



Economia Aziendale corso avanzato

La valutazione delle aziende

Prof. Domenico Nicolò
AA 2022_23

Principi generali

- Valore economico, patrimonio netto, avviamento, prezzo di cessione
- Quando si valuta un'azienda?
 - vendita di un'azienda o di un suo ramo
 - valutazione della strategia (di startup, di sviluppo, di risanamento, d'internazionalizzazione, ecc.)
 - selezione investimenti
 - liquidazione quota ai soci che recedono dalla società
 - risarcimento danni ad un'azienda
 - patti di famiglia, per dividere il patrimonio aziendale e familiare tra i discendenti
 - fusione, scissione, acquisizione, scorporo
 - quotazione in borsa: si utilizza soprattutto il metodo dei multipli, che consente un confronto sintetico tra società quotate al quale si applica un IPO discount per considerare il minor valore rispetto a società quotate con caratteristiche e profilo di rischio simili
 - private equity e venture capital: si assume come riferimento il presumibile valore di realizzo della partecipazione a termine (exit value) che consente di ottenere un tasso di rendimento obiettivo
 - valutazione performance e selezione alternative strategiche

Principi generali: l'incertezza

- Soggettività della valutazione, che però deve essere coerente con la realtà
- L'incertezza riguarda: risultati economici e flussi di cassa attesi, profilo di rischio, evoluzione del mercato e del settore ecc.
- La stima del rischio finanziario e del rischio operativo
- L'incertezza può essere soltanto ridotta, mai eliminata
- Le valutazioni diventano obsolete perché nel tempo si acquisiscono nuove informazioni e cambiano le condizioni considerate per stimare il valore economico
- La valutazione delle aziende giovani e innovative è più incerta di quelle mature operanti in settori tradizionali

Principi generali: le problematiche della valutazione delle imprese giovani e delle startup. Il pensiero di Damodaran

- Le imprese giovani sono difficili da valutare per molteplici ragioni
- Molte di esse sono start-up e idee di business, con modesti risultati economici o in perdita. Anche quelle redditizie hanno una storia molto breve e dipendono molto dal capitale dei soci; pertanto, per queste startup non funzionano molte delle tecniche standard che usiamo per stimare cash flow, tassi di crescita e di sconto si consideri che molte giovani imprese non sopravvivono
- si usa una combinazione di dati sulle imprese mature operanti nel medesimo settore e le caratteristiche proprie delle imprese giovani per stimarne ricavi, redditi e flussi di cassa e stimarne il valore
- si deve stimare il rischio di fallimento

Valutazione startup da parte degli operatori del private equity: Ventur capitalist e Business angel

- valutazione della convenienza dell'investimento alla luce del previsto valore economico dell'impresa target a 3-5 anni per misurare così il presumibile prezzo di realizzo della partecipazione acquisita (*exit value*)
- il valore stimato della exit è confrontato con quello dell'investimento per calcolare il tasso di rendimento interno IRR e, per questa via, valutare la convenienza dell'investimento
-

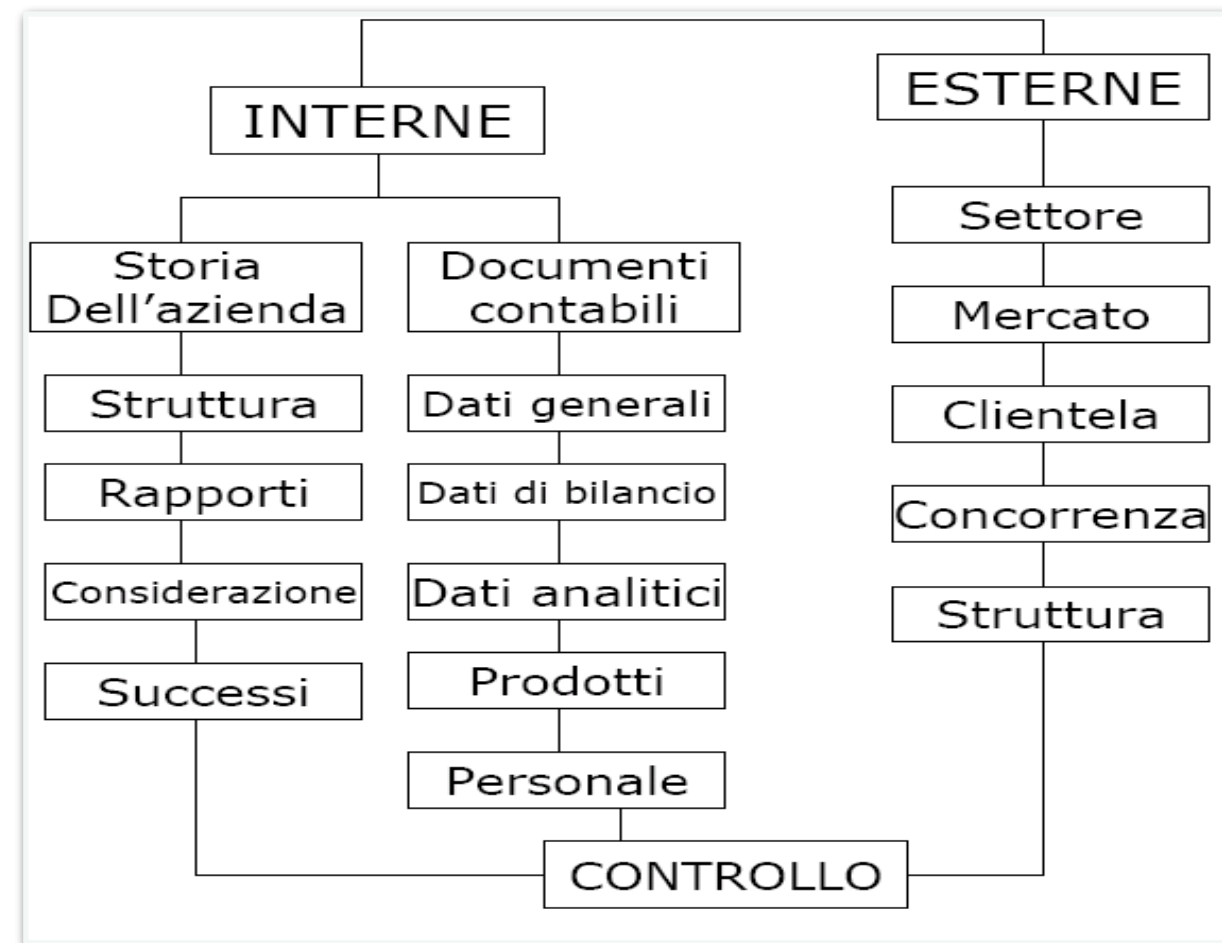
Requisiti della valutazione

- Obiettività: limitare il più possibile elementi di soggettività
- Neutralità: prescindere da interessi delle parti
- Razionalità: adottare un processo logico coerente
- Dimostrabilità: esplicitare i dati, le ipotesi e l'iter logico che ha condotto a quel dato valore
- Stabilità: evitare l'influenza fattori provvisori, mutevoli, eccezionali, straordinari

Fasi della valutazione

- Raccolta e analisi delle informazioni (interne ed esterne) e degli ultimi bilanci. È opportuno acquisire anche una situazione contabile intermedia a data prossima a quella in cui si effettua la valutazione
- Scelta e applicazione più metodi di valutazione: principale e di controllo
- Stesura della relazione sulla valutazione

Raccolta e analisi delle informazioni



L'analisi fondamentale

- Normalizzazione
 - eliminazione componenti di reddito straordinarie ed estranee alla gestione
 - aggiunta di eventuali ricavi e costi latenti (es: sotto-remunerazione manager appartenenti alla famiglia che controlla l'impresa)
 - neutralizzazione di politiche di bilancio distorsive
 - correzione effetti distorsivi dell'inflazione
- Analisi delle attività e passività
 - stima a valori correnti delle attività materiali e dei debiti finanziari
 - stima degli intangibili specifici (contabilizzati e non)
- Analisi sostenibilità dei piani
 - verifica assunzioni di base: affidabilità, coerenza, compatibilità con lo scenario, dimostrabilità
- Analisi di sensitività
 - rispetto al prezzo: RV/RO
 - rispetto ai costi variabili: CV/RO
 - rispetto ai volumi di vendita: MLC/RO (leva operativa)

La leva operativa

<i>ipotesi di incremento vendite</i>				<i>ipotesi decremento vendite</i>				
<i>incr. Q</i>	+20%	+40%	+50%	<i>decr. Q</i>	-20%	-40%	-50%	
q	50	60	70	q	50	40	30	25
p	€ 100,00	€ 100,00	€ 100,00	p	€ 100,00	€ 100,00	€ 100,00	€ 100,00
RV	€ 5.000,00	€ 6.000,00	€ 7.000,00	RV	€ 5.000,00	€ 4.000,00	€ 3.000,00	€ 2.500,00
cvu	€ 20,00	€ 20,00	€ 20,00	cvu	€ 20,00	€ 20,00	€ 20,00	€ 20,00
CV	€ 1.000,00	€ 1.200,00	€ 1.400,00	CV	€ 1.000,00	€ 800,00	€ 600,00	€ 500,00
MLC	€ 4.000,00	€ 4.800,00	€ 5.600,00	MLC	€ 4.000,00	€ 3.200,00	€ 2.400,00	€ 2.000,00
CF	€ 2.000,00	€ 2.000,00	€ 2.000,00	cf	€ 2.000,00	€ 2.000,00	€ 2.000,00	€ 2.000,00
RO	€ 2.000,00	€ 2.800,00	€ 3.600,00	RO	€ 2.000,00	€ 1.200,00	€ 400,00	€ -
var % del R.O.	40%	80%	100%	var % del R.O.	-40%	-80%	-100%	

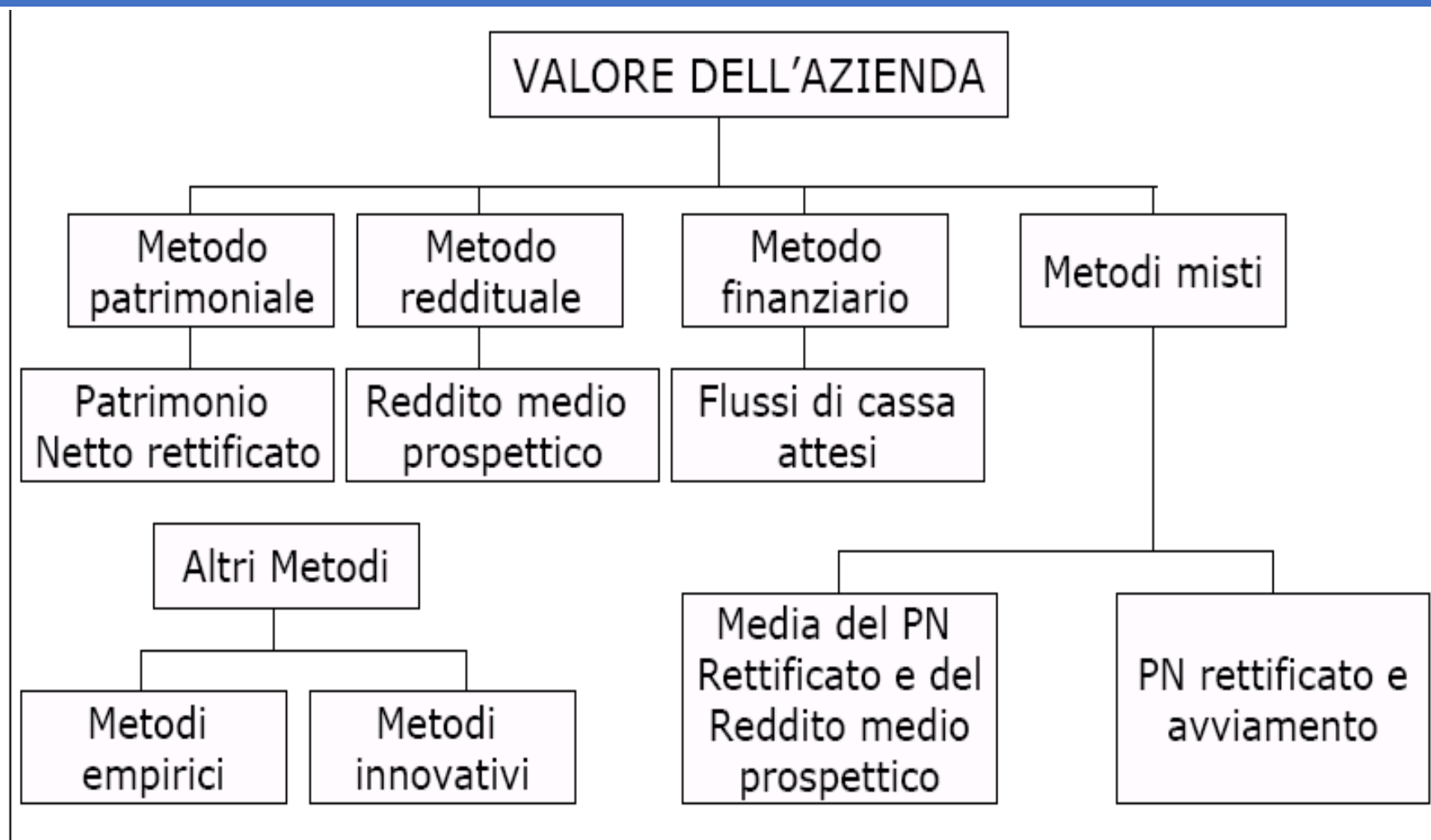
$$\text{MLC/RO} = \frac{\text{€ 4.000,00}}{\text{€ 2.000,00}} = 2 \text{ leva operativa}$$

L'incremento del R.O. è doppio rispetto a quello delle vendite

$$\text{MLC/RO} = \frac{\text{€ 4.000,00}}{\text{€ 2.000,00}} = 2 \text{ leva operativa}$$

Il decremento del R.O. è doppio rispetto a quello delle vendite

I metodi di valutazione



I metodi: principi generali

- I differenti metodi colgono caratteristiche e attributi diversi delle aziende
- Per questa ragione si devono utilizzare più metodi: uno come metodo principale e altri come metodi di controllo

Il metodo patrimoniale

- Semplice: non considera le immobilizzazioni immateriali
- Complesso: considera le immobilizzazioni immateriali, anche non incluse nello SP, ma che presentino un'utilità futura, siano trasferibili e con un valore di mercato
- 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
- Revisione dei valori patrimoniali per verificarne l'attendibilità → RETTIFICHE
- Attività: singolarmente a valori correnti, ossia ai prezzi di mercato al momento della valutazione.
 - Non sempre si hanno prezzi di riferimento per l'usato e diventa necessario fare ricorso ad esperti valutatori di immobili, impianti...
 - Il prezzo a nuovo deve essere abbattuto per tenere conto dell'usura, dell'obsolescenza tecnica ed economica
 - In alcuni casi l'unico criterio possibile è il costo di ricostruzione
- Passività: a valori di estinzione
- In campo giudiziario è il metodo cui frequentemente si fa rinvio

Il metodo patrimoniale

- Si applica nelle aziende il cui valore dipende soprattutto dal patrimonio, non considera la capacità dell'azienda di generare redditi e flussi di cassa (limite del metodo)
- I vantaggi del metodo sono: il ridotto ricorso ad ipotesi, la maggiore prudenza che caratterizza la valutazione e la facilità di applicazione
- I beni accessori vengono valutati separatamente, adottando criteri di liquidazione

$$W = PN \pm \text{rettifiche} = \text{PN rettificato}$$

Il metodo patrimoniale

- **Magazzino**
 - materie: il costo di acquisto più recente
 - prodotti: il minore tra il costo di produzione e il più recente prezzo medio di vendita
 - semilavorati: il costo di produzione più recente, tenendo conto dello stato di avanzamento
- **Commesse pluriennali**
 - a) al costo
 - b) proporzionale al ricavo (prezzo dell'opera finita x stato di avanzamento)
- **Titoli a reddito fisso**
 - quotati: prezzi periodo più recente (es. media prezzi ultimo trimestre) o prezzo corrente al momento della stima
 - non quotati: quando il rendimento dell'impresa è in linea con quello medio di imprese simili quotate si adotta il valore di costo della partecipazione; se il rendimento è inferiore si abbatte il costo
- **Partecipazioni**
 - in controllate: si valutano le controllate
 - in altre imprese (non controllate)
 - non di rilievo, quotate: si assumono i prezzi di mercato
 - non di rilievo, non quotate: si assume il capitale netto contabile e i multipli di società comparabili
 - rilevanti: si valutano le società nelle quali si ha la partecipazione di rilievo
- **Crediti**
 - commerciali, a breve termine: presunto valore di realizzo, considerando le potenziali perdite
 - a m-l termine: attualizzazione

Il metodo patrimoniale

PN contabile	180.000	
Rettifiche +		
Immob.ni tecniche	12.000	
Magazzino	5.000	
Partecipazioni	3.000	
Rettifiche -		
Crediti		-2.000
Rettifiche nette	18.000	
Elementi patrimoniali estranei alla gestione caratteristica		-3.000
PN rettificato	195.000,00	

Il metodo reddituale

- Il valore dell'azienda dipende dalla sua capacità di produrre redditi in futuro
- Questa capacità è stimata con riferimento ad un tempo indefinito (come valore attuale di una rendita di durata illimitata) o finito (come valore attuale di una rendita limitata nel tempo)
- Stima il reddito medio normale atteso, analiticamente (anno per anno) o sinteticamente (medi)
- Il valore economico è stimato come valore attuale dei flussi di reddito attesi normalizzati, cioè depurati dalle componenti straordinarie e di quelle frutto di politiche di bilancio, attualizzati ad un tasso pari al costo opportunità del capitale proprio che esprime il rischio di non ottenere utili o di subire perdite
- nel caso di aziende in crisi è necessario considerare l'avviamento negativo e gli investimenti da effettuare nel risanamento
- la stima del rischio deve considerare il rischio operativo, il rischio finanziario, la storia dell'azienda, l'età dell'azienda, del leader e del top management, apertura/chiusura del management al cambiamento, elevato tasso di crescita, elevato tasso di innovatività e di investimenti in tecnologia del settore, la necessità/dotazione di risorse, l'intensità della competizione, rischi legati al territorio (elevata presenza di mafia, elevata corruzione, la sottodotazione di risorse (tecniche, umane e finanziarie e di infrastrutture e servizi, clima organizzativo).
- Nelle imprese familiari un peso rilevante nel profilo di rischio assume la presenza/assenza di un valido successore.

Il metodo reddituale

	rendita 20 anni	rendita illimitata
R	180.000,00 €	
i	0,10	
1+i	1,10	
n	20	
(1+i) ²⁰	6,73	
(1+i) ²⁰ - 1	5,73	
i (1+i) ²⁰	0,67	
	8,51	
	1.532.448 €	1.800.000,00 €

$$K_e = r_0 + P$$

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

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

formula rendita illimitata

$$W = R / i$$

formula rendita limitata

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

$$V = R * \frac{(1+i)^n - 1}{i * (1+i)^n}$$

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

$$W = K + A$$

$$A = R/i - K$$

- Capitalizzazione limitata (per un numero n di anni limitato, generalmente non superiore a 5 anni, del sovrareddito (R - i x K)
- Non sarebbe fondato ipotizzare una capacità di produrre sovrareddito per un periodo indefinito

$$W = K + a n^{-i} (R - i' x K) + SA \text{ (surplus asset)}$$

- dove:
- i è il tasso di attualizzazione del reddito differenziale, pari al puro compenso finanziario nel tempo (free risk rate)
- i' è il costo del capitale proprio
- SA è il valore dei beni estranei alla gestione corrente

Il metodo EVA – Economic Value Added

- Idea di fondo: un'azienda crea valore se i profitti superano il costo dei capitali utilizzati per finanziare gli investimenti

$$\text{EVA (Economic Value Added)} = \text{NOPAT} - \text{WACC} \times \text{CE}$$

- l'EVA corrisponde allo spread tra il rendimento dell'investimento e il costo del capitale

dove:

NOPAT (Net Operating Profit After Taxes)

WACC (Weighted Average Capital Cost) (Costo medio ponderato del capitale investito)

CE (Capital Employed) (Capitale investito)

$$\text{WACC} = (0,09 \times 10 + 0,04 \times 6) / 16 = 7,12\%$$

dove:

D commerciali = 6000

D finanziari = 6000

K = 10000

Stato patrimoniale		Conto Economico	
ATTIVO		Ricavi	900.000
Terreni	100.000	Variazione magazzino prodotti finiti	0
Fabbricati	400.000	Acquisti materie prime	-500.000
Altre attività immobilizzate	85.000	Variazione magazzino materie prime	0
Attivo fisso	585.000	Spese amministrative e commerciali	-190.000
Magazzino	35.000	Ammortamenti	-15.000
Crediti verso clienti	155.000	Altre spese	-25.000
Altre attività correnti	55.000	Risultato operativo	170.000
Cassa	10.000	Oneri finanziari	-21.000
Attivo Circolante	255.000	Proventi finanziari	1.000
		Risultato ante imposte	150.000
TOTALE ATTIVO	840.000	Imposte (40%)	-60.000
		Utile netto	90.000
PASSIVO			
Capitale sociale	150.000		
Utili portati a nuovo	170.000		
Utile d'esercizio	90.000		
Patrimonio netto	410.000		
Debiti finanziari a m/l	230.000	Risultato operativo	170.000
Passività consolidate	230.000	Imposte	-60.000
Debiti finanziari a breve	60.000	NOPAT	110.000
Debiti verso fornitori	110.000		
Ratei e Risconti	30.000		
Passività correnti	200.000		
TOTALE PASSIVO	840.000		

Il **CAPITALE INVESTITO** è calcolato sottraendo dal totale delle attività i debiti non finanziari

Totale attivo o passivo	840.000		
Debiti verso fornitori	-110.000		
Ratei e risconti	-30.000		
Capitale investito	700.000		
Determinazione del costo medio del capitale WACC			
formula: WACC = K * [E / (D + E)] + i * [D / (D + E)]			
dove:			
K (costo del capitale proprio)	0,05		
E (patrimonio netto)	410.000		
D (debiti finanziari a lungo e a breve)	290.000		
i (costo dei debiti finanziari = oneri finanziari/debiti finanziari)	0,0724		

Capital invested (beginning of year)	104.236,00 €	135.323,00 €	105.979,00 €
WACC	8,22%	8,28%	8,37%
Finance Charge	8.568,20 €	11.204,74 €	8.870,44 €
NOPAT	30.500,00 €	41.800,00 €	35.500,00 €
Economic Value Added	21.931,80 €	30.595,26 €	26.629,56 €

$$EV = CE + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{EVA_t}{(1 + WACC)^t}$$

Per ottenere il valore dell'impresa si deve sommare il valore attuale degli EVA annuali futuri, il valore attuale dei flussi attesi oltre l'orizzonte temporale considerato (Terminal Value) e il valore del capitale operativo netto (COIN)

COIN = CCN operativo (AC operative - PC operative) + CI netto operativo (AI operative - Debiti operativi a M-L)

Metodo finanziario (Discounted Cash Flow)

- Metodo che ha diffusa applicazione
- Correla il valore alla capacità di produrre flussi finanziari adeguati a soddisfare gli investitori
- Il **valore di un'azienda E** è dato dalla somma algebrica dei seguenti elementi
 - **EV (Enterprise Value)**, dato dalla somma del valore attuale dei flussi di cassa operativi netti attesi stimati analiticamente per un numero di anni pari ad t (con t che va da 1 a n) **OFCF_t**, attualizzati ad un tasso che esprime il rischio che detti flussi non si producano, pari al costo medio ponderato del capitale (**WACC** - *Weighted Average Cost of Capital*), e il valore finale **V_f**, pari al valore attuale dei flussi che si prevedono per gli anni successivi a n (considerati nella stima analitica effettuata per calcolare il primo addendo)

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

Fonte: Borsa Italiana, Guida alla valutazione

- - **D** posizione finanziaria netta
- - **M** patrimonio netto delle minoranze
- **SA** (*surplus assets*) valore di mercato di attività non inerenti alla gestione caratteristica che non concorrono ai flussi di cassa operativi. Generalmente si valorizzano al valore di liquidazione

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

Fonte: Borsa Italiana, Guida alla valutazione

I flussi di cassa operativi netti (OCFC)

- i flussi di cassa per l'azionista sono i dividendi (*free cash flow*)
- per stimare i flussi di cassa attesi:
 - si considerano i flussi di cassi ottenuti in passato e si proiettano nel futuro
 - si considera il tasso di reinvestimento degli utili e il rendimento che ne potrà derivare
- I flussi di cassa operativi netti (OCFC) si ottengono partendo dal risultato operativo:

Risultato operativo (EBIT)

- imposte sul reddito operativo

= Risultato operativo al netto delle imposte

+ ammortamenti, accantonamenti ed altre voci non monetarie

+ / - var. negative / positive del capitale circolante

- investimenti in capitale fisso + disinvestimenti di capitale fisso

= Flusso di cassa operativo netto (OCFC)

Il costo medio ponderato del capitale (WACC)

- Il tasso di attualizzazione è il costo medio ponderato del capitale (WACC) ed esprime la rischiosità operativa e finanziaria dell'azienda oggetto di valutazione

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

dove:

$K_d \times (1-T)$ = 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*.

Fonte: Borsa Italiana, Guida alla valutazione

- La posizione finanziaria netta (D) è data dal totale dei debiti finanziari al netto della cassa e delle risorse prontamente liquidabili
- il costo del capitale proprio (K_e) è dato da:

$$K_e = r_0 + P$$

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

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

Il valore finale (Vf)

- Il valore finale (**Vf**) è calcolato considerando due elementi:
- il valore attuale dei flussi di cassa operativi previsti per il periodo successivo all'orizzonte temporale considerato nella stima analitica dei flussi di cassa operativi netti (OFCF) che è pari a t (con t che va da 1 a n)
- e il tasso di crescita di tale flusso atteso in perpetuo (denominato "g") necessariamente basso perché è poco realistico ipotizzare una crescita sostenuta per tempi indefiniti, sia nei settori maturi sia in quelli ad elevata intensità di innovazione
- nel medio-lungo termine è necessario inoltre prevedere investimenti per sostenere la crescita o per assicurare la sopravvivenza dell'azienda

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

Fonte: Borsa Italiana, Guida alla valutazione

L'attendibilità dei risultati ottenuti con il metodo finanziario

- Dipende dall'attendibilità delle previsioni dei flussi di cassa futuri stimati sulla base di quelli ottenuti in passato e dalle evidenze di un piano
- Difficoltà di previsione dei flussi di aziende in crisi o che hanno adottato strategie di risanamento i cui piani, peraltro, sovente evidenziano flussi di cassa negativi per i primi anni dovuti anche alla necessità di effettuare investimenti per l'attuazione della strategia di risanamento. Si impone, pertanto, un approccio molto prudentiale
- Per le società non quotate, in mancanza di un beta di mercato, la stima del rischio è più aleatoria. Il beta di società quotate spesso non è adeguato ad esprimere il rischio di società non quotate
- Anche in uno stesso settore il beta varia tra leader e follower, in base all'indebitamento e alle dimensioni (è funzione inversa delle dimensioni aziendali)
- La stima del beta è assai difficile per le startup, le imprese in fase di riconversione/risanamento, quelle operanti in mercato emergenti e in settori ad elevata innovazione
- l'orizzonte temporale non dovrebbe mai eccedere i 5 anni, perché oltre le stime dei flussi di cassa sono uno sterile esercizio teorico
- La problematica della stima del valore finale

Metodo dei multipli

- Ipotesi di fondo: il valore di un'impresa è calcolato assumendo come riferimento il valore di mercato di società simili quotate il cui valore è espresso dal mercato in termini di capitalizzazione di borsa
- L'approccio delle **società comparabili** (iter logico)
 - trovare società quotate che abbiano un prezzo di mercato e che siano comparabili per:
 - dimensione (numero di dipendenti, capitale investito, fatturato) esprime anche la solidità
 - redditività operativa (RO/CI), redditività delle vendite, rotazione del capitale
 - rapporti di composizione dell'attivo e del passivo
 - struttura finanziaria e indebitamento
 - flessibilità strategica e operativa
 - rischio operativo e finanziario
 - tasso di crescita del fatturato e/o del numero di dipendenti
 - modello di business e posizionamento competitivo
 - settore: analisi della struttura
 - stadio di vita dell'impresa
 - diversificazione/concentrazione
 - il confronto può essere
 - intra-settoriale nella stessa nazione e in differenti nazioni (le difficoltà di confrontare società sul fronte domestico o l'appartenenza a settori globali, richiede l'inclusione nel campione di aziende dello stesso settore estere)
 - inter-settoriale (depurando i risultati di differenti politiche di bilancio e disciplina fiscale) laddove non si ravvisino elementi di somiglianza del profilo rischio-rendimento dell'impresa da valutare, tali da costituire un paniere significativo tra società dello stesso settore
 - rapportare i prezzi di mercato ad una variabile comune da cui dipende la capacità di creare valore
 - operare rettifiche per tenere conto delle differenze tra le due società
- L'approccio delle **transazioni comparabili** stima il prezzo di società non quotate prendendo come riferimento acquisizioni di società simili effettuate in tempi recenti

Metodo dei multipli

- Per valutare le aziende sulla base di multipli si assumono come riferimento i prezzi correnti di mercato di aziende simili e varie grandezze aziendali (utili, EBIT, EBITDA, fatturato, patrimonio netto, free cash flow, ecc.)
- Crescente diffusione nella prassi dovuto:
 - alle difficoltà e le incertezze insite nei metodi assoluti
 - allo sviluppo delle operazioni di fusione e acquisizione che ha reso disponibili prezzi di riferimento, anche per le società non quotate
 - al crescente utilizzo dei multipli da parte degli operatori del private equity
 - al grande divario tra capitale netto e capitalizzazione di borsa. I bilanci delle imprese spiegano 1/5 in Europa e 1/7 negli USA del valore di borsa
 - all'adozione di sistemi di valutazione dei manager legati all'andamento delle azioni
- La significatività di un multiplo implica:
 - la stabilità nel tempo della relazione tra valore dell'azienda e la grandezza assunta per calcolare il multiplo
 - la possibilità di spiegare
 - la relazione tra la grandezza aziendale assunta e il valore
 - le differenze di valore tra le società comparabili
- Problematica: spesso non sono comparabili neanche società dello stesso settore
- La scelta dei multipli si deve basare su quelli che meglio spiegano il valore di una società e deve essere verificata mediante un'analisi di correlazione svolta con riferimento ad un campione di società comparabili
- Per le imprese nella fase di *startup* non è facile trovare società comparabili e le grandezze aziendali spesso non sono significative, dato che le imprese giovani necessitano di tempo per affermarsi e produrre buoni risultati
- Non è corretto utilizzare multipli medi di mercato ma occorre adottare quelli di società comparabili con quella da valutare

Metodo dei multipli

- elementi qualitativi:
 - posizionamento competitivo: nel caso in cui la società da valutare non abbia una quota di mercato rilevante, è opportuno escludere dal campione le società *leader* di settore
 - capacità di innovare
 - *business model* è necessario privilegiare realtà che adottino una formula imprenditoriale simile
- un possibile approccio, raramente utilizzato nella pratica, potrebbe essere quello di ponderare i fattori quantitativi e qualitativi attribuendo ad essi un peso alle società che compongono il paniere di confronto

Valutazione basata sui multipli semplici

- Una analisi imperniata su multipli presuppone una valutazione di tipo comparativo tra aziende
- Il prezzo di borsa del titolo azionario viene rapportato a differenti variabili:
 - P/E (earnings utili)
 - P/EBIT
 - P/EBITDA
 - P/S (sales fatturato)
 - P/PN

P/E (earnings utili)

- è il moltiplicatore più usato
 - esprime il numero di anni che occorrono per recuperare l'investimento effettuato per acquistare l'azione con con gli utili per azione da essa generati annualmente
 - il rapporto è basso per le imprese sottovalutate è invece alto per quelle sopravvalutate
 - esistono differenze rilevanti tra i P/E medi dei vari settori: generalmente in quelli maturi il quoziente assume valori bassi, in quelli più innovativi invece assume valori più elevati
 - risente delle politiche contabili e delle componenti straordinarie di reddito

P/EBIT

- esprime il numero di anni che occorrono per recuperare l'investimento effettuato con il reddito operativo (EBIT)
- prescinde dall'indebitamento finanziario e dal carico fiscale
- è una valida alternativa al multiplo basato sull'EBITDA nelle società che hanno rilevanti immobilizzazioni

Valutazione basata sui multipli semplici

P/EBITDA

- è molto applicato
- esprime il numero di anni che occorrono per recuperare l'investimento effettuato con il reddito operativo al lordo degli ammortamenti e delle svalutazioni (EBITDA)
- prescinde dalle politiche di ammortamento e dalle svalutazioni dalla struttura finanziaria, dall'impatto fiscale

P/S (sales fatturato)

- è il meno influenzato dalle politiche di bilancio
- rapporta il prezzo di un'azione ai ricavi per azione

P/PN

- rapporto tra prezzo di mercato di un'azione e il patrimonio netto per azione di una società
- rappresenta quanto un investitore sia disposto a pagare in più per una azione rispetto al suo valore nominale

P/free cash flow

- rapporto tra prezzo di un'azione di una data società e il flusso di cassa per azione che essa produce
- esprime il numero di anni che occorrono per recuperare l'investimento con i flussi di cassa

Multipli asset side

- Numeratore:
 - EV Enterprise Value = valore di mercato del capitale operativo investito nella gestione caratteristica di pertinenza degli azionisti e dei finanziatori
$$EV = \text{capitalizzazione di borsa} + \text{PFN}$$
- Denominatore:
 - NOPAT (Reddito operativo al netto delle imposte)
 - EBITDA: è il multiplo più utilizzato. Non è influenzato dagli oneri finanziari e dalle imposte, giacché esprime la capacità della gestione caratteristica di generare valore
 - EBIT: risente dell'effetto degli ammortamenti
 - Unlevered free cash flow (EBITDA - Investimenti di mantenimento del capitale fisso)
 - Fatturato: scarsamente influenzato dalle politiche contabili. Utilizzato per società con margini negativi o in fase di *turnaround*
 - Capitale investito, attività operative nette

Multipli equity side

- Numeratore: si basa sull'attualizzazione del valore del capitale azionario, ossia dei flussi disponibili unicamente per gli azionisti
- Denominatore:
 - Earning (P/E) rappresenta il numero di volte in numero di anni necessari alla società per ripagare con gli utili il prezzo pagato dai risparmiatori per acquistare le azioni
 - Cash earning (Utili netti + ammortamenti)
 - Equity Free Cash Flow (EFCF), ossia flusso di cassa disponibile per gli azionisti (Utili netti + ammortamenti - investimenti di mantenimento del capitale fisso) rappresenta il numero di volte in numero di anni necessari alla società per ripagare con il flusso di cassa netto per azione il prezzo pagato dai risparmiatori per acquistare le azioni
 - Sales (fatturato)
 - Book value (patrimonio netto contabile): è il rapporto tra il prezzo di un'azione e il valore del patrimonio netto per azione
 - Dividendi

RV	15.000				
Costi operativi monetari	8.250				
EBITDA	6.750				
Ammortamenti	1.400	imposte al 30%	NOPAT	RO al netto delle imposte	
EBIT (RO)	5.350	1.605	3.745		
Oneri finanziari	350				
Imposte	1.500	imposte al 30%			
Reddito netto	3.500				

Capitale Operativo Inv.to Netto	6000	esprime l'ammontare delle risorse investite nella gestione caratteristica					
CO Inv.to netto (Capitale operativo o working capital) = Attività correnti (di funz.to) - Passività correnti (di funz.to)							
EV	$EV = (NOPAT / i)$	3745	0,1	37.450			
i = WACC (Costo medio ponderato del capitale)							
MULTIPLI ASSET SIDE (EV)							
EV/NOPAT	37.450	3.745	10				
EV/EBIT (RO)	37.450	5.350	7				
EV/EBITDA	37.450	6.750	5,55				
EV/RV	37.450	15.000	2,5				
EV/CO Netto	37.450	6.000	6,24				
MULTIPLI EQUITY SIDE							
Utile (Earning)	3.500						
CAPM (Costo capitale proprio)	0,12						
W	29.166,67						
P/E	29.166,67	8,33	maggiormente usato				
	3.500						
P/CE (Utile + ammortamenti)	29.166,67	5,95					
	4.900						
P/BV (Capitale Netto)	29.166,67	9,72					
	3.000						
P/RV	29.166,67	1,94					
	15.000						
P/Equity Free Cash Flow (Utile + ammortamenti - inv. capitale fisso)							

Impresa Alfa					
Fatturato	15.000,00 €				
EBITDA	2.700,00 €				
EBIT	2.200,00 €				
PFV	5.000,00 €				
			EV Alfa		
Multipli medi aziende comparabili				(PFN)	
EV/Fatturato	1,6		24.000,00 €	5.000,00 €	19.000,00 €
EV/EBITDA	8,8		23.760,00 €	5.000,00 €	18.760,00 €
EV/EBIT	11		24.200,00 €	5.000,00 €	19.200,00 €

Multipli operativi

- Si calcolano ponendo in relazione l'EV (Enterprise Value) di un'impresa e un suo carattere che ne esprime la capacità operativa
- Media -> n. utenti / n. telespattatori - ascoltatori
- Alberghiero -> n. stanze
- Sport -> n. spettatori , bacino d'utenza, diritti televisivi
- Internet -> n. contatti, n. mi piace, n. visite al sito web, download

Valutazione ai fini della quotazione

- è finalizzata al *pricing* dei titoli da collocare presso gli investitori
- anche in un processo di quotazione la valutazione della società si basa tipicamente sul metodo finanziario e dei multipli di mercato
- peculiarità non si considerano
 - premi per il controllo giacché la quotazione in borsa generalmente non prevede la cessione totale dell'impresa
 - potenziali sinergie giacché i risparmiatori acquisiranno le azioni come investimento finanziario non industriale
- si applica soprattutto il metodo dei multipli, che consente un confronto sintetico e rapido fra società quotate nello stesso o in altri diversi. Gli investitori basano le loro scelte di investimento sul confronto dei multipli con quelli delle principali società comparabili
- nella determinazione del capitale economico della società quotanda si applica uno sconto, denominato *IPO discount*, che tiene conto che a parità di rischio i risparmiatori preferiscono investire in società già presenti sul mercato (generalmente il management non è noto alla comunità finanziaria)
- L'*IPO discount* dipende da molteplici variabili: capacità dell'azienda di generare risultati in termini prospettici, struttura finanziaria, reputazione del management e dell'azienda ante quotazione, congiuntura del mercato azionario, andamento del settore (soprattutto le dinamiche della concorrenza), altre emissioni nel periodo, andamento dei titoli quotati, entità del flottante (parte del capitale sociale effettivamente in circolazione sul mercato azionario), livello di fiducia degli investitori

Valutazione delle aziende che adottano strategie di ingresso in nuove ASA o di lancio di nuovi prodotti

- approccio prudentiale
- è opportuno distinguere i flussi di cassa e i beta relativi ai nuovi progetti strategici che comportano l'ingresso in nuove ASA o il lancio di nuovi prodotti da quelli stimati con riferimento alle altre attività ordinarie

Relazione di valutazione

- Introduzione
 - oggetto (cosa?)
 - finalità - motivi (perchè?)
 - metodologia/e (come?)
 - destinatari (a chi?)
- informazioni, documenti considerati (contabili, fiscali, gestionali), persone intervistate
- controlli effettuati: quali e secondo quali metodologie
- analisi condotta, anche in un'ottica prospettica: aspetti economici, finanziari, strategici, business model, rischio, settore (concorrenza), mercato,
- metodi adottati: principale e di controllo e relativi risultati della stima del valore economico
- assunzioni, ipotesi e le stime
- calcoli
- conclusioni

Lo schema della relazione di valutazione negli usi internazionali

- identità del cliente o delle parti
- scopo della valutazione
- utilizzatori della valutazione
- l'entità oggetto di valutazione
- standard di valutazione applicabili
- ogni altra informazione ritenuta utile
- limiti della valutazione
- fonti informative
- persone intervistate
- documenti di bilancio esaminati
- informazioni di carattere fiscale analizzate
- analisi settore e mercato
- piani e programmi

La valutazione della strategia

L'oggetto della valutazione della strategia

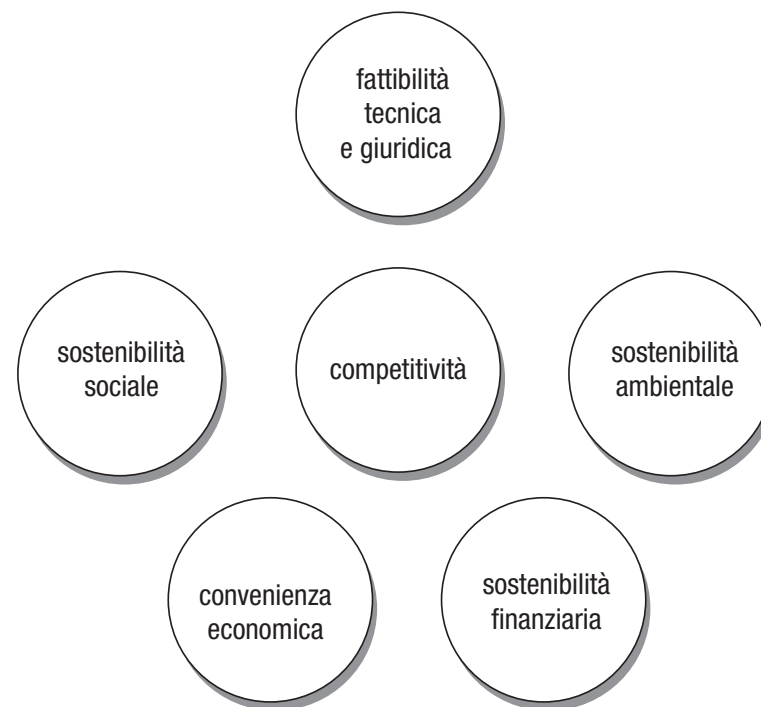
- Nelle imprese che intendono operare in più business (aree strategiche d'affari) la valutazione deve essere condotta sia a livello aziendale complessivo sia a livello di ogni singolo business (o area strategica d'affari)

I test sulla strategia

- Coerenza tra la struttura, le attività della catena del valore, gli obiettivi e le scelte strategiche
- Orientamento di lungo termine
- Flessibilità/rigidità dell'impostazione strategica
- Sensitività/volatilità dei risultati economico-finanziari attesi
- Sostenibilità del vantaggio competitivo nel medio-lungo termine
- Socialità

Cap. 3 – Le dimensioni della sostenibilità delle imprese nella fase di startup

Figura 3.1 Le valutazioni preliminari alla realizzazione del progetto imprenditoriale



Domenico Nicolò, Il business plan nella fase di startup, Egea
domenico.nicolo@unirc.it

Cap.3 – Le dimensioni della sostenibilità delle imprese nella fase di startup: la fattibilità tecnica e giuridica

- La fattibilità tecnica è il primo requisito da verificare: se l'idea imprenditoriale non è fattibile dal punto di vista tecnico, il processo di avvio dell'impresa non può continuare
- Occorre poi verificarne la fattibilità alla luce della normativa vigente e degli adempimenti burocratico-amministrativi (ad es. certificazioni, licenze, concessioni, permessi ecc.)
- Superate le prime due valutazioni è necessario verificare se l'impresa potrà creare valore per i clienti perché ciò che offre ha almeno un elemento di superiorità rispetto ai concorrenti (competitività)
- Le fasi successive del processo devono valutare se l'impresa potrà creare valore per i soci e per coloro che contribuiranno alla sua attività (sostenibilità economica e finanziaria) e per la comunità (sostenibilità sociale) e se sarà sostenibile sotto il profilo dell'impatto sull'ambiente (sostenibilità ambientale)

Domenico Nicolò, Il business plan nella fase di startup, Egea

domenico.nicolo@unirc.it

Cap.3 – La sostenibilità economica e finanziaria: il modello contabile

Lo sviluppo internamente (o autonomamente) sostenibile con l'autofinanziamento

Il tasso di sviluppo dell'impresa internamente (o autonomamente) sostenibile (g) è quello che l'azienda può realizzare utilizzando soltanto l'autofinanziamento, ossia reinvestendo parte degli utili che conseguirà

In termini percentuali, questo tasso è dato dal rapporto tra l'autofinanziamento (A) e il capitale netto (CN):

$$g = A / CN$$

Il tasso di crescita internamente sostenibile (g) può essere anche espresso in funzione della redditività netta dei mezzi propri, ossia:

$$g = ROE (1 - d)$$

dove:

d è il tasso programmato di distribuzione degli utili

Sostituendo al ROE le sue determinanti:
$$ROE = [ROI + (ROI - i) \times D/CN] \times (1 - t)$$

Il tasso di crescita internamente sostenibile (g) può essere espresso mediante la seguente formula, che tiene conto del tasso di distribuzione dei dividendi (d):

$$g = [ROI + (ROI - i) \times D/CN] \times (1 - t) \times (1 - d)$$

Domenico Nicolò, Il business plan nella fase di startup, Egea

domenico.nicolo@unirc.it

Cap.3 – La sostenibilità economica e finanziaria: il modello contabile

Lo sviluppo globalmente sostenibile

$$g = ROE \times (1 - d) + \delta CS / CN_i + (D_f - CN_f) / CI_i$$

δCS = nuovi apporti di capitale sociale

CN_i = capitale netto iniziale

D_f = debiti finali

CN_f = capitale netto finale

CI_i = capitale investito iniziale

Domenico Nicolò, Il business plan nella fase di startup, Egea

domenico.nicolo@unirc.it

Cap.3 – La sostenibilità economica e finanziaria: il modello del valore

Il modello di Rappaport

Il contributo fornito da una strategia all'incremento di valore economico dell'azienda è dato dalla differenza tra il valore del capitale azionario che potrà derivare dalla sua realizzazione e il valore del capitale azionario iniziale, prima dell'avvio a realizzazione della strategia. Quest'ultimo è dato dal valore attuale del flusso di cassa più recente scontato al costo medio ponderato del capitale proprio e del capitale di terzi:

$$W_i = f_0 / WACC$$

f_0 = flusso di cassa netto operativo (operational cash flow)

Risultato operativo al netto delle imposte (NOPAT)
+ Ammortamenti e svalutazioni
+/- Var. del capitale circolante netto (CCN)
+/- Var. del capitale fisso
Flusso di cassa netto operativo (f_0)

Il tasso di attualizzazione del flusso di cassa netto operativo è il costo del capitale investito (WACC), dato dalla media ponderata del costo del capitale proprio K_e (CN/CI) e del costo del capitale di prestito i (D/CI).

$$WACC = K_e (CN/CI) + i (D/CI)$$

Il costo del capitale proprio (K_e) è il tasso di remunerazione che gli azionisti giudicano congruo alla luce del rischio che hanno assunto. Esso è la somma di due componenti: il rendimento medio degli investimenti privi di rischio (r) e il premio per il rischio assunto investendo nell'attività d'impresa (P). Questa componente premiale si calcola stimando il coefficiente β , che pondera la maggiore o minore rischiosità della specifica azienda rispetto alla media

$$K_e = r_0 + P$$

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

Attualizzando il flusso di cassa operativo più recente al costo medio ponderato del capitale si ottiene il valore economico del capitale investito (che è pari alla somma del capitale proprio e dei debiti), non il valore del capitale azionario iniziale. Per ottenere il valore del capitale azionario iniziale è necessario sottrarre i debiti

Domenico Nicolò, Il business plan nella fase di startup, Egea

domenico.nicolo@unirc.it

Cap.3 – La sostenibilità economica e finanziaria: il modello del valore

Il valore creato dalla strategia si calcola come valore attuale dei flussi di cassa operativi al netto delle imposte attesi nell'arco temporale assunto dalla strategia. Anche in questo caso l'attualizzazione si effettua al costo medio ponderato del capitale (WACC) con la formula della rendita limitata.

$$W = f(1+i)^{-1} + f(1+i)^{-2} + \dots + f(1+i)^{-n}$$

La strategia continuerà a produrre effetti anche oltre il periodo di riferimento del piano. Per questa ragione al valore della strategia deve riconoscersi anche una seconda componente: il cosiddetto valore residuo.

Il valore del capitale azionario derivante dalla strategia, dunque, ha due componenti:

1. il valore attuale dei flussi di cassa relativi al periodo di riferimento della pianificazione;
2. il valore attuale dei flussi di cassa attesi dalla strategia nel periodo successivo (c.d. valore residuo della strategia).

Il "valore residuo" della strategia è calcolato attualizzando i flussi di cassa attesi oltre l'orizzonte del piano con la formula della rendita illimitata a un tasso pari al costo medio ponderato del capitale, giacché si suppone che al termine del periodo di riferimento del piano il tasso di crescita si stabilizzerà e l'impresa dovrebbe offrire un rendimento prossimo al costo medio ponderato del capitale.

Per l'attualizzazione dei flussi di cassa attesi nel corso del periodo compreso nell'orizzonte della pianificazione si utilizzano due tassi diversi: uno per il periodo compreso tra l'avvio a realizzazione della strategia e l'anno di "entrata a regime", l'altro per il periodo successivo. Il primo è più elevato del secondo perché nei primi anni il rischio che i flussi di cassa siano minori rispetto a quelli attesi è maggiore rispetto al periodo successivo, nel quale si ha l'entrata a regime e il tasso di crescita delle vendite tende a stabilizzarsi a valori più bassi.

In presenza d'indebitamento, per ottenere il valore creato dalla strategia è necessario sottrarre il valore dei debiti dell'anno d'avvio del piano.

Domenico Nicolò, Il business plan nella fase di startup, Egea

domenico.nicolo@unirc.it