \text{NOPAT} - \text{WACC} * \text{CI}$$

in cui:

NOPAT = reddito operativo netto d'imposta normalizzato

WACC = costo medio ponderato del capitale investito

CI = capitale investito (capitale proprio + debiti finanziari + accantonamenti)

Metodo moltiplicatori

Il valore dell'azienda è il risultato di una stima effettuata considerando dati del mercato azionario o di operazioni Merger and Acquisition (M&A), espressi sotto forma di coefficienti o, più correttamente, di MULTIPLI o MOLTIPLICATORI. Ci sono essenzialmente due approcci:

APPROCCIO DELLE SOCIETA' COMPARABILI

Il valore di un'azienda è calcolato sulla base di moltiplicatori riferiti ad un campione di società quotate operanti nello stesso settore e giudicate "OMOGENEE" (Il principio di omogeneità implica che la scelta sia orientata verso aziende che abbiano caratteristiche simili all'azienda da valutare).

APPROCCIO DELLE TRANSAZIONI COMPARABILI

I multipli vengono calcolati con riferimento ad operazioni di M&A che sono avvenute sul mercato coinvolgendo società simili a quella oggetto di valutazione.

Vantaggi, Facilità di applicazione, presenza di un gran numero di dati finanziari per le Public Companies oggetto di quotazione, I prezzi di mercato sono rappresentativi, essendo il risultato delle negoziazioni di un gran numero di compratori e venditori

Limiti: Difficoltà nel trovare società quotate che siano veramente omogenee rispetto all'azienda da valutare (soprattutto se di ridotte dimensioni), Difficoltà di interpretazione dei dati di mercato, Variabilità a cui sono soggette le quotazioni borsistiche, Disaccordo sull'applicabilità dell'approccio nella valutazione di quote di controllo del capitale

Metodo moltiplicatori

Questi i principali Moltiplicatori di Mercato utilizzati nella valutazione d'azienda:

Multiplo del fatturato = $\text{Valore di Mercato del Capitale azionario} + \text{posizione finanziaria netta} / \text{Fatturato}$

Multiplo del reddito operativo = $\text{Valore di Mercato del Capitale azionario} + \text{posizione finanziaria netta} / \text{Utile prima delle tasse e oneri finanziari}$

Multiplo del margine operativo lordo = $\text{Valore di Mercato del Capitale azionario} + \text{posizione finanziaria netta} / \text{Mol o EBITDA}$ (*Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*)

Oggi sul mercato il moltiplicatore dell'EBITDA è il più utilizzato e i vantaggi sono che non risente della struttura finanziaria, fiscale e della politica degli investimenti dell'azienda

Per le società quotate si utilizza il multiplo dell'utile netto ($P/E = \text{Price/Earning}$)

Sono spesso utilizzati multipli legati a grandezze non contabili ad esempio:

- Valore azienda/numero passeggeri; Valore azienda/ Tonnellate capacità installata

Esempio valutazione con moltiplicatore EBITDA

CONTO ECONOMICO	
Ricavi di vendita	20.000
Altri proventi	100
Totale Proventi	20.100
Variazione rimanenze	1.000
Merci conto acquisti	15.000
Margine lordo	6.100
Margine lordo %	30%
Salari e stipendi	2.000
Godimento beni di terzi	100
Costi per servizi	2.000
Costi diversi di gestione	100
Margine operativo Lordo / EBITDA	1.900
Margine operativo Lordo / EBITDA %	10%
Ammortamenti	1.000
Risultato operativo	900
Oneri bancari e finanziari	400
Oneri e proventi straordinari	-
Utile Lordo	500
Utile Lordo %	3%
Imposte e tasse	300
Utile netto	200

EBITDA	1.900
Partite da correggere per ottenere l'EBITDA normalizzato	
+ sovra prezzo spese	200
+ rate di leasing	100
EBITDA Normalizzato	2.200
MOLTIPLICATORE	6,0
Valore azienda (EV=Enterprise value)	13.200
Posizione finanziaria netta (PFN)	
- Debiti a medio termine	- 2.000
- Debiti a breve termine	- 3.000
+ Cassa e liquidità	100
- Debiti per Rate di Leasing residue	- 300
Totale Posizione Finanziaria Netta (PFN)	- 5.200
Valore del patrimonio netto (EV-PFN)	8.000
PLUSVALENZA IMMOBILIARE	5.000
TOTALE VALORE	13.000

ATTENZIONE!!!! Il diavolo è nei dettagli!!!! Ogni singola voce può essere rivista con fortissime differenze sulla valutazione finale