

**La valutazione d'azienda
i metodi finanziari e dei multipli**

Carlo Savazzi

Agenda

- Metodi di valutazione in generale
- Il metodo dei multipli
- Il DCF (Discounted Cash Flow)
- Un esempio concreto
- Gli elementi extra-contabili nella valutazione

Criteria di valutazione d'azienda

Metodi di Valutazione

- Analitici
 - ✓ Basati sull'esame approfondito della realtà aziendale (posizionamento strategico, organizzazione, risultati economici e finanziari, piani futuri, etc.)
 - ✓ Richiedono molte informazioni e tempo
- Sintetici
 - ✓ Parametri convenzionali applicati a grandezze che descrivono "sinteticamente" l'azienda (es. fatturato)
 - ✓ Concetto di performance "normale" (benchmarking") di mercato
 - ✓ Stima di massima ragionevole in tempi brevi

Metodi Analitici

❖ Prospettici:

➤ Finanziari: Discounted Cash Flow

➤ Redditali

❖ Patrimoniali:

➤ Semplici

➤ Complessi

❖ Misti:

➤ Patrimoniali/redditali

Metodi Sintetici

- Indicatori desunti dall'andamento del mercato, dal confronto con transazioni comparabili e dalla prassi di settore
- Espressi come MULTIPLI della grandezza utilizzata. Ad esempio:
 $EV = 7X \text{ Ebit}$

ECONOMICO/FINANZIARI

- Fatturato = $EV/Sales$
- EBITDA = $EV/EBITDA$
- EBIT = $EV/EBIT$
- Risultato Netto = P/E

Scelta dei metodi

- Scegliere un metodo principale appropriato considerato:
 - Finalità della valutazione
 - Informazioni disponibili
 - Tempi
- Affiancare sempre almeno un'altro criterio di controllo

Salvo casi particolari la prassi è:

Metodo principale

Discounted Cash Flow (DCF)

Controllo

Multipli mercato e transazioni comparabili

Il metodo dei multipli

I multipli di mercato

- Il ricorso ad una analisi imperniata su multipli presuppone una valutazione di tipo comparativo fra aziende operanti nello stesso settore
- Con questo approccio il valore viene rapportato a differenti variabili specifiche d'azienda (financial e industry), che acquistano significato ed importanza differenti a seconda del settore di appartenenza dell'impresa stessa
- Spesso il metodo dei multipli viene utilizzato per una verifica dell'EV (enterprise value) determinato per via analitica con metodologia DCF

Asset side e equity side

- La valutazione che utilizza il metodo dei multipli può dare indicazione in merito al:
 - enterprise value o asset side value
 - equity value o equity side value
- Nel primo caso il risultato esprime una valutazione dell'attivo (enterprise value appunto)
- Nel secondo caso il risultato esprime una valutazione dell'equity

I multipli più diffusi

- I multipli più diffusi sono i seguenti:
 - EV/Fatturato (asset side)
 - EV/EBITDA (asset side)
 - EV/EBIT (asset side)
 - P/E (equity side)
- Tuttavia, tra i multipli finanziari, è molto frequente l'utilizzo del rapporto tra Enterprise Value e EBITDA (earning before interest taxes depreciation amortization) o MOL (margine operativo lordo)
- In alcuni settori (esempio vendita gas) si usano anche multipli di settore quali ad esempio €/cliente, €/mq, ecc.

Alcuni elementi di criticità nell'utilizzo dei multipli

- Modesto numero di aziende di cui si conoscono i valori
- Rischio di elevata varianza nel campione di riferimento
- Modesta comparabilità tra diverse aziende anche se formalmente appartenenti allo stesso settore o comparto
- Possibile disomogeneità nelle modalità di costruzione dei valori al denominatore

II DCF

(Discounted Cash Flow)

IL DCF

Enterprise value

=

Somma dei valori attualizzati dei flussi di cassa
prospettici

- Flussi di cassa:
 - ✓ Desunti da business plan (3-5 anni) stand alone
 - ✓ Valore terminale (terminal value)
- Tasso di attualizzazione:
 - ✓ WACC (Weighted Average Cost of Capital)

IL DCF: le variabili chiave

- Flussi di cassa:
 - ✓ Generalmente unlevered ovvero al lordo degli oneri finanziari
- Valore terminale:
 - ✓ Stima sintetica dei risultati futuri oltre l'arco temporale esplicitamente considerato (rendita perpetua)
 - ✓ Valore di uscita dall'investimento
- Wacc:
 - ✓ Costo medio del capitale di debito (al netto della deducibilità fiscale)
 - ✓ Costo medio del capitale di rischio (equity)

Enterprise e Equity Value nel DCF

$$\begin{aligned} &\text{Equity value} \\ &= \\ &\text{Enterprise value} \\ &- \\ &\text{posizione finanziaria netta} \\ &\quad (\text{debiti netti}) \end{aligned}$$

IL DCF

Business Plan prospettico:

1

- Business drivers
- Conto economico
- Stato patrimoniale
- Rendiconto finanziario

2

Free cash flows
previsionali

2

EBITDA/FCF
(ultimo anno piano)

3

TV = Multiplo
EBITDA/FCF

4

TASSO DI
ATTUALIZZAZIONE

EV =

VAN cash
flows

+

Valore terminale
attualizzato

5



Valore terminale

Esprime i ritorni futuri attesi per tutta la vita residua dell'impresa oltre l'orizzonte di piano ma può anche essere visto come valore d'uscita dell'investimento

Metodo	Come rendita perpetua	Come multiplo di uscita
Parametro	<ul style="list-style-type: none">• Flusso di cassa	<ul style="list-style-type: none">• Flusso di cassa• EBITDA• EBIT
Metodo di calcolo	<ul style="list-style-type: none">• Con crescita: $TV = CF / (wacc - g)$• Senza crescita: $g = 0$	<ul style="list-style-type: none">• $TV = 5 \times EBITDA$• $TV = 6 \times EBIT$• Ecc.
Significato	<i>L'azienda è in equilibrio di lungo periodo e produrrà sempre quei flussi di cassa</i>	<ul style="list-style-type: none">• <i>L'azienda produrrà un dato EBIT ancora per 6 anni e non si considera il futuro ulteriore</i>• <i>Si cederà ad un $EV = 6 \times EBIT$</i>

TV – Problematiche (I)

- Il TV costituisce spesso una parte preponderante della valutazione
- Ciò riflette il significato del TV, ma bisogna stare molto attenti. Spesso TV molto ottimistici sono alla base di valutazioni elevate di società che generano poca cassa nel breve e hanno un futuro incerto
- Questo è il tipico caso delle start up. Valori elevati sono giustificati da un “futuro radioso”. Come distinguere le “buone” dalle “cattive”? Può essere molto difficile. Occorre molta prudenza

ESEMPI	TV	% su EV TOTALE
 nel 1978	ELEVATO	Circa 80%
 nel 1999	ELEVATO	Circa 90%

TV – Problematiche (II)

- REGOLE DI PRUDENZA:
 - ✓ Utilizzare la **rendita perpetua** con estrema cautela....
 - ✓non parliamo del **tasso di crescita g!!!**
 - ✓ Utilizzare preferibilmente **multipli definiti**
 - ✓ Salvo casi particolari, considerare un CF/EBITDA/EBIT
“**normalizzato**” piuttosto che quello dell’ultimo anno di piano
 - ✓ Calcolare il TV con una **pluralità di metodi** e mediare

IL WACC

Costo medio ponderato del capitale

$$WACC = K_e * E + K_d * D$$

- K_d = Costo del debito (al netto deduzione fiscale)
- K_e = Costo dell'equity
- D = Ammontare % del debito finanziario netto
- E = Ammontare % dell'equity

NB: D e E sono espressi a valori di mercato

Costo del debito

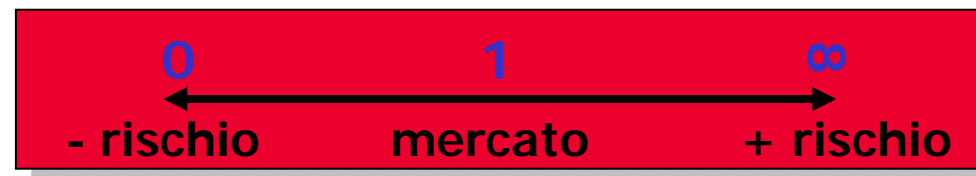
- E' il costo dell'indebitamento
- Ovvero tutte le passività su cui si pagano interessi
 - ✓ Finanziamenti bancari
 - ✓ Obbligazioni
 - ✓ Leasing finanziari
 - ✓ Ecc.
- Al netto di disponibilità liquide (cassa, banche, ecc.)
- Al netto della deducibilità fiscale

Costo dell'equity

- E' il rendimento richiesto per investire nell'equity tenuto conto del rischio d'impresa
- Può essere anche visto come il costo-opportunità dell'investimento. Come tale si compone di tre elementi:
 - ✓ RF = Il rendimento di un investimento privo di rischio al netto delle imposte (es. BTP)
 - ✓ MP = Il premio per il rischio dell'investimento in equity in genere
 - ✓ Il premio per il rischio specifico dell'impresa:
 - ◆ Settore industriale/business di appartenenza
 - ◆ Struttura dei costi (rapporto costi fissi/costi variabili)
 - ◆ Struttura finanziaria (rapporto mezzi propri/debiti)

Determinazione del Costo dell'equity

- Per determinare il rischio specifico si fa solitamente riferimento al modello concettuale del Capital Asset Pricing Model (CAPM).
- Il rischio specifico di un'azione è dato dal coefficiente β che misura la sua variabilità rispetto all'andamento del portfoglio di mercato.
- Normalmente il β è un valore prossimo a 1 (rischio del mercato):



- Arriviamo quindi alla formula: $Ke = RF + (\beta \times MP)$

Alcuni elementi di criticità nell'utilizzo del DCF

- Attendibilità delle fonti (business plan, piano di sviluppo, ecc.) e conseguente cash flow realistico
- Modalità di riclassificazione del bilancio
- Peso percentuale del TV sul valore complessivo e sue modalità di calcolo
- Wacc: modalità di calcolo e sue componenti

Un esempio concreto

EURO		Businessplan					
		2004	2005	2006	2007	2008	
Risultato operativo		432.387	604.790	744.732	886.952	1.032.205	
(Imposte figurative)	Irpeg	33,00%	-142.688	-199.581	-245.762	-292.694	-340.628
	Irap	4,25%	-171.946	-180.809	-188.307	-195.918	-203.674
Ammortamenti e accantonamenti			1.590.400	1.630.059	1.672.727	1.716.606	1.762.348
Utilizzo fondi			-85.000	-86.275	-87.569	-158.883	-90.216
+/- Variazione CCN			-128.382	-71.069	102.653	175.611	180.070
-/+ Investimenti/Disinvestimenti			-1.245.000	-1.268.150	-1.306.302	-1.351.457	-1.395.614
Unlevered free cash flow			249.771	428.966	692.172	780.217	944.492
Unlevered free cash flow attualizzato			234.285	377.422	571.242	603.981	685.817
g		1,50%					
WACC		6,61%					
Somma unlevered free cash flow attualizzato 04-08	A		2.472.747				
Terminal Value				18.483.207			
Terminal Value attualizzato	B		13.421.085				
Enterprise Value	A+B		15.893.832				
Posizione finanziaria netta 2004	C		-1.398.422				
Valore del capitale sociale stand alone basis	(A+B)+C		14.495.410				

Carlo Savazzi

II WACC

Costo del capitale proprio

Rendimento free risk (rendimento BTP decennale)		4,50%
Premio rischio sul mercato		4,50%
Beta Levered		0,90
Rendimento capitale proprio		8,55%
Patrimonio netto / Totale Fonti		60,00%
Incidenza rendimento capitale proprio su WACC		5,13%

Costo del capitale di terzi

Costo del capitale di terzi		5,90%
Effetto fiscale	37,25%	2,20%
Costo del capitale di terzi netto		3,70%
Posizione finanziaria netta / Totale Fonti		40,00%
Incidenza rendimento capitale di terzi su WACC		1,48%
Costo medio ponderato del capitale		6,61%

Carlo Savazzi

La verifica con i multipli

Somma unlevered free cash flow attualizzato 04-08	A	2.472.747
Terminal Value		18.483.207
Terminal Value attualizzato	B	13.421.085
Enterprise Value	A + B	15.893.832
EBITDA 2004	E	2.022.787
EV/EBITDA	(A + B)/E	7,86

<i>Enterprise Value/EBITDA</i>		
	2002	2003
AEM SPA	11,12	9,31
ACSM COMO SPA	6,37	6,09
ACEGAS-APS SPA	10,04	7,68
AEM TORINO SPA	7,22	7,91
ACEA SPA	6,99	6,63
AMGA SPA	6,33	6,33
ASM BRESCIA SPA	5,80	5,37
META SPA	5,39	4,86
HERA SPA	6,77	5,67
ACTELIOS SPA	29,57	13,71
ENERTAD SPA	n.a.	9,52
ENEL SPA	n.a.	6,10
EDISON SPA	n.a.	8,95
Max	29,57	13,71
Media	9,56	7,55
Mediana	6,88	6,63
Min	5,39	4,86

Fonte: Corporate Finance & Capital Markets -Banca IMI - Milan

Carlo Savazzi

Gli elementi extra-contabili

- La logica della cassa è tale da ricomprendere tutti gli elementi capaci di generare valore
- In alcuni casi - tipicamente nel caso di valutazioni finalizzate a operazioni di fusione/acquisizione - vanno fatte delle eccezioni alla luce di particolari sinergie che si possono creare successivamente
- Tali sinergie possono generare un extra-value che si somma al valore ottenuto in modo analitico

Gli elementi extra-contabili

- Tali eccezioni riguardano soprattutto il valore “strategico” dell’operazione e possono essere correlate:
 - ✓ al mercato (copertura territoriale)
 - ✓ ai prodotti/servizi (integrazione orizzontale/verticale rispetto al proprio portafoglio)
 - ✓ alla R&D (brevetti, know-how sinergico rispetto al proprio)
 - ✓ ...