



*cutting through complexity*

# Metodi di valutazione d'azienda

Premessa

I metodi empirici

I metodi analitici

## Obiettivi della valutazione

### Financial Reporting

- La valutazione di una società o di alcuni suoi assets può essere richiesta a fini di bilancio in accordo con quanto stabilito dai principi contabili internazionali IFRS.
- Esempi possono essere la valutazione della società ai fini di impairment test in accordo allo IAS 36 e la valutazione degli assets acquisiti a seguito di una business combination (IFRS3).

### Riorganizzazione & Ristrutturazione

- Una valutazione può essere condotta a beneficio degli azionisti al fine di stimare i potenziali benefici derivanti da una possibile operazione di ristrutturazione o riorganizzazione della società.
- Valutazioni da codice civile (2501 sexies, 2343, 2465).

### Mergers & Acquisitions (M&As)

- La valutazione può essere richiesta per stimare il valore di una società o di una parte di essa in vista di possibili operazioni straordinarie.
- La stima, condotta per determinare il valore della società oggetto di cessione può essere richiesta dagli attuali azionisti per stimare correttamente l'exit strategy o dal potenziale compratore per ponderare la sua offerta.

### Valutazioni in ambito giudiziale

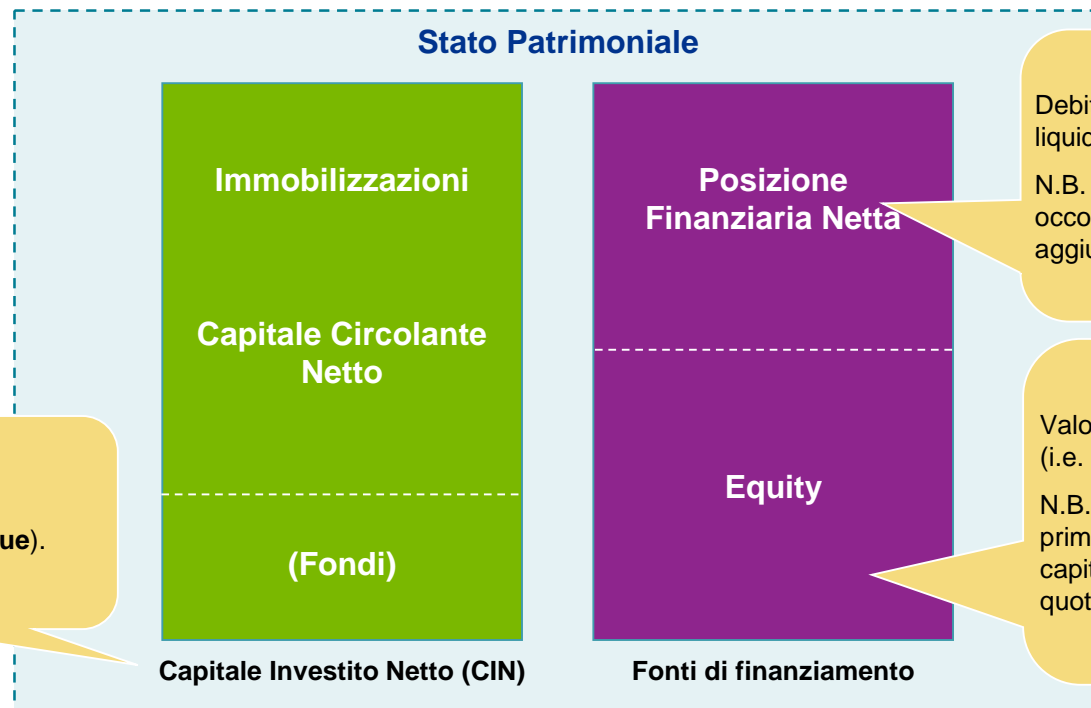
- Assistenza come perito di parte nominato in ambito di contenzioso giudiziale.

### Valutazioni in ambito fiscale

- Valutazioni a fini fiscali con lo scopo di determinare il plusvalore che emerge a seguito di operazioni di fusione infragruppo.

# Metodi di valutazione tecnica

## Enterprise Value vs. Equity Value



Valore di mercato degli asset dell'azienda (i.e. **Enterprise Value**).

Debiti finanziari onerosi al netto delle attività liquide e dei crediti finanziari.

N.B. Se non è espressa a valori di mercato, occorre effettuare gli opportuni aggiustamenti.

Valore di mercato del capitale economico (i.e. **Equity Value**)

N.B. Nelle società quotate, è espresso, in prima approssimazione, dalla capitalizzazione di Borsa (cfr. Metodo delle quotazioni).

$$\underbrace{\text{Enterprise Value}}_{\text{Valore di mercato degli asset dell'azienda}} = \underbrace{\text{Equity Value}}_{\text{Valore di mercato del capitale economico (i.e. azioni)}} + \underbrace{\text{Posizione Finanziaria Netta}}_{\text{Valore di mercato del debito netto}}$$

### Principali metodi valutativi

#### ■ Metodi empirici

- Metodo dei **multipli di mercato** (i.e. analisi delle società quotate comparabili).
- *Metodo delle quotazioni* (i.e. analisi dei prezzi di Borsa).
- *Metodo delle transazioni comparabili* (i.e. analisi su mercati non regolamentati).

#### ■ Metodi analitici

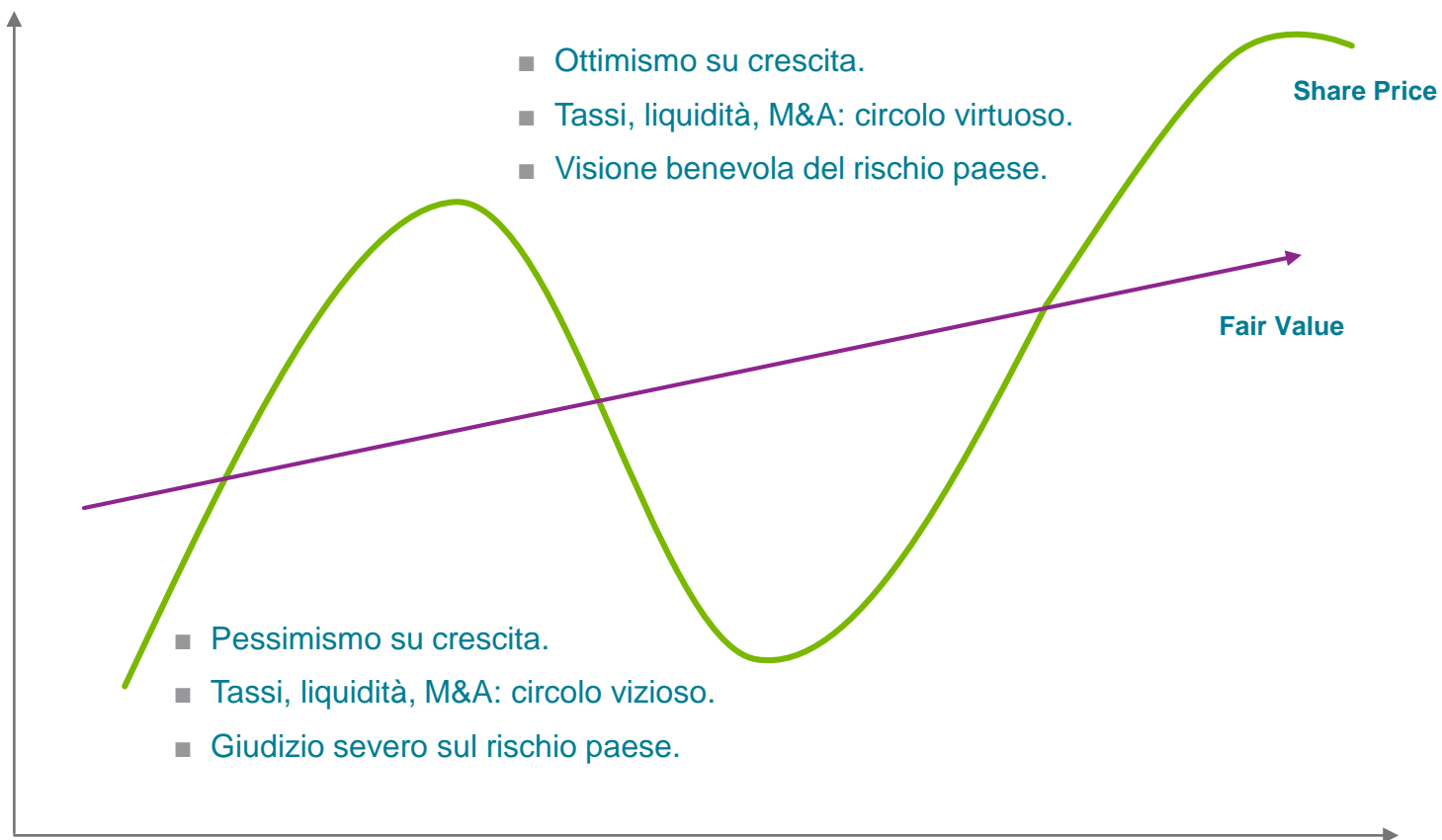
- Metodo dei **flussi di cassa attualizzati** (i.e. Discounted Cash Flow).
- Metodo **reddituale** (i.e. valore funzione dei redditi attesi).
- Metodo **patrimoniale** (i.e. valore funzione delle singole componenti, attive e passive, del capitale di impresa).
- Metodo **misto patrimoniale-reddituale** (i.e. valore in funzione delle componenti patrimoniali del capitale di impresa e del sovra(sotto)reddito atteso relativamente al capitale stesso).

In alcuni casi, con particolare riferimento alla valutazione di aziende con differenti rami di business e/o con componenti di valore ulteriori rispetto al core business (e.g. perdite pregresse, asset non strumentali), si può utilizzare il metodo cd. **“somma delle parti”** (i.e. che prevede la somma dei valori delle diverse componenti costituenti il complesso aziendale, anche utilizzando diverse metodologie valutative in relazione a diversi asset).

# Metodi di valutazione tecnica

## Valori fondamentali e ciclicità della borsa

Percezioni facilmente mutevoli: la borsa non è molto efficiente



### Consensus mutevole – Elementi distintivi

- Tassi di interesse e aspettative di crescita.
- Appeal dei titoli “difensivi”.
- Debito finanziario ed agenzie di rating.
- Telecomunicazioni.
- Crisi del debito sovrano: il “rischio Italia”.
- Conflitti di interesse: governo, azionisti, utenti.
- M&A speculation e valore delle sinergie.

**Metodi empirici**



# Metodo dei multipli di mercato – Analisi delle società comparabili vs. analisi delle transazioni comparabili

- Il valore dell'azienda è il risultato di una stima effettuata considerando **dati del mercato azionario** o di **operazioni M&A**, espressi in termini di **multipli**, da applicare a valori economico/patrimoniali dell'azienda oggetto di valutazione.
- Due possibili approcci:
  - **Multipli di borsa** → multipli riferiti ad un panel di società quotate omogenee (e.g. per dimensioni, settore, mercati di riferimento) rispetto alla società oggetto di valutazione.
  - **Multipli derivanti da transazioni comparabili** → multipli desunti direttamente da operazioni M&A aventi per oggetto società simili a quella oggetto di valutazione.
- Principali multipli di mercato: EV/Fatturato, **EV/EBITDA**, EV/EBIT, P/E.

### *Presupposto fondamentale*

**Il valore dell'azienda, nel medio-lungo termine, non può differire in modo significativo dal valore espresso dal mercato per aziende omogenee.**

# Metodi di valutazione tecnica

## Metodo dei multipli di borsa – Il processo

### Principali fasi

- 1 Individuazione del panel di società comparabili (cd. “comparable”).
- 2 “Normalizzazione” del panel (e.g. eliminazione componenti straordinarie, armonizzazione dei principi contabili, aggiustamenti connessi ad ipotesi di esercizio di opzioni e/o di conversione di obbligazioni, trattamento interessi di minoranza/partecipazioni quotate, trattamento interessi di minoranza/partecipazioni quotate).
- 3 Identificazione dei multipli più rappresentativi del valore dell’azienda oggetto di valutazione da definire in relazione al settore di appartenenza.
- 4 Calcolo della media (i.e. semplice, ponderata e/o senza estremi) e della mediana dei multipli del panel ed applicazione ai financials dell’azienda oggetto di valutazione.



I moltiplicatori usati si distinguono in due categorie: asset side ed equity side. La distinzione dipende dal valore indicato a numeratore del multiplo. In particolare:

### Asset side

- Il numeratore è l'investito nell'attivo lordo inteso come somma tra la capitalizzazione di borsa e il debito finanziario netto ( $EV = \text{Valore del capitale} + \text{debito finanziario} - \text{liquidità}$ ).

### Equity side

- Il numeratore è il prezzo di borsa delle azioni o la capitalizzazione di borsa.

### Enterprise Value/Sales

- E' generalmente utilizzato per società commerciali e per società con margini negativi o in fase di turnaround.
- L'applicazione è poco diffusa in quanto assume implicitamente che tutte le aziende di un settore operino con la stessa struttura di costi.

### Enterprise Value/EBITDA

- E' il multiplo più comunemente utilizzato in quasi tutti i settori (non finanziari) in quanto permette di neutralizzare le politiche di bilancio, le politiche fiscali e la struttura finanziaria specifica delle società del campione.

### Enterprise Value/EBIT

- Permette di neutralizzare le politiche fiscali e di struttura finanziari differenti tra società del campione nell'ipotesi di una comune strategia di investimenti/ammortamenti.

### Price/Earnings

- Viene generalmente applicato nei settori (finanziario, E&U, società quotate in regime di concessione) dove la struttura finanziaria e le politiche di bilancio tra competitors sono molto allineate.

# Metodi di valutazione tecnica

## Metodo dei multipli di borsa – Pros & Cons

### Pros

- **Immediatezza, facilità** di applicazione ed elevata **diffusione**.
- Ampia **disponibilità di informazioni pubbliche** relative alle società quotate.
- Notevole **rappresentatività dei prezzi di mercato** (i.e. espressione del consensus di un elevato numero di investitori – significatività connessa ad effettive transazioni di mercato).

### Cons

- Difficoltà **nell'individuazione del panel** di società omogenee.
- Necessità di “**interpretazione**” **dei dati** di mercato (e.g. possibili distorsioni connesse al *market momentum*, normalizzazioni di elementi specifici delle singole società incluse nel panel).
- Elevata **variabilità delle quotazioni** di Borsa (in particolare nel breve periodo) e delle **dinamiche** contingenti **del mercato M&A**.

## Multipli derivanti da transazioni comparabili

Il metodo delle transazioni comparabili si è affermato in relazione alla crescente disponibilità di informazioni su transazioni avvenute sul mercato.

In particolare il metodo delle transazioni comparabili:

- esclude qualsiasi apprezzamento soggettivo e non richiede l'utilizzo di ipotesi o convenzioni;

---

- non prevede aggiustamenti di valore dovuti a premi di maggioranza o sconti di minoranza;

---

- è di facile comprensione anche per i non addetti ai lavori.

## Metodi di valutazione tecnica

# Metodo delle quotazioni

- Metodo per la valutazione di società quotate, in particolare nei casi in cui:
  - i **volumi scambiati** risultano **rilevanti**;
  - il **flottante** è sufficientemente **rappresentativo**;
  - la **capitalizzazione** di Borsa è **elevata**.
- Al verificarsi di tali condizioni, i prezzi rilevati in Borsa sono significativi ai fini della stima del valore della società, in quanto:
  - il mercato dovrebbe evidenziare una **chiara percezione delle caratteristiche della società**;
  - i **prezzi**, se analizzati su un orizzonte temporale sufficientemente esteso, **valorizzano** coerentemente il **potenziale della società**, attenuando i possibili effetti “distorsivi” del mercato nel breve periodo.

# Metodi analitici

## Metodo dei flussi di cassa attualizzati (DCF)

Il valore dell'azienda è stimato attualizzando i flussi di cassa attesi dalle attività al **costo medio ponderato del capitale** (i.e. WACC).

$$W = \underbrace{\frac{\sum_{t=1}^n \text{FCFO}_t}{(1+WACC)^t}}_{\text{Valore attuale dei flussi attesi durante l'orizzonte di previsione esplicita}} + \underbrace{\text{TV}}_{\text{Valore attuale dei flussi attesi dopo l'orizzonte di previsione esplicita}}$$

Dove:

W = valore dell'azienda (i.e. Enterprise Value);

N = numero di periodi compresi nell'orizzonte di previsione esplicita;

FCFO = flussi di cassa operativi attesi nell'orizzonte di previsione esplicita;

WACC = costo medio ponderato del capitale;

TV = valore residuo (i.e. Terminal Value).



**EBIT (i.e. Reddito Operativo)**

- Imposte (figurative) sul reddito operativo

**NOPLAT**

+ Ammortamenti/Accantonamenti

**Gross Cash Flow**

+/- Variazione del CCN

+/- Variazione dell'attivo fisso netto

- Utilizzo fondi

**Free Cash Flow from Operation (FCFO)**

+/- Risultato gestione finanziaria

+/- Variazione del debito

Scudo fiscale (su oneri finanziari)

**Free Cash Flow to Equity (FCFE)**

+/- Variazione del Patrimonio Netto  
(e.g. - dividendi, + aumenti di capitale)

**Net Free Cash Flow**

Il Free Cash Flow from Operation rappresenta la cassa generata dalla gestione operativa e disponibile per la remunerazione del capitale di terzi e del capitale proprio

Il Free Cash Flow to Equity rappresenta la cassa disponibile per la remunerazione del capitale proprio

## Metodo dei flussi di cassa attualizzati (DCF) – Terminal Value

- Il valore residuo (i.e. Terminal Value) esprime il valore dei flussi di cassa operativi attesi **dopo l'orizzonte di previsione esplicita**.
- Il valore residuo rappresenta spesso una percentuale significativa del valore complessivo dell'azienda → necessità di stimare con accuratezza il livello normalizzato dei flussi disponibili dopo l'orizzonte di previsione esplicita (FCFO<sub>n+1</sub>) ed il relativo tasso nominale di crescita media (g).

$$TV = \frac{FCFO_{n+1}}{(WACC - g)} \times \frac{1}{(1 + WACC)^n}$$

Dove:

TV = valore residuo (i.e. Terminal Value);

FCFO<sub>n+1</sub> = flusso di cassa operativo normalizzato atteso nel primo periodo successivo all'orizzonte di previsione esplicita;

WACC = costo medio ponderato del capitale;

g = tasso nominale di crescita media del flusso di cassa operativo normalizzato atteso nel periodo successivo all'orizzonte di previsione esplicita;

n = numero di periodi compresi nell'orizzonte di previsione esplicita.

- Approccio valutativo più diffuso nei settori dell'investment banking e della consulenza finanziaria.
- Alcune criticità:
  - grado di **attendibilità delle previsioni** dei flussi di cassa attesi nell'orizzonte di previsione esplicita;
  - determinazione del **costo medio ponderato del capitale** (e.g. beta, premio per il rischio di mercato, livello di indebitamento, ...);
  - stima del **Terminal Value**, in particolare per aziende nelle fasi iniziali del ciclo di vita (cd. "early stage"), caratterizzate da un elevato tasso di crescita attesa, il cui valore complessivo è in larga parte incluso nel Terminal Value stesso;
  - potenziali **distorsioni** (e.g. azienda con elevati investimenti nell'orizzonte di previsione esplicita);
  - poco adatto nei settori ciclici e nelle start up (difficoltà di stimare il flusso di cassa di fine periodo).
- Possibili varianti/alternative del DCF:
  - *Equity Discounted Cash Flow* → valore del capitale economico (i.e. Equity Value) dell'azienda a partire dai flussi di cassa disponibili per gli azionisti (FCFE), attualizzati al costo del capitale di rischio (i.e.  $K_e$ ).
  - *Adjusted Present Value (APV)* → valore dell'azienda come valore attuale dei flussi unlevered (i.e. da DCF) + valore attuale dei benefici relativi alla deducibilità fiscale degli oneri finanziari.

# Metodi di valutazione tecnica

## I tassi di sconto (WACC e $K_e$ )

- Il costo medio ponderato del capitale è il tasso di rendimento minimo che l'azienda deve essere in grado di generare per soddisfare le attese dei propri finanziatori.

$$\text{WACC} = K_e \times \frac{E}{D + E} + K_d \times (1-t) \times \frac{D}{D + E}$$

- $K_e$  = costo del capitale proprio;
- $K_d$  = costo del capitale di debito;
- $t$  = aliquota fiscale marginale dell'impresa oggetto di valutazione;
- $D$  = valore di mercato del debito;
- $E$  = valore di mercato del capitale proprio.

- Uno dei principali metodi di stima del  $K_e$  è il Capital Asset Pricing Model (CAPM), che ipotizza che il costo opportunità del capitale proprio sia pari alla somma dei rendimenti delle attività prive di rischio e del rischio sistematico della società (beta) moltiplicato per il premio per il rischio di mercato.

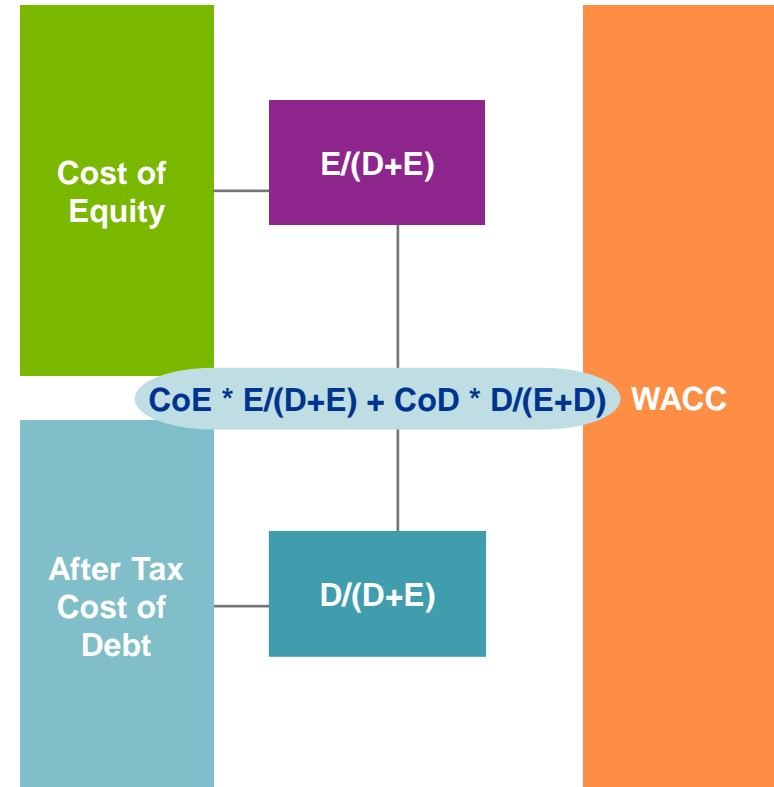
$$K_e = r_f + \beta \times (r_m - r_f)$$

- $r_f$  = tasso di rendimento delle attività prive di rischio;
- $(r_m - r_f)$  = premio per il rischio di mercato;
- $\beta$  = rischio sistematico (non diversificabile) della società.

# IAS 36 & WACC In Theory

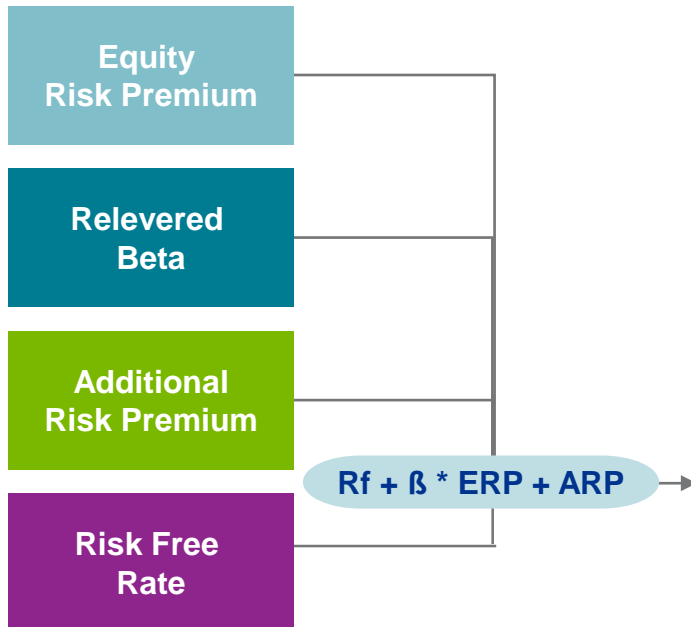
## What is WACC?

- WACC is the weighted average required return of:
  - Providers of Equity: Cost of Equity.
  - Providers of Debt: After-tax Cost of Debt.
- To weight the cost of equity use:
  - Long term target level of market value equity to market value enterprise =  $E/(D+E)$ .
- To weight the cost of debt use:
  - Long term target level of market value net debt to market value enterprise =  $D/(D+E)$ .
- Market value enterprise = Market value equity + Market value net debt +/- Non-operating items (pension liabilities, surplus assets).
- Net debt = long & short term interest bearing debt – excess cash.



# IAS 36 & WACC In Theory

## Cost of Equity

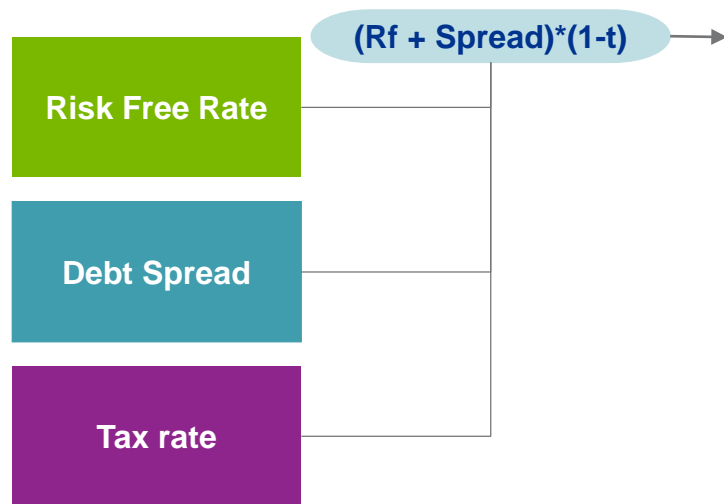


The cost of equity is derived from the CAPM, which states that the required return on equity is a function of:

- Risk Free Rate ( $R_f$ ): Return that would be obtained when investing in long-term (often 10-year) zero coupon government bonds.
- Equity Risk Premium ( $\beta * ERP$ ):
  - Equity Risk Premium (ERP): Average excess return (on top of the risk free rate) an investor would require when investing in a stock market index (e.g. S&P 500 index);
  - Relevered Beta ( $\beta$ ): Correlation of a Company's equity return, i.e. stock price return, with the market return: risk of a particular sector or industry relative to the market as a whole, taking into account long run leverage.
- Additional Risk Premium (ARP): Premium for company specific risks such as risk of achieving forecasts, geographic/political risk/dependence on key personnel/suppliers/customers/size.

# IAS 36 & WACC In Theory

## Cost of Debt

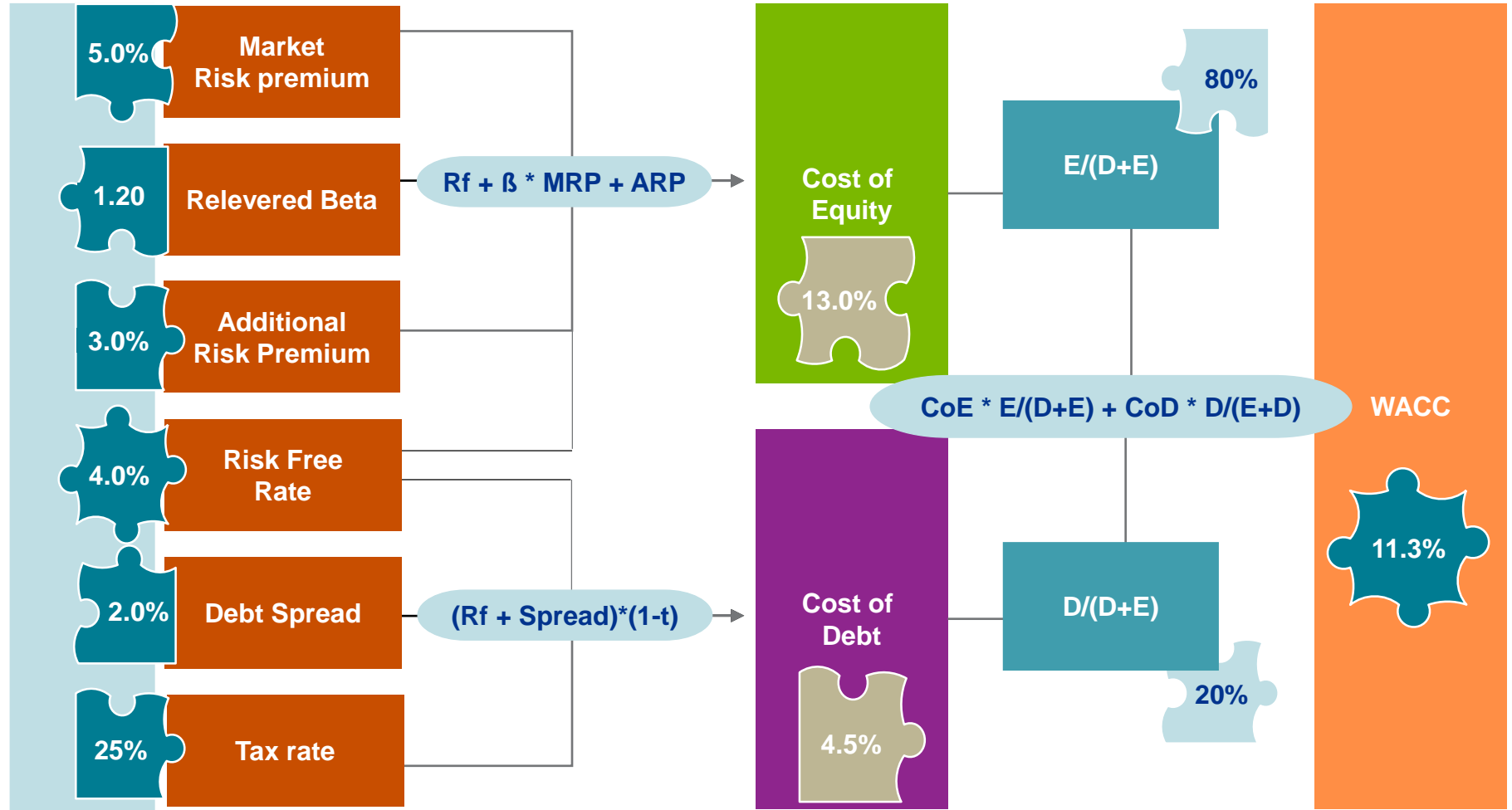


The cost of debt is the post-tax return required by debt holders and is a function of:

- Risk free rate (Rf): Return that would be obtained when investing in long-term (often 10-year) zero coupon government bonds.
- Debt spread: Average excess return (on top of the risk free rate) a debt provider would require when investing in debt of the Company.
- Tax rate (t): Marginal corporate tax rate applicable to the Company. The cost of debt is determine after-tax as:
  - Interest costs are tax deductible;
  - WACC is used to discount post-tax free cash flows.

# IAS 36 & WACC In Theory

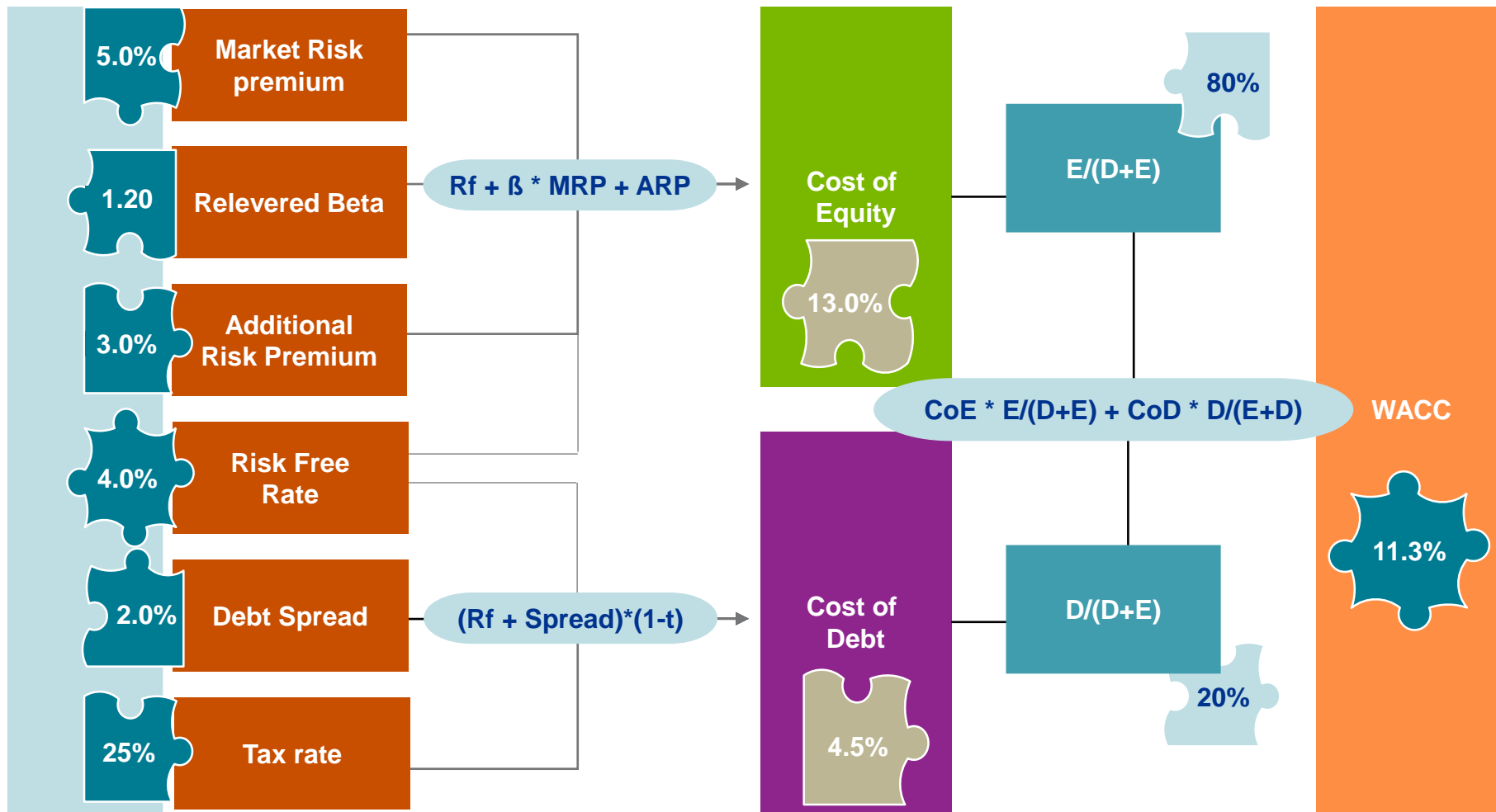
## Example





# Metodi di valutazione tecnica

## I tassi di sconto (WACC e $K_e$ )



## Metodi di valutazione tecnica

### I tassi di sconto (WACC e $K_e$ )

Main industries Betas				
Industry Name	Levered Beta	Market D/E Ratio	Tax Rate	Unlevered Beta
Advertising	1,43	126,3%	18,9%	0,71
Air Transport	1,15	78,2%	23,0%	0,72
Bank	0,71	91,5%	25,9%	0,42
Biotechnology	1,25	10,0%	3,6%	1,14
Computer Software/Svcs	1,22	7,8%	12,7%	1,14
Computers/Peripherals	1,29	18,4%	9,9%	1,11
Drug	1,16	14,5%	6,0%	1,02
Electronics	1,31	45,6%	11,9%	0,93
Entertainment	1,66	79,2%	17,2%	1,00
Food Processing	0,80	35,2%	21,7%	0,63
Internet	1,41	4,1%	7,5%	1,36
Machinery	1,39	55,8%	22,7%	0,97
Medical Supplies	1,17	13,3%	12,5%	1,05
Petroleum (Producing)	1,24	37,6%	14,0%	0,94
Publishing	1,24	137,1%	20,7%	0,59
Retail Store	1,01	30,3%	25,7%	0,82
Semiconductor	1,81	13,3%	10,5%	1,62
Telecom. Equipment	1,49	12,7%	12,1%	1,34
Telecom. Services	1,43	51,3%	15,9%	1,00
<b>Grand Total</b>	<b>1,27</b>	<b>45,4%</b>	<b>15,4%</b>	<b>0,97</b>

Secondo il metodo misto patrimoniale-reddituale il valore di un'azienda è pari alla somma dei seguenti elementi:

- patrimonio netto espresso a valori correnti;
- avviamento, inteso come valore attuale del “surplus” dei redditi che il capitale investito nell'azienda è in grado di generare rispetto al reddito normale medio atteso dagli investitori in capitale di rischio nel settore di riferimento (l'avviamento può essere negativo nell'ipotesi di generazione di “sotto-redditi”).

$$W = K + a_{n|i'} (R - i K) + SA$$

Dove:

W = valore del capitale economico dell'azienda;

K = valore del patrimonio netto rettificato, al netto dei beni non strumentali;

R = reddito medio netto normalizzato;

SA = valore dei beni non strumentali (“surplus asset”);

$a_{n|i'}$  = funzione di attualizzazione di una rendita posticipata della durata di n anni al tasso  $i'$ ;

i = tasso di rendimento sul capitale di rischio giudicato normale per il settore di appartenenza dell'azienda;

$i'$  = tasso di attualizzazione del sovra(sotto)-reddito aziendale.

## Metodo misto patrimoniale-reddituale

- Il metodo misto patrimoniale-reddituale risulta proficuamente utilizzato per società *captive* in cui la valenza patrimoniale rappresenta una componente solo parzialmente significativa rispetto al valore economico complessivo del capitale aziendale, che risulta correlato, nel breve-medio termine, alle potenzialità reddituali e finanziarie della Società.
- Le potenzialità reddituali e finanziarie della società sono valorizzate nella prassi in un orizzonte temporale compreso tra 5 e 7 anni.

Il metodo reddituale **levered** individua il valore del capitale economico di un'azienda sulla base dei flussi di reddito che produrrà in futuro. Secondo tale metodologia, il valore del capitale economico di una società è calcolato come:

- somma del valore attuale dei flussi di reddito prodotti dalla gestione nel periodo di proiezione esplicita e del valore attuale delle attività operative e finanziarie dell'azienda al termine di tale periodo (Valore Terminale o Valore Residuo).

$$W = \left[ \sum_{t=1}^n R_{(t)} (1+Ke)^{-t} + R_{(n)} (1+Ke)^{-n} \right] + SA$$

Dove:

W = valore del capitale economico dell'azienda;

R(t) = flussi reddituali "levered" (periodo di proiezione esplicita);

R(n) = valore residuo (Valore Terminale);

Ke = costo del capitale di rischio;

SA = valore delle attività accessorie non operative.

## Metodi di valutazione tecnica

# Metodo misto patrimoniale

Il metodo patrimoniale determina il valore della società pari al suo patrimonio netto rettificato, inteso come somma del patrimonio netto contabile e delle rettifiche risultanti dalle differenze tra valore corrente degli elementi dell'attivo e del passivo ed i corrispondenti valori iscritti a bilancio (al netto dei relativi effetti fiscali potenziali) produrrà in futuro.

Tale approccio risulta il più diffuso nella stima di quelle società per le quali gli elementi patrimoniali rappresentano i vettori principali nel processo di generazione del valore (tipicamente le finanziarie di partecipazione e le società immobiliari).

$$W = PN + R$$

Dove:

W = valore del capitale economico dell'azienda;

PN = patrimonio netto della società;

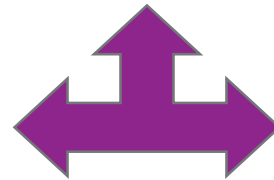
R = rettifiche a FV.

### Elementi comuni

- Struttura del deal (e.g. maggioranza vs. minoranza; aumento di capitale vs. trade sale).
- Livello delle garanzie.
- Corporate Governance (in. caso di mantenimento di una quota da parte del Venditore).

### Buy side

- Rendimento atteso (vs. rischio dell'operazione).
- Business case dell'operazione.
- Valore potenziale (e.g. sinergie, upside di valore) del target.
- Possibilità di exit.
- Investimenti alternativi.



### Sell side

- Monetizzazione immediata vs. monetizzazione futura.
- Necessità di vendere.
- Ruolo/coinvolgimento da parte del venditore post-deal.



*cutting through complexity*

© 2015 KPMG Advisory S.p.A. è una società per azioni di diritto italiano e fa parte del network KPMG di entità indipendenti affiliate a KPMG International Cooperative ("KPMG International"), entità di diritto svizzero. Tutti i diritti riservati.

Denominazione e logo KPMG e "cutting through complexity" sono marchi e segni distintivi di KPMG International.