



**VALUTAZIONE D'AZIENDA E DELLE AZIONI:
ESPERIENZA PROFESSIONALE E
ANALISI FONDAMENTALE A CONFRONTO**

Renato Santini

IT Forum – Rimini – 20 maggio 2011

DOMANDE

- A cosa serve una valutazione d'azienda? In quali casi è necessaria e/o opportuna?
- Valore e prezzo sono sinonimi? Quali differenze esistono nella pratica?
- Quali sono i principali metodi di valutazione delle aziende e come funzionano?
- Come viene determinato il valore delle azioni di società quotate?
- Esistono differenze tra i metodi di valutazione utilizzati dai professionisti (soprattutto per le perizie di stima) e quelle utilizzate dagli investitori istituzionali ed agli analisti?

INDICE

1. Valore d'azienda, delle azioni e prezzi
2. Valutazioni obbligatorie e volontarie
3. I principali metodi di valutazione: tradizionali, DCF e multipli
4. La valutazione dei gruppi d'impres
5. Analisi fondamentale sul valore dei titoli quotati
6. Contenuto e caratteristiche delle perizie di stima
7. Tecniche di valutazione e negoziazione con i fondi di Private Equity
8. Conclusioni



1. VALORE DELLE AZIENDE, DELLE AZIONI E PREZZI

VALORE DI AZIENDE E DI AZIONI

- La differenza tra le due classi di valutazioni sta unicamente nell'oggetto:
 - Per **Valutazione d'azienda** o **Valutazione d'impresa** si intende solitamente il valore **dell'intero capitale** della società (100%) o di una sua quota di maggioranza o di minoranza, da utilizzare prevalentemente nell'ambito di **società non quotate**;
 - Per **Valutazione delle azioni** si intende viceversa la determinazione del valore di una singola azione, ovvero di una **frazione assai piccola** del capitale, da utilizzare prevalentemente nell'ambito di **società quotate**
- Pertanto, sarebbe possibile **trasformare** le due classi di informazioni **dividendo** la Valutazione d'azienda per il numero di azioni che compongono il capitale sociale o **moltiplicando** la Valutazione delle azioni sempre per il numero di azioni che compongono detto capitale

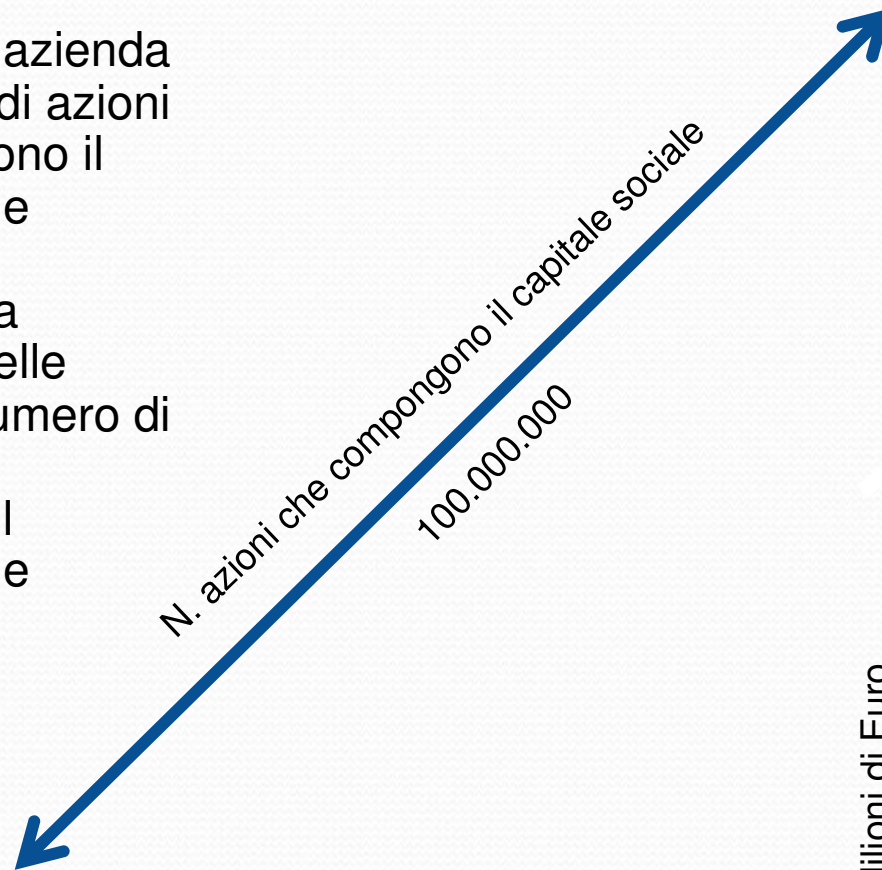
EQUIVALENZA DELLE INFORMAZIONI

Dividere la
Valutazione d'azienda
per il numero di azioni
che compongono il
capitale sociale

Moltiplicare la
Valutazione delle
azioni per il numero di
azioni che
compongono il
capitale sociale

Euro
€ 1,32

Valutazione dell'azione



Valutazione dell'azienda

ALCUNI ASSUNTI DI BASE

- Il prezzo di una singola azione, moltiplicato per il numero di azioni che compongono il capitale sociale, forma la **Capitalizzazione di Mercato** (Market Cap) di una società quotata
- La **Market Cap** è soltanto una *proxy* del valore d'azienda di una società quotata in quanto:
 - Rappresenta una piccolissima frazione di capitale
 - Non incorpora alcun premio di controllo o strategico
 - Varia di continuo in funzione della volatilità del mercato finanziario
- Tuttavia, i prezzi di borsa rappresentano un'informazione fondamentale anche per la determinazione del valore delle aziende, sia mediante l'utilizzo dei **multipli** (trading multiples), sia mediante l'estrazione del **beta** per il calcolo del costo del capitale
- Tra prezzi e valori esiste quindi un **effetto prociclico di trascinamento**, che tende ad aumentare il valore in periodi di prezzi crescenti e viceversa

VALORI E PREZZI

- I **valori** esprimono giudizi, risultato dell'applicazione di una o più formule e ipotesi, sulla base delle conoscenze storiche e prospettiche dell'azienda e del mercato che il valutatore è in grado di procurarsi. I valori vengono pertanto influenzati da **fattori interni** all'azienda, quali:
 - il proprio livello di rischio
 - la redditività prospettica
 - la dimensione del proprio capitale tangibile e intangibilee da **fattori esterni**, quali:
 - elementi generali (macroeconomici, finanziari, tecnologici, socio-politici, ambientali, ecc..)
 - caratteristiche specifiche del settore in cui opera l'azienda
- I **prezzi**, invece, sono rilevazioni di fatto, che provengono dalla dinamica della domanda e dell'offerta. I prezzi, oltre agli elementi che influenzano il valore, sono anche influenzati dalla **forza contrattuale delle parti e dall'oggetto della compravendita** (minoranze o controlli) in caso di società non quotate

VALORI E PREZZI (cont.)

- I valori derivano da stime e pertanto restano **soggettivi**, mentre i prezzi sono rilevazioni **oggettive**, anche se a volte influenzati da cause contingenti
- Per via dell'esigenza di oggettività derivante dell'aumento dei prezzi di borsa degli ultimi 10 anni e dal numero di operatori istituzionali (fondi di Private Equity) i metodi tradizionali di valutazione (patrimoniali, reddituali, misti, finanziari) sono spesso **sostituiti** da metodi basati sui prezzi: i cd. "**multipli o moltiplicatori**"
- Qualche autore pertanto ha ridenominato "**Valori Assoluti**" le stime derivanti dai metodi tradizionali e "**Valori Relativi**" le stime derivanti dai multipli
- Solo **raramente** valori e prezzi coincidono

IL CONCETTO DI VALORE

In letteratura si assiste alla seguente classificazione del valore:

Valore strategico

Valore per acquirenti strategici che possono dare luogo a sinergie e risparmi di costi

Valore *stand alone*

Valore sulla base dei piani del management, senza alcuna sinergia esterna e senza "costi impropri" (ad es. dei soci). Le perizie di stima dovrebbero identificare questo risultato

Valore minoranze negoziabili

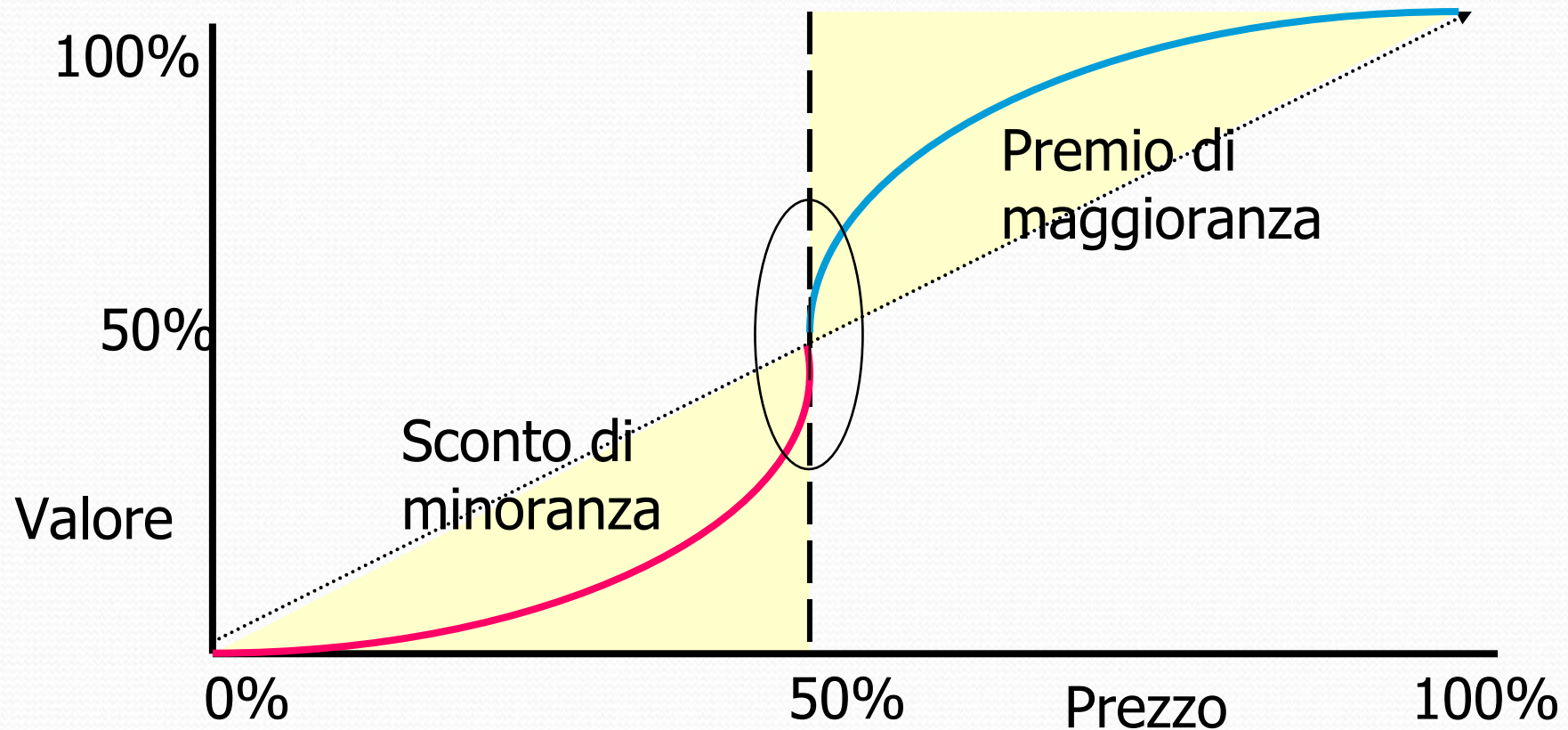
Valore di quote di minoranza negoziabili sui mercati regolamentati. Valido anche per le singole azioni

Valore minoranze non negoziabili

Valore di quote escluse dal controllo e non negoziabili. Ciò potrebbe coincidere con minoranze di società non quotate senza tutele sulla governance e/o patti di riacquisto

RELAZIONE LINEARE

Nella teoria, a parità di ogni altro fattore contingente, la relazione tra valore e prezzo dovrebbe essere di tipo lineare per ogni livello di quota sociale, ma nelle **società non quotate** si assiste ad un andamento sinusoidale con forti variazioni attorno al 50% + 1 azione:



IL PREMIO DI MAGGIORANZA

- In generale, il **premio di maggioranza** si origina dai seguenti diversi presupposti:
 - **Benefici privati** derivanti dal controllo, ovvero dalla possibilità di nominare i “propri” amministratori, di decidere gli indirizzi strategici e di realizzare operazioni sul capitale, tipicamente per società **non** quotate nei mercati regolamentari (“**premio di controllo**”)
 - **Sinergie**, ovvero maggiori flussi derivanti dall’integrazione tra l’azienda target e l’acquirente, tipicamente da parte di un operatore strategico (“**premio di acquisizione**”)

LO SCONTO DI MINORANZA

- Per converso, lo **sconto di minoranza** si origina dai seguenti diversi presupposti:
 - **Impossibilità di decidere** gli indirizzi strategici e di partecipare alle scelte di gestione. A volte anche di controllare l'operato del management ("**sconto per mancanza di controllo**")
 - **Difficoltà nel monetizzare** e di liquidare a breve pacchetti di titoli aventi scarso rilievo a fini della formazione del controllo, per mancanza di mercato e di interesse da parte di terzi ("**sconto per mancanza di liquidità**")



2. VALUTAZIONI OBBLIGATORIE E VOLONTARIE

IL RISULTATO DELLA STIMA

- Il risultato finale di una stima, soprattutto se obbligatoria, dovrebbe possedere requisiti di *generalità, razionalità, dimostrabilità, e stabilità*. In questi casi la teoria utilizzava la denominazione di **Valore del Capitale Economico**
- In seguito, con l'utilizzo di metodologie basate sui flussi di cassa prospettici, si venne a utilizzare la denominazione di **Valore Potenziale**
- Infine, con i prezzi di mercato, si introdusse la definizione di **Prezzo Probabile**
- In tutti i casi, una corretta stima del **valore** dovrebbe cercare di diminuire al massimo la **soggettività di giudizio**

VALUTAZIONI OBBLIGATORIE

- Le valutazioni **obbligatorie** o richieste dalla Legge, vengono predisposte per le seguenti operazioni:
 - **Conferimenti** (art. 2343, 2343 *bis* e 2465 C.C.), **trasformazioni** (2498 C.C.), **fusioni e scissioni** (2501 *sexies* C.C.)
 - **Nuova quotazione** (IPO) di un'azienda nella Borsa Valori (D. Lgs.58/98)
 - Valutazioni richieste dalle Autorità Giudiziarie in procedimenti **civili o penali** (commerciali e fallimentari)
 - Determinazione del **valore fiscale** di acquisto di una partecipazione ai sensi delle varie leggi che si sono succedute sui capital gains
- Le valutazioni vengono predisposte da un **esperto** nominato dal Tribunale competente (professionista, revisore contabile, società di revisione, banca d'affari) e vengono denominate **perizie di stima**
- Le perizie aventi riferimenti normativi al Codice Civile e al TUIR vengono di solito **giurate**

VALUTAZIONI VOLONTARIE

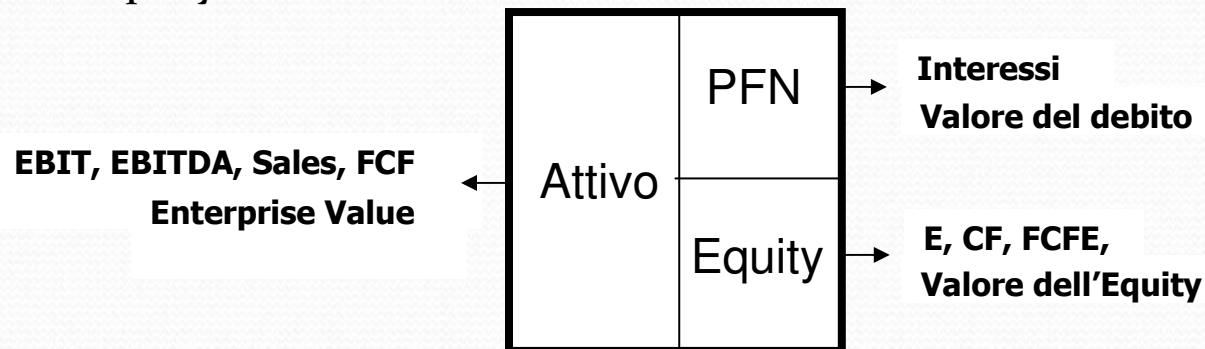
- In tutti gli altri casi le valutazioni sono di tipo **volontario**, e vengono predisposte per le seguenti finalità:
 - A scopi **tecnici**, nelle operazioni di **M&A** o in altre operazioni di finanza straordinaria per fissare le basi della negoziazione (seller o buyer side)
 - A scopo di **tutela per le minoranze e garanzie per i consiglieri** di amministrazione, nelle operazioni societarie (cessioni, acquisti, fusioni, ecc..) ove sia opportuno richiedere il parere di un valutatore esterno
 - A scopi **conoscitivi** per i soci, anche per problemi di liti interne, successione familiare, ecc..
 - Per misurare la **performance** periodica e determinare politiche di **incentivazione** al management e al personale in genere
 - Per la determinazione di alcuni **valori di bilancio** (soprattutto negli *Impairment Test* per gli intangibili)
 - Nelle Consulenze Tecniche e per gli **arbitrati** in generale
- Le valutazioni sono redatte da un esperto **indipendente** (nominato su base discrezionale) ma di solito non vengono giurate



3.1 PRINCIPALI METODI DI VALUTAZIONE: TRADIZIONALI DCF E MULTIPLI

VALORI ASSET SIDE E EQUITY SIDE


- Il risultato finale di una valutazione si riferisce al **valore dell'Equity**, ovvero al valore di mercato del **capitale netto** di un'impresa, inteso come differenza tra **attivo** e **passivo** aziendale a valori di mercato
- Tuttavia, in ogni valutazione si può scegliere se determinare direttamente il valore dell'Equity oppure calcolare prima il valore di tutto l'attivo aziendale (**Enterprise Value**) e poi sottrarre il passivo, ovvero l'indebitamento finanziario (**PFN**)
- La scelta deve essere coerente con il parametro utilizzato: se si utilizzano redditi o flussi di cassa per l'azionista (**Equity side**) si ottiene già il valore dell'Equity; se si utilizzano EBITDA, EBIT o flussi di cassa operativi (**Asset side**) si ottiene il valore dell'attivo e successivamente, sottraendo la PFN, il valore dell'Equity



EVOLUZIONE STORICA

- Sino a metà degli anni '80 i metodi di valutazione in Italia si basavano su due diversi approcci:
 - di tipo “**storico**” che tendeva a valutare l'azienda partendo dal proprio patrimonio contabile e dagli elementi tangibili (**metodo patrimoniale**)
 - di tipo “**prospettico**” che tendeva a valutare l'azienda secondo le proprie prospettive di reddito (**metodo reddituale**)
- Per mediare tali approcci vennero introdotti negli anni '70 metodi “**misti**” che rappresentavano una via mediana di valutazione. Metodi patrimoniali, reddituali e misti vennero denominati in seguito “tradizionali”
- Successivamente, con l'ingresso delle investment banks, venne dapprima data una certa enfasi al metodo finanziario (**DCF**) e poi, con il grande sviluppo del Private Equity, prima l'**EVA** e poi i metodi di mercato basati sui prezzi (**multipli**) prevalentemente Asset side
- Oggi nel campo del M&A e nell'analisi fondamentale vi è utilizzo quasi esclusivo dei **multipli**, del **DCF** e del **SOP (Sum Of the Parts)**

METODI ESAMINATI

- Metodo Patrimoniale
 - Metodo reddituale
 - Metodo Misto
- 
- Metodi tradizionali
- Metodo Finanziario (DCF)
 - Metodo dei Multipli

IL METODO PATRIMONIALE

- Si basa sulla valutazione analitica dei singoli beni che compongono il bilancio della società e può essere **semplice o complesso**, a seconda che comprenda o meno le immobilizzazioni immateriali
- La **valutazione patrimoniale** tende a identificare il valore dell'azienda (W) come determinazione del patrimonio netto rettificato (K), che è dato dalla seguente operazione:

Valore del **patrimonio netto contabile** (compreso l'utile dell'esercizio, meno i dividendi eventualmente da distribuire)

± La **plus/minus valenza** derivante dal raffronto tra valori "correnti" degli attivi e dei passivi iscritti a bilancio e i loro valori contabili (storici).

± L'**effetto fiscale** sulla plusvalenza

= Valore del **patrimonio netto rettificato K**

PROBLEMI APPLICATIVI DEL METODO PATRIMONIALE

- La determinazione del **patrimonio netto contabile** deve avvenire alla data di riferimento della valutazione
- La determinazione del **valore corrente** delle attività è relativamente semplice per i beni che hanno un mercato secondario (terreni, fabbricati, autovetture, attrezzature standard) ma non agevole per quelli sprovvisti (impianti, macchinari, ecc..)
- I beni in **leasing** devono essere valutati sottraendo al valore economico del bene le quote capitali dei canoni residui
- La determinazione della plusvalenza può tenere conto della **fiscalità latente** se i beni sono vendibili separatamente; non si dovrebbe pertanto applicare all'avviamento. La fiscalità differita deve tenere conto delle aliquote applicabili (imposte sostitutive) e dell'eventuale effetto rateizzazione

IL METODO REDDITUALE

- Il metodo reddituale si basa sul presupposto che il valore dell'impresa (W) sia **funzione del reddito**: $W = f(R)$. La formula classica si forma sul concetto di capitalizzazione perpetua dei redditi:

$$W = R/i$$

che coincide con la capitalizzazione dei redditi all'infinito

- **Il tasso di capitalizzazione i** è espressione del tasso di rendimento atteso offerto da investimenti aventi una simile classe di rischio dell'azienda oggetto di valutazione. Esso è pari alla somma del tasso di rendimento a rischio nullo (r_f) e di un premio per il rischio (P)
- **Il reddito da capitalizzare R** è il **reddito Medio Prospettico e Normalizzato** dell'impresa da valutare:
 - **Medio** = Espresso come una media di **dati omogenei** nel tempo (inflazione)
 - **Prospettico** = Calcolato sulla base di risultati **attuali** (Budget) e **prospettici** dei prossimi 2/3 anni. La prassi spesso include anche risultati storici
 - **Normalizzato** = Deve riferirsi alla **gestione caratteristica** dell'azienda, al netto di eventuali proventi / oneri straordinari derivanti dalla gestione e/o dalla politica di bilancio

PROBLEMI APPLICATIVI DEL METODO REDDITUALE

- La determinazione del **reddito medio prospettico** è critica per aziende attualmente in perdita o in fase di transizione: attenzione alla determinazione dei risultati prospettici, soprattutto se in controtendenza con i risultati storici. Attenzione anche alla rettifica dei dati per la presenza di extracosti
- Il **periodo di capitalizzazione** di R potrebbe non essere infinito se in presenza di concessioni o di periodi limitati di operatività
- Il **tasso “ i ”** da utilizzare deve essere coerente con l’inflazionamento dei dati di partenza: tasso nominale se R è corrente e tasso reale se R è costante

IL METODO MISTO

- I metodi misti riprendono i principi dei metodi patrimoniali e dei metodi reddituali. La prima versione (molto cautelativa) definita metodo del valore medio era:

$$W = \frac{1}{2} (R/i + K)$$

che si basava sulla media matematica tra metodo reddituale e patrimoniale.

- In seguito la formula più applicata divenne quella della **capitalizzazione limitata del sovrareddito** (o regola U.E.C. o di Stoccarda)

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

ove:

K = Patrimonio netto rettificato da val. patrimoniale (K)

\check{R} = Reddito medio prospettico "R" rettificato

i' = Tasso di rendimento normale di settore

n = Numero di anni della rendita (da 3 a max 8/10)

i'' = Tasso di attualizzazione del sovrareddito (differisce da i')

SA = Cespiti non strumentali (Surplus Assets)

PROBLEMI APPLICATIVI DEL METODO MISTO

- La presenta di un avviamento, ovvero da $W > K$ dipende dal segno del sovrareddito ($\check{R} - i'K$), ovvero:

se $\check{R} > i'K \Rightarrow W > K, A > 0$ (goodwill)

se $\check{R} < i'K \Rightarrow W < K, A < 0$ (badwill)

- Il tasso i' è riferito al settore, non alla singola azienda
- Il tasso i'' è riferito all'attualizzazione del sovrareddito e di norma dovrebbe essere maggiore o uguale a i'
- Tuttavia, nel caso di un'azienda in perdita, dovrebbe essere inferiore per conferire maggior prudenza alla valutazione

IL METODO FINANZIARIO (DCF)

- I metodi finanziari si basano sul presupposto che il valore dell'impresa (W) sia funzione **dei flussi di cassa prospettici dell'azienda e del suo Valore Terminale**
- La formula classica è quella del *Discounted Cash Flow* (DFC), ovvero

$$W = \left[\sum_{t=1}^n \frac{F_t}{(1 + WACC)^t} + \frac{TV}{(1 + WACC)^n} \right] - PFN$$

ove:

W = Valore del capitale economico;

F(t) = Flussi finanziari "**unlevered**" per ciascuno degli n anni considerati nel periodo di proiezione esplicita;

TV = Valore residuo (**Terminal Value**) della sola attività operativa del complesso aziendale alla fine dell'ultimo periodo n di previsione esplicita;

WACC = Costo medio ponderato del capitale investito;

PFN = Consistenza dei debiti onerosi alla data di riferimento della valutazione

METODO ALTERNATIVO: LA FORMULA DI RIFERIMENTO *LEVERED*

$$W = \left[\sum_{t=1}^n \frac{FCFE_t}{(1 + r_e)^t} + \frac{TV}{(1 + r_e)^n} \right]$$

Ove:

W = Valore economico

FCFE_t = Flussi finanziari *levered* (per l'azionista) per ciascuno degli n anni considerati nel piano;

TV = Valore residuo (*Terminal Value*)

r_e = Tasso di attualizzazione o costo del capitale proprio

GLI STEP DEL METODO FINANZIARIO

- A. Predisposizione del piano economico-finanziario e dei flussi di cassa da scontare**
- B. Determinazione del Valore Terminale**
- C. Determinazione del tasso di attualizzazione**
- D. Calcolo del valore finale**

A. IL PIANO ECONOMICO E FINANZIARIO E LA DETERMINAZIONE DEI FLUSSI DI CASSA

UNLEVERED

Fatturato

- Costi della produzione

= Risultato Operativo (EBIT)

- Imposte pagate per cassa sull'EBIT

+ Ammortamenti

+ Accantonamenti

= Flusso di circolante della gestione corrente

± Variazioni di capitale circolante netto

± Variazioni di capitale fisso (investimenti)

= **Flusso di cassa operativo (Free Cash Flow)**

LEVERED

± Oneri / proventi finanziari

± Accensione / rimborsi di finanziamenti

= **Flusso di cassa per l'azionista (Free cash Flow to Equity)**

B. LE FORMULE DEL VALORE TERMINALE

Metodo della crescita perpetua

$$TV = \frac{F_n}{WACC - g}$$

Ove:

F_n = Flusso del periodo n

WACC = Tasso di attualizzazione

g = Tasso di crescita perpetua

NB se levered:

WACC = r_e ;

F = FCFE

Metodo dei multipli di uscita

$$TV = A * M$$



EV/SALES_n (vendite)

EV/EBITDA_n (margine operativo lordo)

EV/EBIT_n (risultato operativo)

P/E_n (utile netto)

B.1 IL METODO DELLA CRESCITA PERPETUA

- Nell'ultimo flusso di cassa occorrerebbe:
 - **Far coincidere gli investimenti di mantenimento con gli ammortamenti**, di modo che il flusso non monetario degli ammortamenti venga sostituito dal flusso monetario degli investimenti e la dimensione complessiva del Flusso di Cassa tenda a divenire il cd. NOPAT (*Net Operating Profit After Taxes*)
 - **Azzerare le variazioni di CCN**, in quanto si prevede che in una situazione di equilibrio inerziale le dimensioni sostanziali del CCN non siano destinate a variare nel lungo periodo
 - **Non variare lo stock di indebitamento netto**, in quanto ciò potrebbe determinare una variazione nei vantaggi fiscali associati alla deducibilità degli oneri finanziari

B.2 IL METODO DEI MULTIPLI DI USCITA

- Questo metodo si basa su un'ipotesi abbastanza aggressiva, che parte dal presupposto che il valore dell'impresa possa essere stimato attraverso **multipli impliciti** registrabili per società comparabili
- Si determina il Valore Terminale mediante l'applicazione di questi stessi multipli, su misure di consistenza o redditività relative all'azienda relative all'ultimo anno di previsione del piano
- I multipli da utilizzare dovrebbero essere quelli *forward* riferiti all'anno di fine previsione esplicita. In realtà, tale esercizio risulta essere spesso una riproposizione dei multipli attesi nell'ultimo anno che le previsioni lo consentono
- I multipli più utilizzati nell'ottica *Asset Side* sono soprattutto l'**EV/EBITDA** e meno frequentemente l'**EV/EBIT**. In ottica *Equity Side* l'utilizzo più frequente è il P/E
- Il Terminal Value così calcolato dovrà sempre essere attualizzato per $(i+r)^n$, ove "n" rappresenta l'anno finale del periodo di previsione esplicita.

C. LA DETERMINAZIONE DEL TASSO DI ATTUALIZZAZIONE

- La determinazione del **tasso di attualizzazione** è una parte assai delicata dell'intero procedimento, forse la più delicata. Nella scelta del tasso, infatti, avremo ricadute fondamentali sulla determinazione del valore finale: **più alto sarà il tasso prescelto, più basso sarà il valore attuale e viceversa**
- La misura del tasso determina l'entità del **rischio associato** all'impresa da valutare. Tale entità dipende da vari fattori, quali la **ciclicità dei ricavi**, il grado di **leva operativa** (presenza di costi fissi elevati in relazione alle attività), il grado di **leva finanziaria**, la **dimensione** dell'impresa, ecc.
- Il tasso di attualizzazione viene anche definito **costo del capitale**, in quanto deve rispondere a due esigenze:
 - Da un lato, deve essere allineato a **rendimenti ottenibili da investimenti appartenenti alla medesima classe di rischio**. In questo senso si parla di “costo opportunità del capitale”
 - Dall'altro, deve essere **coerente con la rischiosità** relativa ai flussi di cassa attesi.

C.1 LA FORMULA ASSET SIDE PIU UTILIZZATA

$$WACC = r_e \frac{E}{D + E} + r_d (1 - T) \frac{D}{D + E}$$

Costo medio ponderato del capitale

Ove:

r_e = costo del capitale proprio

E = patrimonio netto (*Equity*)

D = indebitamento netto (*Debt*)

r_d = costo dell'indebitamento

T = aliquota fiscale sulle imposte dirette

C.2 IL COSTO DEL CAPITALE PROPRIO

Formula del C.A.P.M.:

$$r_e = r_f + (r_m - r_f) \beta$$

Ove:

r_e = costo del capitale proprio

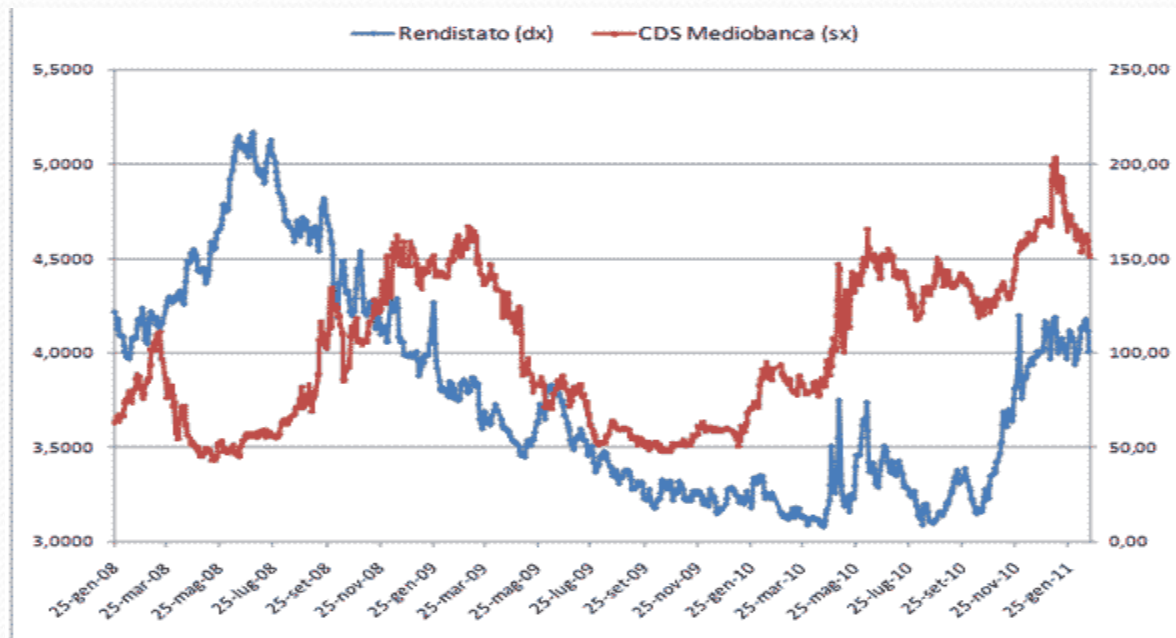
r_f = rendimento di titoli a rischio nullo

$r_m - r_f$ = premio per il rischio aziendale (E.R.P.)

β = coefficiente di rischiosità sistemica non diversificabile

$$\beta = \frac{\sigma_{im}}{\sigma_m^2}$$

C.2.1 LE FONTI PER IL TASSO R_F

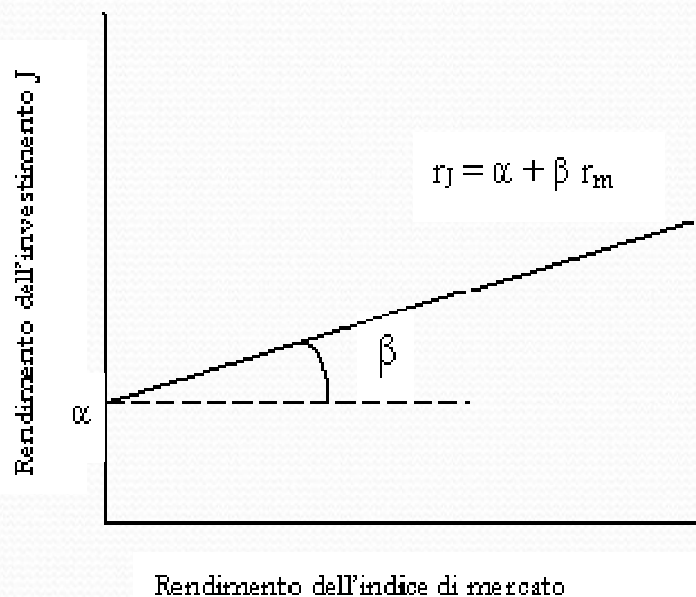


Il tasso “Rendistato”, viene definito da Banca d’Italia come *quel tasso generato dalla media mensile dei rendimenti di un campione di titoli pubblici a tasso fisso, attualmente costituito dai BTP quotati sul MOT, con vita residua superiore all’anno*

Tra 3,80% e 5,20% come evidenze empiriche in Italia; oggi al 4,21%

C.2.2 IL BETA: INTRODUZIONE

Graficamente, il beta è rappresentato dal coefficiente angolare della retta interpolante le regressioni tra le variazioni del prezzo del titolo e l'indice di mercato in un determinato arco di tempo, ove nell'asse Y sono riportate le variazioni del titolo e nell'asse X le variazioni dell'indice di mercato



Il beta può essere calcolato direttamente se si tratta di società quotata, confrontando le variazioni del prezzo del titolo con le variazioni dell'indice generale di mercato.

In caso di valutazione di società non quotata, occorrerebbe ove possibile fare riferimento al beta di società quotate comparabili aventi natura affine o ad un beta generico di settore

C.2.2 IL BETA: LA QUALITÀ DELLE MISURAZIONI

- In ogni regressione, occorre prestare la massima attenzione alle misure che definiscono la qualità del risultato. Tali misure sono solitamente le seguenti:
 - **Coefficiente Alfa:** rappresenta il tasso periodale (dipendente dunque dalla frequenza delle osservazioni) di apprezzamento/deprezzamento del titolo in esame in relazione ad una variazione nulla riferita al mercato
 - **Coefficiente R^2 :** misura il peso del rischio sistematico sul rischio totale del titolo. Il rischio specifico viene quindi misurato dal coefficiente $1 - R^2$. La media dei titoli italiani si attesta attorno ad un R^2 abbastanza basso pari a 0,2 (mentre negli USA tale dato è vicino a 0,3). Un coefficiente R^2 inferiore a 0,15 per le osservazioni mensili e a 0,05 per quelle giornaliere rende di solito inadatta la misurazione
 - **Errore Standard:** L'errore standard rappresenta la dispersione dei rendimenti attorno al valore stimabile di beta (e di Alfa). Gli statistici stimano un intervallo di confidenza del 95% della correttezza del risultato della regressione con uno scarto di \pm due errori standard

C.2.2 RILEVAZIONE DEL BETA: ESEMPIO

<HELP> for explanation, <MENU> for similar functions. P110 Equity BETA

HISTORICAL BETA

GS US Equity GOLDMAN SACHS GROUP INC

Relative Index **SPX** S&P 500 INDEX

Period Weekly *Identifies latest observation

Range **6/21/02** To **6/11/04**

Market Trade

ADJ BETA	1.03
RAW BETA	1.04
Alpha(Intercept)	0.17
R2 (Correlation)	0.43
Std Dev of Error	2.83
Std Error of Beta	0.12
Number of Points	103

X=SPX

ADJ BETA = (0.67) * RAW BETA + (0.33) * 1.0

Australia 61 2 9777 8600 Brazil 5511 3048 4500 Europe 44 20 7330 7500 Germany 49 69 920410
 Hong Kong 852 2977 6000 Japan 81 3 3201 8900 Singapore 65 6212 1000 U.S. 1 212 318 2000 Copyright 2004 Bloomberg L.P.
6819-451-0 17-Jun-04 13:44:27

C.2.2 IL BETA E LA LEVA FINANZIARIA

- La leva finanziaria influenza il beta. E' possibile passare da un beta levered ad unlevered e viceversa mediante le formule di R. Hamada:

$$[1] \quad \beta_U = \frac{\beta_L}{1 + (1 - T) \frac{D}{E}}$$

$$[2] \quad \beta_L = \left(1 + (1 - T) \frac{D}{E} \right) \beta_U$$

- Volendo stimare un beta di settore per stimare il costo del capitale di società non quotate occorrerà:
 - Rilevare una serie di beta levered di società simili a quella oggetto di valutazione
 - calcolare i beta unlevered con la [1] conoscendo i loro rapporti D/E a mercato e ottenere una media o mediana
 - “Rilevereggiare” il beta unlevered medio con la [2] mediante il rapporto D/E della società oggetto di valutazione

C.3 LE CORREZIONI AL CAPM

- Per ovviare all'indeterminatezza del CAPM sono state inserite delle correzioni al CAPM. Ad esempio, nel modello “3 Factor” (di Fama & French) vengono inseriti:
 - Un SMB (ovvero *Small Minus Big*, riferito alla dimensione) misura l'extrarendimento su base storica dei titoli a bassa capitalizzazione rispetto alla media del portafoglio di mercato
 - Un HML (ovvero *High minus Low*, riferito al rapporto BV/P) misura l'extrarendimento di titoli ad alto BV/P, sempre rispetto al portafoglio di mercato
- Esiste anche una versione CAPM adjusted, che mira a inserire nel CAPM altre variabili:
 - Un Size Premium (SP) in relazione alla dimensione
 - Un Industry premium, in relazione alla rischiosità specifica del settore

D. IL CALCOLO DEL VALORE FINALE

- Una volta determinati i Flussi di Cassa operativi ai periodi t ed il Valore Terminale e una volta stimato il tasso di attualizzazione, occorre attualizzare ogni singolo flusso ed il Valore Terminale per il coefficiente di attualizzazione $(1+r)^t$
- Mediante l'approccio *Asset Side*, il risultato di questa attualizzazione è come noto il valore delle attività, o *Enterprise Value*. Per passare dal valore dell'attivo al valore economico occorrerà quindi sottrarre la Posizione Finanziaria Netta alla data di riferimento della valutazione:

$$W = EV - PFN$$

- Attraverso l'approccio *Equity Side*, non ci sarà bisogno di detrarre la Posizione Finanziaria Netta, in quanto i Flussi di Cassa FCFE scontati saranno già espressione dell'*Equity Value*, ovvero di quanto effettivamente di pertinenza dei soli azionisti

D.1 LA POSIZIONE FINANZIARIA NETTA

- La Posizione Finanziaria Netta è la somma algebrica di:
 - Debiti finanziari a breve termine (scoperti di c/c, aperture di credito, anticipazioni, sconti, hot money, ecc..)
 - Debiti finanziari a lungo termine (finanziamenti, mutui, Leasing, ecc..)
 - Disponibilità liquide (cassa, banche c/c attivi, titoli di immediato smobilizzo), queste ultime con segno negativo
- La PFN va calcolata alla data di riferimento della valutazione e deve essere stimata tenendo presenti alcune particolarità: i leasing devono sempre essere ricompresi (IAS 17) mentre con riferimento alle poste autoliquidanti e al TFR occorre fare qualche ulteriore distinzione

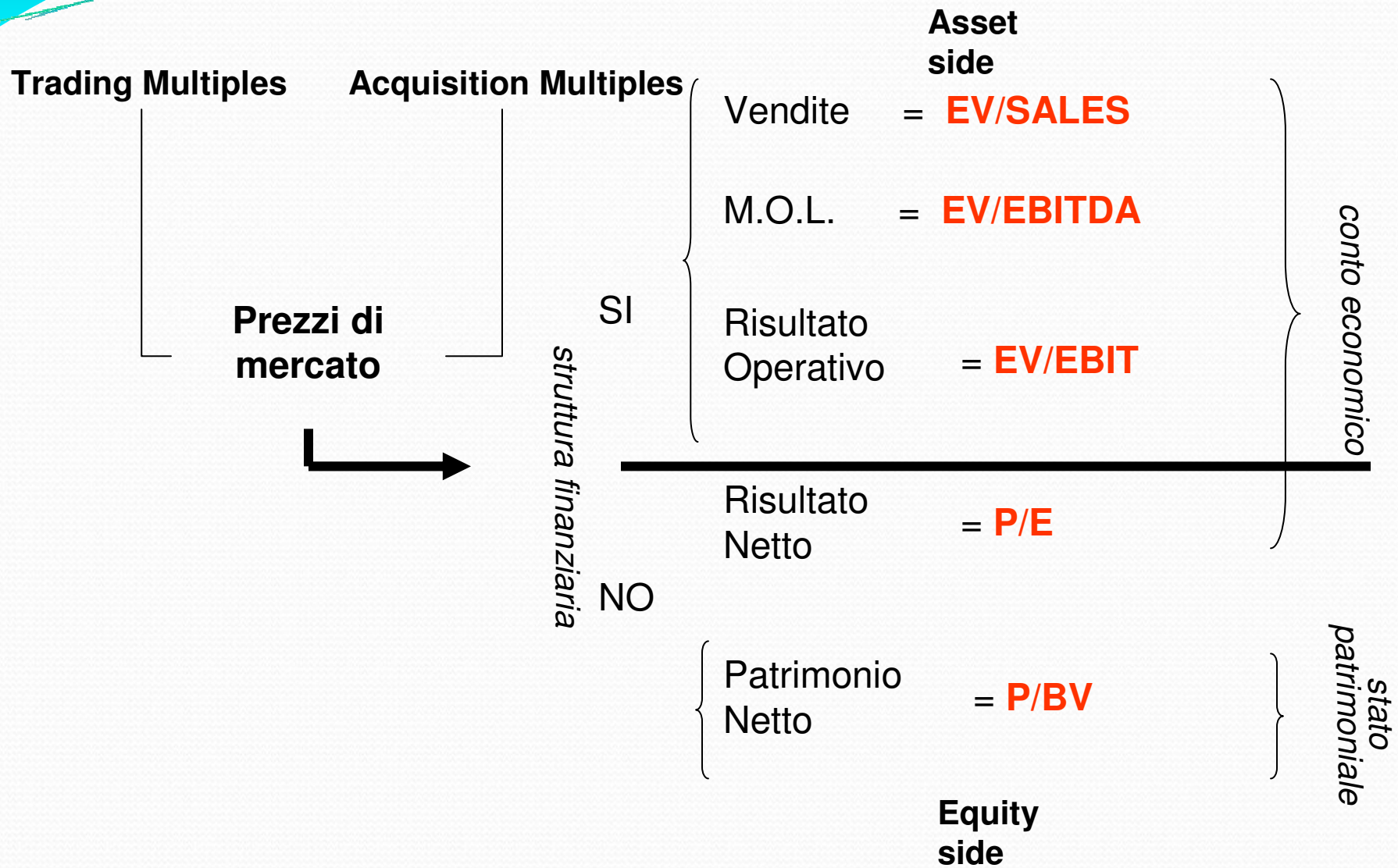
IL METODO DEI MULTIPLI

- I multipli sono nati con la funzione di metodo di controllo (**indiretto**) per altri metodi, primo tra tutti il DCF e i metodi tradizionali. I fondi di PE sono stati i primi a utilizzare i multipli come metodo **diretto** ed tale uso si è oramai consolidato anche nelle normali operazioni di M&A
- L'utilizzo diretto dei multipli è assai semplice e intuitivo, riducendo la problematica alla scelta della variabile guida e alla determinazione del moltiplicatore. In generale:

$$W = \text{Variabile guida} \times \text{multiplo} (\pm \text{PFN})$$

- Come approccio viene prescelto più spesso l'**Asset side** e come variabile guida l'**EBITDA** o l'**EBIT**, mentre i multipli variano a seconda del settore di operatività
- In M&A il metodo dei multipli rappresenta il classico strumento di valutazione in ottica *stand alone*, utilizzato sia in ottica del venditore sia dell'acquirente

SCHEMA DI VALUTAZIONE TRAMITE MULTIPLI



PARAMETRI ASSET SIDE (EV)

- **EV / SALES** è il prodotto del fatturato per un moltiplicatore, più la posizione finanziaria netta dell'impresa
- **EV / EBITDA** è il prodotto dell'EBITDA (margine operativo lordo normalizzato) per un moltiplicatore, più la posizione finanziaria netta dell'impresa. A volte si utilizza il **FCF** (OFCF)
- **EV / EBIT** è il prodotto dell'EBIT (risultato operativo normalizzato) per un moltiplicatore, più la posizione finanziaria netta dell'impresa

$$\left\{ \begin{array}{l} \text{SALES} \\ \text{EBITDA} \\ \text{EBIT} \end{array} \right. \times M = EV + PFN = W$$

PARAMETRI EQUITY SIDE (P)

- **P/E** = rapporto Prezzo / Utile per azione pubblicato in quasi tutti i quotidiani specializzati (P/U). Viene anche pubblicato il **P/CF** (P/U+A) che è il rapporto tra Prezzo e Cash Flow per azione, inteso come somma dell'utile netto di bilancio e degli ammortamenti e accantonamenti;
- **P/BV** = il rapporto tra prezzo per azione e patrimonio netto contabile per azione

$$\left\{ \begin{array}{l} \text{Utili netti (E)} \\ \text{Patr. Netto (BV)} \end{array} \right. \times M = W$$

IL METODO DEI MULTIPLI - DIRETTO

1. Scelta e calcolo della **variabile guida**, ovvero multipli Asset side (EBITDA, EBIT, SALES) o Equity side (P/E, P/BV)
2. Scelta delle aziende rappresentative per il **campione** (comparables) e dei relativi prezzi (trading o acquisition multiples)
3. Calcolo del multiplo attraverso la **media** o la **mediana** del campione
4. Determinazione del **valore finale**, tenendo conto della posizione finanziaria netta per i multipli Asset side

IL METODO DEI MULTIPLI - INDIRETTO

1. Determinazione del **valore** attraverso un altro metodo di valutazione (DCF o metodi tradizionali). Equity Value o Enterprise Value (con PFN) a seconda della scelta della variabile guida
2. Scelta della **variabile guida**, ovvero multipli Asset side (EBITDA, EBIT, SALES) o Equity side (P/E, P/BV) tratta dal bilancio o rettificata
3. Calcolo del **multiplo implicito** dividendo il valore (1) con la variabile guida (2)
4. **Confronto** tra multiplo implicito e multipli di aziende comparabili (peers) e misurazione dello **scostamento** con la media o mediana. Giudizio finale di congruità (o meno) del metodo principale

I MULTIPLI: CALCOLO DEL MOLTIPLICATORE

- Poiché i multipli non sono mai negativi e non hanno limiti superiori, la media aritmetica tenderà spesso ad essere superiore alla mediana.

Società	EV/ EBITDA		EV/ EBIT		P/E		EV/ OFCF		EV/ Sales	
	Stima		Stima		Stima		Stima		Stima	
	t+1	t+2	t+1	t+2	t+1	t+2	t+1	t+2	t+1	t+2
A	7.7x	7.2x	11.2x	10.3x	16.1x	15.3x	13.2x	9.6x	0.73x	0.66x
B	10.4x	9.6x	13.8x	12.5x	16.5x	15.7x	21.3x	13.1x	0.90x	0.85x
C	7.6x	7.0x	11.2x	10.1x	10.6x	9.6x	13.6x	12.7x	0.60x	0.57x
D	7.5x	7.2x	10.0x	9.5x	16.8x	15.5x	16.0x	17.3x	0.43x	0.45x
Minimo	7.5x	7.0x	10.0x	9.5x	10.6x	9.6x	13.2x	9.6x	0.43x	0.45x
Media	8.3x	7.7x	11.5x	10.6x	15.0x	14.0x	16.0x	13.2x	0.66x	0.63x
Mediana	7.7x	7.2x	11.2x	10.2x	16.3x	15.4x	14.8x	12.9x	0.66x	0.62x
Massimo	10.4x	9.6x	13.8x	12.5x	16.8x	15.7x	21.3x	17.3x	0.90x	0.85x



Fonte: Borsa italiana, *Guida alla Valutazione*, pag. 57

I LIMITI DEI MULTIPLI

- **Rappresentatività della media o mediana:**
 - I multipli tendono a premiare le aziende poco performanti e a penalizzare quelle molto performanti. Effetto appiattimento
- **Earning Lending – Earning Borrowing:**
 - I multipli tendono a premiare le aziende che non spendono in R&S e non investono
- **L'influenza della dimensione:**
 - I multipli espressi dai prezzi di borsa di grandi aziende tendono ad essere più elevati rispetto agli altri, distorcendo il campione



4. LA VALUTAZIONE DEI GRUPPI DI IMPRESE

STRUTTURA DEI GRUPPI

- La valutazione di un gruppo d'impresе segue percorsi diversi a seconda di due fondamentali caratteristiche:
 - **Il business di riferimento**, se cioè le diverse società del gruppo e la capogruppo operino nel **medesimo settore merceologico** (gruppo monobusiness) oppure se si tratti di settori **diversi o diversificati** (gruppo multibusiness)
 - **La disponibilità e la significatività di dati di bilancio consolidato** al massimo livello gerarchico, ovvero a livello di holding capogruppo

GRUPPI MONOBUSINESS

- Nel caso di gruppi integrati di aziende **monobusiness**, tipicamente per le controllate commerciali e produttive nazionali e estere, solitamente possedute al 100% o quasi, la valutazione avviene attraverso i normali metodi di valutazione delle aziende, ma su dati di **bilancio consolidato** (ovviamente se disponibili)
- Si prenderanno quindi in esame dati economici, patrimoniali e finanziari **a livello consolidato** e si utilizzeranno i parametri di mercato finanziario di norma prescelti per i settori di attività del gruppo
- Tale valutazione è anche definita **sintetica**, ed è fondamentalmente **identica** alla valutazione della singola azienda

GRUPPI MONOBUSINESS (2)

- Un problema valutativo per i gruppi monobusiness, in presenza dell'adozione di metodologie basate sui flussi o sui moltiplicatori, è quella di lasciare “fuori” il valore di qualche **partecipazione di minoranza** che **non viene consolidata** e che magari non distribuisce alcun dividendo (ma che possiede un valore intrinseco)
- Oppure la presenza di **soci di minoranza** in qualche controllata che finisce per rappresentare una **quota di terzi del patrimonio netto consolidato** non indifferente
- In questi casi sarebbe consigliabile adottare gli stessi criteri dei gruppi multibusiness, a meno che nel primo caso la partecipazione non possa essere considerata come **surplus asset** e semplicemente sommata al valore finale

GRUPPI MULTIBUSINESS

- Nel caso viceversa di gruppi aventi partecipazioni in settori **diversificati non omogenei**, senza significative interazioni tra le varie partecipate, magari con quote sia di maggioranza sia di minoranza (vedi fondi di Private Equity), anche in possesso di dati consolidati una valutazione sintetica non avrebbe senso dal punto di vista scientifico
- La prassi pertanto propende per una valutazione di tipo **analitico** ovvero la valutazione di ogni singola partecipazione o business, ciascuno con i criteri ritenuti più idonei nella fattispecie, ed escludendo i dati consolidati
- Tale valutazione può avvenire in due modi:
 - Attraverso il **metodo patrimoniale semplice**
 - Attraverso il **metodo della Somma delle Parti (SOP)**

METODO PATRIMONIALE O A CASCATA

- Il metodo patrimoniale semplice, o metodo “a cascata”, determina il valore economico **di ogni singola partecipazione** partendo dal basso (da qui il nome), prendendo anche in considerazione gli eventuali premi di maggioranza o sconti di minoranza
- Tali valori sostituiscono i valori di libro e vengono **sommati al valore del patrimonio netto contabile** della società capogruppo. Si considerano anche gli eventuali oneri fiscali latenti, se presenti (PEX)
- Ogni partecipazione sarà valutata con il metodo **ritenuto migliore** dall'esperto e potranno pertanto essere impiegati a piacere metodi tradizionali, finanziari, relativi ed empirici

METODO SUM OF THE PARTS (SOP)

- Il metodo **SOP** ubbidisce allo stesso criterio del metodo patrimoniale ma risulta ulteriormente semplificato, in quanto presuppone la **somma del valore economico di ogni rispettivo business**
- La differenza fondamentale con il primo metodo è che **non rilevano** il valore del patrimonio netto della holding e i valori di carico delle partecipate; vengono invece sommati **i valori dei diversi business del gruppo**, che possono anche non coincidere con le partecipazioni
- Ad esempio, una controllata avente due linee di business diverse (due marchi di fabbrica) deve essere valutata **mediante l'analisi del valore di ogni singola linea**, anche con metodi o con parametri diversi (DCF, multipli o altri metodi empirici)
- Il valore del gruppo è pari semplicemente alla somma di tutti i business (**parti**), eventualmente scontata se sono presenti soci di minoranza nei vari business
- Le Investment Banks, gli Equity Analysts e i fondi di Private Equity **utilizzano molto spesso** questo metodo, anche quando magari valutano gruppi monobusiness.
- Il valore dei fondi viene calcolato con il Net Asset Value (NAV) che è simile al SOP



5. L'ANALISI FONDAMENTALE SUL VALORE DEI TITOLI QUOTATI

FONDAMENTALE

- Tutte le società quotate nei vari mercati finanziari mondiali vengono seguite da un nutrito gruppo di analisti (**Equity Analysts**) appartenenti a Banche Internazionali e a società di ricerca, allo scopo di monitorarne l'andamento e di fornire ai lettori (investitori istituzionali) un giudizio periodico di valore mediante il loro "**Target Price**" o "**Price Objective**" per azione
- Solitamente, i giudizi vengono stilati sulle seguenti basi:
 - Buy (outperform)** Target Price $\geq 10\%$ Prezzo del titolo
 - Neutral (hold)** Target Price \approx Prezzo del titolo
 - Sell (reduce; underperform)** Target Price $\leq 10\%$ Prezzo del titolo
- Il Target Price viene calcolato con **diversi criteri** di valutazione, non tutti coincidenti per lo stesso titolo, e su **diversi scenari** prospettici ipotizzati dai medesimi analisti, anch'essi non coincidenti gli uni con gli altri
- Il risultato è che per lo stesso titolo e nello stesso periodo le stime e i giudizi possono anche **sensibilmente divergere**

ESEMPIO DI UN EQUITY REPORT (ENEL)

Enel

FY2010 preview

Presentation on March 15

After having released preliminary numbers (revenues, EBITDA, net debt) on February 3rd, Enel is now due to release its full 2010 results on March 15, together with its new 5-yr business plan. We expect EBIT at €11.7bn (+9%) and EPS at €0.46, broadly in line with last year's normalized level (see details inside).

Reiterate our BUY recommendation

With 2012E P/E lower than 9x (c. 8x on mark to market power price), Enel continues to trade at a discount compared to the sector (11.5x). Furthermore, 2012E 6.8% dividend yield (>7% on mark to market power price) remains one of the most attractive among utilities, with further upside given the company's fixed payout ratio policy. Our recently upgraded PO (€5p/share, see [Perfect storm](#)) implies 16% upside and 12% total return. BUY.

Estimates (Dec)

(EUR)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
EPS (Reported)	0.82	0.46	0.46	0.46	0.49
EPS Change (YoY)	31.2%	-44.2%	0.4%	1.0%	5.9%
Dividend / Share	0.49	0.25	0.27	0.28	0.29
EBITDA (Adjusted)	14,318	16,044	17,488	17,412	17,606
Free Cash Flow (Adjusted)	10336.0	-3750.0	8629.2	5348.1	6510.1

Valuation (Dec)

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
P/E	5.29x	9.48x	9.44x	9.35x	8.83x
Dividend Yield	11.3%	5.79%	6.35%	6.42%	6.80%
EV / EBITDA*	8.35x	7.45x	6.84x	6.86x	6.79x
Free Cash Flow Yield*	13.7%	6.00%	11.4%	13.2%	16.0%
P/E (Reported)	5.3x	9.5x	9.4x	9.3x	8.8x
EV/EBITDA (Adjusted)	7.0x	6.9x	6.1x	6.1x	6.0x

* For full definitions of *iQmethod*SM measures, see page 5.

Earnings Preview

BUY

Equity | Italy | Electric Utilities
02 March 2011

Bank of America Merrill Lynch

Stefano Bezzato >> +44 20 7996 1761
Research Analyst
MLI (UK)
stefano.bezzato@baml.com

Eric Lopez >> +44 20 7996 4143
Research Analyst
MLI (UK)
eric.j.lopez@baml.com

Paul Rogers +44 20 7996 4142
Specialist Sales
MLI (UK)
paul2.rogers@baml.com

Stock Data

Price	EUR4.32
Price Objective	EUR5.00
Date Established	29-Feb-2011
Investment Opinion	A-1/7
Volatility Risk	LOW
52-Week Range	EUR3.42-EUR4.36
Mrkt Val / Shares Out (mn)	EUR40,604 / 9,403.4
Average Daily Volume	49,143,500
BofAML Ticker / Exchange	ESOCF / MIL
Bloomberg / Reuters	ENEL IM / ENEIMI
ROE (2010E)	13.0%
Net Dbt to Eqty (Dec-2009A)	121.3%
Est. 5-Yr EPS / DPS Growth	4.9% / 6.8%
Free Float	67.8%

ESEMPIO DI UN EQUITY REPORT (ENEL)



Roberto Mascarello
+41 22 994 1382
roberto.mascarello@keplercm.com

Price
EUR4.17

Previous
Hold

Target
EUR4.20

Hold

Reuters ENEI.MI
Bloomberg ENEL IM
Index DJ Stoxx 600

Latest financials

Market cap (EURbn)	39.3
Free float	69%
Shares outstanding (m)	9,403
Daily trade volume ('000)	52,809
YTD abs. performance	12%
52-week high (EUR)	4.23
52-week low (EUR)	3.43
Enterprise value (EURm)	100,231
Net debt (EURm)	45,700

Lower debt surprise

With less than a 1% gap versus our EBITDA forecast, the real (positive) surprise from preliminary 2010 results came from debt, a good EUR2bn below assumptions. Independently from the company's update, we up our TP from EUR4.0 to EUR4.2 mark-to-marketing the value of Endesa in our SOP. Hold.

Italy Utilities

ENEL

FY RESULTS

4 February 2011

In brief

- > Preliminary 2010 EBITDA broadly matches forecasts
- > Surprising net debt, EUR2bn below assumptions
- > Our bottom-line estimate in line with guidance
- > TP up from EUR4.0 to EUR4.2, Hold rating confirmed

In detail

Preliminary 2010 figures

Preliminary 2010 EBITDA came out at EUR17.5bn, slightly better than our EUR17.34bn forecast. End-of-year net debt declined from end-September's EUR50.9bn to EUR44.9bn, well below our EUR47.3bn assumption. ENEL's CEO stated that consolidated recurring net profit should exceed EUR4bn (Kepler: EUR4.2bn).

Kepler
Research

Flash Note

ESEMPIO DI UN EQUITY REPORT (SNAM)



Roberto Mascarello
+41 22 994 1382
roberto.mascarello@keplercm.com

Price
EUR3.94

Previous
Buy

Target
EUR4.30

Buy

In good company

The equity case remains solid. This is our condensed take after the 2011-14 strategy presentation. Both regulation and the industrial outlook remain favourable for healthy growth in assets, earnings and dividends. We tweak our TP from EUR4.2 to EUR4.3 and reiterate our Buy rating.

Italy Utilities

SNAM Rete Gas

FY RESULT

In brief

- > Solid prospects for Investment case
- > Refreshing the model after 2011-14 guidance
- > 2011-14E dividend yields of 6.0-6.5%
- > Upping TP from EUR4.2 to EUR4.3

14 February 2011

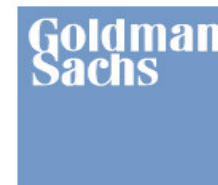
Kepler
Research

Flash Note

Reuters SRG.MI
Bloomberg SRG IM
Index DJ Stoxx 600

ESEMPIO DI UN EQUITY REPORT (SNAM)

February 11, 2011



COMPANY UPDATE Snam Rete Gas SpA (SRG.MI)

Sell

Equity Research

Marginally better FY results but RAB premium remains; retain **Sell**

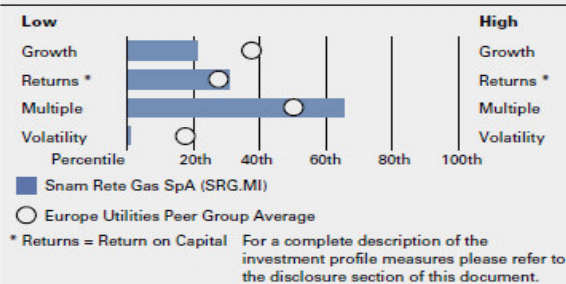
What's changed

Snam reported FY2010 results marginally ahead of our expectations, and ahead of Reuters consensus. EBIT was €1.862 bn (4% ahead of consensus and in line with our forecast), and net income was €1.106 bn (5% ahead of consensus and 2% of our forecast). The dividend was also above expectations, at €0.23 (consensus €0.215, our forecast €0.22). Snam presented an updated business plan for 2011-14 in which it targets annual growth in RAB of 4.3%, and expects EBIT to grow at roughly the same rate (c.4%) in the short-term (we forecast 4% underlying EBIT growth in 2011E).

Implications

We have updated our forecasts to reflect the 2010 results and revised plan. Our EBIT forecasts have been marginally increased (+1% for 2011-14E), mainly reflecting more aggressive cost control after strong performance in this area in 2010. Our EPS forecasts have increased by slightly more (+2%-4% 2011-14E) due to lower assumptions on Snam's cost of debt and a lower level of net debt. We have slightly reduced our capex assumptions, and now expect total capex of €6.4 bn for 2011-14E (in line with Snam's plan), down from €6.6 bn previously. We have increased DPS forecasts by 4% (2011-14E) due to the higher than expected 2010 figure of €0.23.

Investment Profile



Key data	Current			
Price (€)				3.94
12 month price target (€)				3.70
Upside/(downside) (%)				(6)
Market cap (€ mn)				14,068.2
Enterprise value (€ mn)				25,065.7
	12/10	12/11E	12/12E	12/13E
Revenue (€ mn) New	3,508.0	3,555.4	3,714.0	3,841.4
Revenue revision (%)	2.9	2.9	3.2	2.9
EBIT (€ mn) New	1,862.0	1,876.9	2,001.3	2,084.2
EBIT revision (%)	0.2	0.8	1.4	1.1
EPS (€) New	0.33	0.32	0.33	0.31
EPS (€) Old	0.32	0.31	0.32	0.31
EV/EBITDA (X)	9.2	9.7	9.4	9.3
P/E (X)	11.0	12.4	11.8	12.6
Dividend yield (%)	6.4	6.1	6.3	6.3
FCF yield (%)	2.5	(1.4)	(1.0)	(2.2)

FONDAMENTALE

- Gli Equity Report sono **a pagamento** per i primi 15 gg – 1 mese dalla loro emissione, poi divengono **gratuiti** e pubblicati in vari siti (ad es. Borsa Italiana) quando si suppone abbiano “scaricato” sul mercato il loro valore informativo e segnaletico
- I Report contengono informazioni dettagliate sulle **aspettative di business** della società investigata e vengono predisposti da “specialist” che sono focalizzati esclusivamente su determinati titoli appartenenti a determinati settori o aree geografiche
- Poiché i giudizi sono non tutti univoci, gli investitori istituzionali e privati utilizzano le informazioni dell’analisi fondamentale unite a quelle **dell’analisi tecnica** (basata sull’andamento storico del titolo e su punti di supporto e resistenza) per avere più punti di confronto e decidere nel modo più razionale possibile
- Attenzione ai **conflitti di interesse** degli analisti, soprattutto se appartenenti a banche internazionali

I METODI UTILIZZATI

- Su un campione di 81 Report emessi negli ultimi 24 mesi da parte delle principali banche internazionali su 10 società “large cap” (capitalizzazione > 1 miliardo) e 10 “medium cap” (capitalizzazione compresa tra 100 milioni e 1 miliardo) i metodi di valutazione utilizzati sono stati tassativamente i seguenti:
 1. **DCF**
 2. **Multipli (comparati con i peers)**
 3. **Sum of the Parts (SOP)**
 4. **Metodi misti tra i tre di cui sopra (DCF + multipli; SOP + DCF; SOP + multipli)**
- Il **SOP** è adottato quasi esclusivamente su gruppi multibusiness, con utilizzo al suo interno di multipli e DCF sui diversi comparti
- Tra i **multipli** i più utilizzati sono: l’EV/EBITDA, l’EV/Sales il P/E e il P/CF comparati con i medesimi multipli di aziende concorrenti
- Non è stato utilizzato alcun **metodo tradizionale**, compreso il reddituale puro (preferito il P/E), o EVA (in realtà MVA)

DIFFERENZE SU DATI FISSI DEL DCF

- Con riferimento al DCF, non sono rari i casi in cui **rf** e **ERP** del CAPM divergono anche sensibilmente tra banca e banca, pure nel medesimo periodo di rilevazione:
 - **Rf da 3,5% a 6,5%**
 - **ERP da 3,8% a 5,9%**
- Ciò comporta, a parità di beta e di tutti gli altri fattori, un costo del capitale proprio e quindi un wacc che può variare anche di qualche punto, con differenze di valore apparentemente **non giustificabili**: una variazione di due punti tra rf e ERP sul wacc può generare differenze di valore attuale anche sino al **50% – 75%** in più o in meno, il tutto indipendentemente dalle caratteristiche specifiche dell'impresa
- Ciò conferisce al DCF un alto margine di **soggettività**



6. CONTENUTO E CARATTERISTICHE DELLE PERIZIA DI STIMA

DIFFERENZE DI CONTENUTO

- Anche se il contenuto di una relazione di stima dovrebbe essere abbastanza standardizzato, nel nostro paese assistiamo a una **notevole differenza di impostazione** tra perizie **volontarie** e perizie **obbligatorie**, soprattutto se i redattori delle prime sono società di consulenza (o di revisione, o banche d'affari) e i redattori delle seconde sono professionisti
- La differenza non è solo a livello **grafico** (presenza di tabelle, colori, grafici, ecc.). Le stime ufficiali, per il loro effetto giuridico, tendono a seguire metodi di valutazione e schemi molto rigorosi, mentre le stime volontarie non hanno schemi ed indici predefiniti
- Nelle stime **ufficiali** occorre comunque distinguere le perizie per le operazioni di **conferimento e trasformazione** da una parte rispetto alle altre, per via del contenuto dell'art. 2343 e segg. C.C.

CONFERIMENTI E TRASFORMAZIONI

- *Chi conferisce beni in natura o crediti deve presentare la relazione giurata di un esperto designato dal tribunale nel cui circondario ha sede la società, **contenente la descrizione dei beni o dei crediti conferiti**, l'attestazione che il loro valore è almeno pari a quello ad essi attribuito ai fini della determinazione del capitale sociale e dell'eventuale sovrapprezzo e i **criteri di valutazione seguiti**.. (Art. 2343)*
- *Chi conferisce beni in natura o crediti deve presentare la relazione giurata di un esperto o di una società di revisione iscritti nel registro dei revisori contabili o di una società di revisione iscritta nell'albo speciale. La relazione, che **deve contenere la descrizione dei beni o crediti conferiti, l'indicazione dei criteri di valutazione adottati e l'attestazione che il loro valore è almeno pari a quello ad essi attribuito ai fini della determinazione del capitale sociale e dell'eventuale sovrapprezzo**, deve essere allegata all'atto costitutivo. (Art. 2465)*
- *.. Nei casi di trasformazione di società di persone in società di capitali .. il capitale della società risultante dalla trasformazione deve essere determinato sulla base **dei valori attuali degli elementi dell'attivo e del passivo** e deve risultare da relazione di stima redatta a norma dell'art. 2343 o, nel caso di società a responsabilità limitata, dall'art. 2465 (Art. 2500 ter)*

ALTRE OPERAZIONI

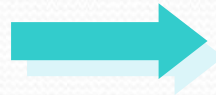
- *Uno o più esperti per ciascuna società devono redigere una relazione sulla congruità del rapporto di cambio delle azioni o delle quote che indichi:*
 - a) *il metodo o i metodi seguiti per la determinazione del rapporto di cambio proposto e i valori risultanti dall'applicazione di ciascuno di essi*
 - b) *Le eventuali difficoltà di valutazione*

La relazione deve contenere, inoltre, un parere sull'adeguatezza del metodo o dei metodi seguiti per la determinazione del rapporto di cambio e sull'importanza relativa attribuita a ciascuno di essi nella determinazione del valore adottato (Art. 2501 sexies)
- **Rivalutazione terreni e partecipazioni non quotate**

*... per i titoli, le quote o i diritti non negoziati nei mercati regolamentati, posseduti alla data del **1° luglio 2011**, può essere assunto, in luogo del costo o valore di acquisto, il valore a tale data della frazione del patrimonio netto della società, associazione o ente, determinato sulla base di una perizia giurata di stima, cui si applica l'articolo 64 del codice di procedura civile, redatta da soggetti iscritti all'albo dei dottori commercialisti, dei ragionieri e periti commerciali, nonché nell'elenco dei revisori contabili (Art. 5 L. 448/01 riproposto dal **D.L. 13 maggio 2011 n. 70**)*

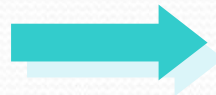
PERIZIE E METODI DI VALUTAZIONE

Nei **conferimenti di rami d'azienda** e nelle **trasformazioni**, dottrina e prassi sono concordi nel ritenere che la norma (2343, 2465) limiti la libertà dell'esperto nell'utilizzare qualsiasi criterio di valutazione



Utilizzo quasi esclusivo di metodi patrimoniali semplici o complessi, o metodi misti (prudenza)

Nel **conferimento di partecipazioni**, in tutte le altre operazioni di finanza straordinaria (**rappporti di concambio, perizie sui capital gain, quotazioni, ecc..**) e nelle stime informali, tale limitazione non avrebbe ragione di esistere



Utilizzo anche di metodi relativi quali i multipli o di metodi assoluti quali i finanziari, anche se non prevalente

STIME art. 2343/2465 E METODI RELATIVI

- In caso di perizie ex art. 2343 o 2465 è possibile l'utilizzo di metodi relativi (es. multipli) o di altri metodi assoluti (DCF) che calcolino l'intero valore dell'azienda?
- La risposta può essere affermativa solo a condizione che:
 1. si riporti e si determini il valore di ogni singolo elemento attivo e passivo (magari mediante metodi patrimoniali, costo storico)
 2. si sottoponga l'eventuale differenza tra il valore complessivo e il valore del netto derivante da metodi tradizionali ad una verifica reddituale che dia esito positivo (se usati i multipli)
 3. si denomini tale differenza nel netto di conferimento come avviamento
- In tutti gli altri casi, o in caso di trasformazione, la risposta deve essere negativa

LA PERIZIA NELLE OPERAZIONI DI LBO

(Art. 2501 bis C.C.)

- In caso di fusione tra società, una delle quali abbia contratto debiti per acquisire il controllo dell'altra ...
- *Il progetto di fusione deve indicare le risorse finanziarie previste per il soddisfacimento delle obbligazioni della società risultante dalla fusione*
- *La relazione dell'organo amministrativo deve indicare le ragioni che giustificano l'operazione e contenere un piano economico finanziario con indicazione della fonte delle risorse finanziarie e la descrizione degli obiettivi che si intendono raggiungere*
- *La relazione degli esperti.. **attesta la ragionevolezza** delle indicazioni contenute nel progetto di fusione*

LA PERIZIA NELLE OPERAZIONI DI LBO (2)

- Il contenuto della relazione degli esperti ex art. 2501 sexies richiamata dall'art. 2501 bis ha caratteristiche del tutto **diverse** sia da una perizia per la congruità del rapporto di cambio, sia dalle altre perizie di attestazione di valore
- Si richiede in sostanza di attestare la **ragionevolezza** delle **previsioni economico finanziarie** contenute nel progetto di fusione
- La norma non richiama direttamente la relazione dell'organo amministrativo ma la ragionevolezza non può essere attestata **senza entrare nel merito del piano economico finanziario e delle sue ipotesi di base**

LA “RAGIONEVOLEZZA”

- Cosa significa dal punto di vista operativo **attestare la ragionevolezza** di un progetto che ha a che fare con proiezioni future?
 - Condivisione delle **ipotesi di base** di mercato e di crescita (confronto col passato, investimenti)
 - Verifica della **ripagamento parziale o integrale** del debito al termine del periodo di previsione
 - Verifica che i flussi di cassa prospettici **coprano** i rimborsi di capitale e gli oneri finanziari
 - Verifica che nel periodo di previsione le perdite non intacchino il **capitale netto** e/o che questo non divenga negativo
 - Correlazioni con le attestazioni ex art. 67 III° c. lett. d) e art-182bis della Legge Fallimentare



7. TECNICHE DI VALUTAZIONE E NEGOZIAZIONE CON I FONDI DI PRIVATE EQUITY

VALUTAZIONE CON I FONDI DI PRIVATE EQUITY

- In linea di principio, i **fondi di PE** non ragionano diversamente da qualsiasi altro investitore. L'unica differenza fondamentale è che i fondi di PE debbono valutare l'investimento all'interno di una **logica di dismissione**, mentre l'investitore industriale valuta l'investimento in una logica di mantenimento
- Quanto sopra determina la necessità di valutare non solo la congruità del prezzo di acquisto, ma anche di stimare il **valore ipotetico di dismissione**
- I criteri di valutazione nella fase di acquisto sono basati prevalentemente sui **multipli**, primo tra tutti l'**EV/EBITDA** o l'**EV/EBIT**, ovvero multipli asset side; Più raro è l'utilizzo di altri multipli quali il **P/E**, l'**EV/EBITA** (in presenza di LBO) o l'**EV/SALES**
- Il **DCF** (metodo finanziario) viene di norma utilizzato non tanto come metodo di controllo sui multipli, ma per determinare il rendimento complessivo dell'investimento

IL DCF PER I FONDI DI PE

- Per i Fondi di PE, il DCF serve a costruire il Tasso Interno di Rendimento (IRR), ovvero quel tasso che rende **pari a zero** l'investimento iniziale ed il disinvestimento finale (oltre ad eventuali altri esborsi e rimborsi)
- Il fondo di PE rielabora il piano predisposto dal management, compie analisi di sensitività sulle variabili chiave (investimenti, ricavi, costi di produzione, ecc..) ed eventualmente estende l'orizzonte temporale a 5 o più anni
- Viene di solito stimato il valore di dismissione utilizzando il **medesimo multiplo** implicito del prezzo di acquisto sul **medesimo margine (EBITDA)** dell'anno terminale della proiezione

IL DCF PER I FONDI DI PE (2)

- Il calcolo dell'IRR viene condotto ponendo in t_0 l'investimento iniziale e in t_n il valore di dismissione, sempre che nel frattempo non siano previsti dividendi (da inserire con segno +) o altro capitale fresco (da inserire con segno -)
- Le linee guida per l'investimento variano da fondo a fondo ma di solito si trovano in questo range:
 - ✓ Multiplo implicito nel prezzo di acquisto: **vicino o sotto la media** dei comparables
 - ✓ IRR : **min 15% / 20%** a seconda del tipo di investimento
 - ✓ Cash Multiple: **min 2 x** (ovvero rapporto grezzo tra prezzo d'acquisto e valore stimato di dismissione)

STRATEGIE DI VALUTAZIONE CON I MULTIPLI

- La trattativa con i fondi di PE avverrà quasi sempre sull'applicazione dei multipli. C'è sempre grande attenzione sulla definizione e sul calcolo della variabile guida, del moltiplicatore e della PFN:
 - Normalizzazione dell'**EBITDA** (o di altra variabile) depurandola da effetti straordinari, non ripetitivi e da eventuali costi impropri (imprenditore)
 - Ricerca dell'accordo sul **multiplo** da applicare, utilizzando comparables costruiti con giudizio. Multipli forward oramai di uso comune
 - Fissazione della data di riferimento della **PFN** e dei suoi elementi costitutivi. Eventuale normalizzazione

ESEMPIO DI EBITDA NORMALIZZATO

EBITDA da bilancio
civilistico

- = Ricavi Produzione
- Costi Produzione
- = EBIT
- + Ammortamenti (tangibili e intangibili)
- + Accantonamenti (rettificativi e fondi rischi)
- + Costi impropri (imprenditore, famiglia)
- ± Costi e/o ricavi non ricorrenti (premi assicurativi, liquidazione magazzino, ecc.)
- = **EBITDA**

EBITDA da bilancio
gestionale

- = Margine Lordo Industriale
- Costi commerciali, amm.tivi e diversi
- Costo del lavoro (industriale, comm.le e amm.tivo)
- Ammortamenti (industriali, commerciali)
- Accantonamenti
- Costi impropri (imprenditore, famiglia)
- ± Costi e/o ricavi non ricorrenti (premi assicurativi, liquidazione magazzino, ecc.)
- = **EBITDA**

ATTENZIONE AGLI EFFETTI SUL PREZZO CON I MULTIPLI

Stiamo assistendo un cliente che ha intenzione di vendere il 30% della sua azienda a un fondo di PE, senza sconti di minoranza. I parametri per la valutazione all'inizio della trattativa sono (€ mgl):



EBITDA 11 (stima)	5.600
MULTIPLIO	7,5
ENTERPRISE VALUE	42.000
PFNAL 31.12.10	(11.500)
EQUITY VALUE	30.500
Quota 30%	10.167

Durante la trattativa l'EBITDA 11 viene rivisto al ribasso: da 5.600 a 5.000. Qual è l'impatto sul prezzo? L'impatto è **moltiplicato per 7,5**



EBITDA 11 (rev)	5.000
MULTIPLIO	7,5
ENTERPRISE VALUE	37.500
PFNAL 31.12.10	(11.500)
EQUITY VALUE	26.000
Quota 30%	8.667

Alternativamente, l'EBITDA viene confermato ma la PFN aumenta di 2.000. L'impatto sul prezzo **non viene moltiplicato** per 7,5 ma x 1



EBITDA 11 (conf.)	5.600
MULTIPLIO	7,5
ENTERPRISE VALUE	42.000
PFNAL 30.04.11	(13.500)
EQUITY VALUE	28.500
Quota 30%	9.500

Infine, le previsioni vengono confermate ma la due diligence evidenzia crediti inesigibili e magazzino da svalutare per 1.000. Ancora, l'impatto sul prezzo **non viene moltiplicato** per 7,5 ma x 1



EBITDA 11 (conf.)	5.600
MULTIPLIO	7,5
ENTERPRISE VALUE	42.000
PFNAL 31.12.10	(11.500)
RETTIFICHE AL PN	(1.000)
EQUITY VALUE	29.500
Quota 30%	9.833

VALUTAZIONE MULTIPLI E GARANZIE

- Attenzione all'interazione tra dati di patrimonio netto o di PFN (di stock) e quelle sulla variabile guida (di flusso)
- Mentre l'impatto sul prezzo per le prime è unitario, per le seconde l'impatto potrebbe essere **moltiplicato per M**
- Occorre pertanto concordare bene le **garanzie del venditore** (introducendo magari minimi e massimi) per non avere effetti devastanti sul prezzo



8. CONCLUSIONI

IL PUNTO DI PARTENZA

- Ogni relazione di stima esprime un giudizio che, come tale, resta **soggettivo** e opinabile
- Non esistono valutazioni “giuste” o “sbagliate”, (sempre che non contengano errori materiali) ma valutazioni più o meno condivisibili
- Parimenti, non c'è nulla di “oggettivo” in un processo valutativo, a parte forse la presa d'atto di determinate grandezze derivate dai mercati (tassi risk-free, beta storici, ecc..)
- Per formulare raccomandazioni è importante partire dal contributo più importante della scuola aziendale di L. Guatri ovvero il cd. **“Giudizio Integrato di Valore” (GIV)**

LE REGOLE BASE DEL GIV

Secondo l'approccio del GIV di L. Guatri, al fine di risultare efficace, una valutazione deve rispondere a quattro regole base:

1. Conoscenza dei **prodotti** e dei **mercati industriali** ove opera l'azienda
2. Conoscenza dei **mercati finanziari**, dei tassi di riferimento, dei rischi del settore, ecc.
3. Deve mostrare una generale **coerenza** del processo valutativo e dei metodi di valutazione
4. Infine, deve essere una **rappresentazione convincente**

In sostanza, non si deve mai assistere ad una mera applicazione di formule e dati, ma ad un **giudizio complessivo** che impiega metodi assoluti (basati sui flussi attesi) e relativi (basati sui prezzi) prescelti sulla base di un'approfondita conoscenza dell'azienda e dei mercati (industriali e finanziari) in cui essa opera

LA SCELTA DEI METODI

- Dal punto di vista scientifico, l'unico metodo “universale” è quello basato **sull'attualizzazione dei flussi** (di cassa o di reddito), in quanto il valore attuale di un asset **equivale sempre** alla somma attualizzata dei benefici futuri che esso genererà
- Tuttavia, il metodo che più si avvicina a tale concezione, ovvero il **metodo finanziario** (DCF), non è sempre applicabile, in quanto presuppone l'esistenza di un piano economico finanziario rigoroso
- Gli altri metodi assoluti o relativi possono giungere a risultati condivisibili solo a determinate condizioni:
 - Il **metodo patrimoniale** funziona bene solo per le società **immobiliari** (con verifiche reddituali) e per le holding multibusiness (*Sum Of the Parts* – vedi Equity Report), ma è inutilizzabile in tutti gli altri casi
 - Il **metodo misto** può dare alcuni risultati per società con un ingente patrimonio e in perdita ma ne è sconsigliato l'utilizzo in tutti gli altri casi in quanto la componente reddituale ne risulta solitamente sottostimata. Nessun utilizzo in ambito di Equity Report

LA SCELTA DEI METODI (2)

- Ancora:
 - Il **metodo reddituale puro** funziona bene per aziende **mature**, a basso margine di rischio e con tassi di crescita contenuti (utilities, energia, ecc..) ma è **inadatto per settori dinamici** e ad alto tasso di crescita (nel breve periodo). Non a caso gli analisti finanziari non lo utilizzano quasi mai.
 - I **multipli** non possono essere sempre utilizzati, in quanto è necessario che:
 - le società del campione siano veramente **assimilabili** (come settore, dimensione, rischio, ecc..) a quella oggetto di valutazione
 - i dati del campione contengano informazioni **coerenti** tra numeratore (prezzi) e denominatore (variabile guida)
 - Il calcolo della media o della mediana non contenga **minimi o massimi troppo dissimili** (dal momento che i multipli negativi sono esclusi). In questo caso occorre togliere dal campione dati non concordanti
 - Il multiplo finale non sia lontano da logiche di moltiplicatori **“forward”** abbastanza consolidati

GLI ERRORI PRATICI DA EVITARE

- **Nel metodo patrimoniale:**
 - Non compiere una verifica reddituale sui maggiori valori assegnati
 - Calcolare gli oneri fiscali latenti sui maggiori valori dell'attivo senza verificarne l'imponibilità
 - Compiere duplicazioni di valore tra attivo intangibile e avviamento
- **Nel metodo misto:**
 - Non ricalcolare gli ammortamenti in R se sono stati assegnati maggiori valori all'attivo fisso
 - Calcolare r (rendimento normale di settore) dal ROE contabile
 - In caso di perdita assegnare $i'' > i'$
 - Assegnare n della rendita senza alcun aggancio alla realtà

GLI ERRORI PRATICI DA EVITARE (2)

- **Nel metodo reddituale:**
 - Non normalizzare o attualizzare il reddito prospettico R
 - Adottare orizzonti temporali illimitati (perpetuità) in presenza incertezze sul permanere del business
 - Assegnare tassi r che non siano sufficientemente indicativi del rischio d'impresa (applicazione meccanica del CAPM o *build-up approach*)
- **Nel metodo finanziario:**
 - Compiere previsioni finanziarie di mera trasposizione (crescita, margini, ecc..)
 - Calcolare il costo medio ponderato (WACC) su proporzioni contabili di D ed E e non di valore
 - Calcolare comunque il Valore Terminale a prescindere dal raggiungimento di una fase veramente “inerziale”
 - Nel valore terminale, gonfiare il calcolo di “g” o non stabilizzare ammortamenti e investimenti

DALLA TEORIA ALLA PRASSI

- Data l'accertata inconsistenza scientifica di metodi quali il patrimoniale e il misto, il GIV presuppone **l'impiego di metodi assoluti** (reddituale e finanziario) e **relativi** (multipli) lasciando alla competenza dell'esperto come combinare insieme tali approcci
- A ben vedere, il messaggio più prezioso è proprio la necessità di una **piena comprensione del contesto dinamico e competitivo ove opera l'impresa** da parte dell'esperto. Ciò risulta particolarmente difficile per i professionisti, che magari riclassificano e interpretano bene i dati di bilancio ma faticano ad andare oltre
- Nonostante l'approccio del GIV sia senz'altro condivisibile, dal punto di vista pratico non è semplice **non cadere nella trappola** dell'applicazione meccanica di qualche regola o formula, tenendo conto delle difficoltà connesse alla piena comprensione dei meccanismi aziendali e dei mercati

SUGGERIMENTI PRATICI

- Adottare ipotesi **razionali e compatibili** (e il raffronto con il passato prossimo è certamente un elemento che aiuta in tal senso)
- Utilizzare criteri valutativi **pienamente riconosciuti** dalla teoria e dall'ambiente finanziario nazionale e internazionale
- Fare uso di tassi, moltiplicatori, parametri, indici, ecc.. la cui quantificazione sia facilmente **dimostrabile e osservabile**. Conservare e indicare le fonti informative
- Non compiere **errori materiali** nel procedimento valutativo o nei singoli calcoli
- Mantenere l'**indipendenza di giudizio** del valutatore

Per maggiori approfondimenti



Renato Santini: *Piani Finanziari e Valore d'Impresa*
Coll. Economia e Management - Il Mulino, 2007