



**I metodi di valutazione  
elaborati dalla dottrina**

**Andrea Bellucci**

***Dipartimento di Economia***

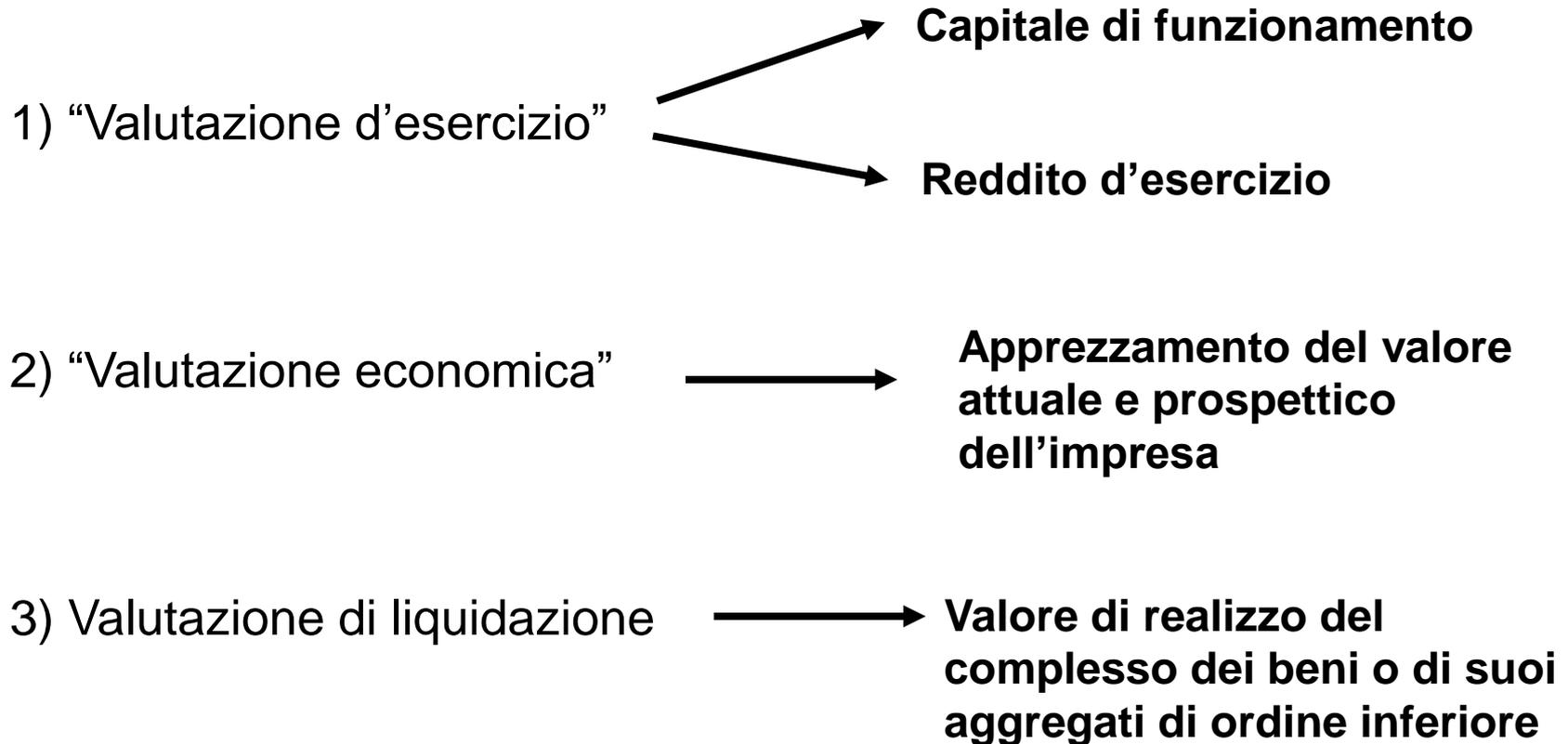
***Università degli Studi di Perugia***

*Perugia, 9 marzo, 23 maggio 2017*

# Misurazioni di valore

---

## ***TRE DIMENSIONI***



# Processo di valutazione del capitale economico

---

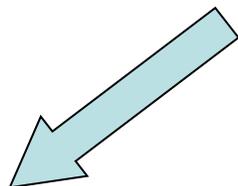
La valutazione generale dell'azienda si ottiene dall'integrazione di due dimensioni:

- il *valore obiettivo* che scaturisce dall'analisi dei fenomeni interni all'azienda
- il *valore generale* che completa le valutazioni precedenti con altre considerazioni

# La valutazione del capitale economico: valore obiettivo

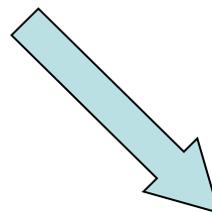
---

**Valutare il capitale economico di un'impresa significa individuare il valore dell'impresa in funzionamento vista nell'ottica di un generico investitore (*valore target*)**



**Astrattezza:** non tiene conto di

- natura delle parti
- interessi specifici
- forza contrattuale

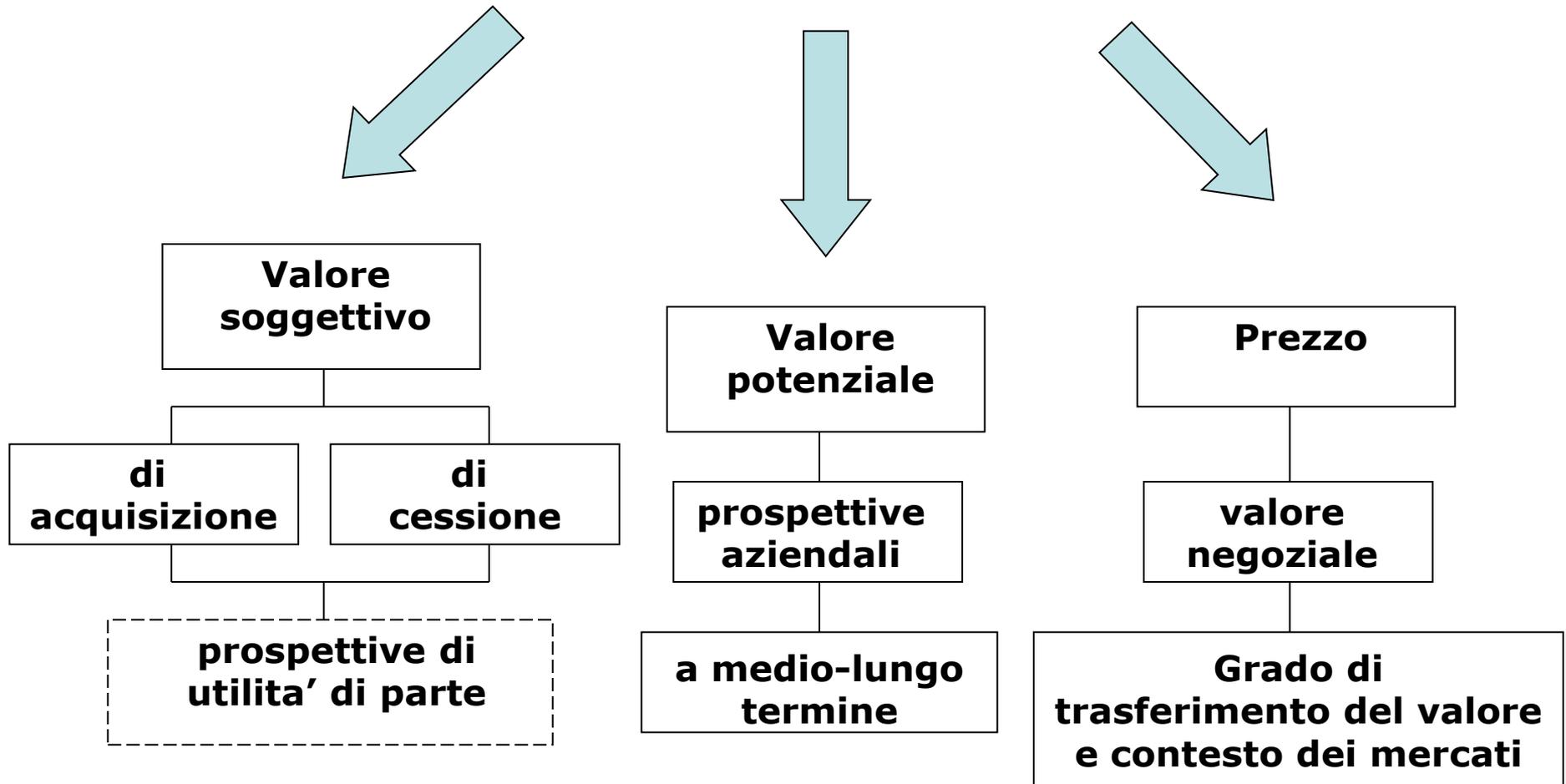


**Genericità:**

- valevole per tutti
- in condizioni di normalità

# Valore generale d'azienda

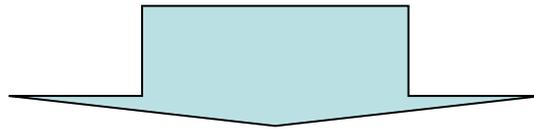
Si perviene al valore generale integrando il valore target con altre dimensioni del valore:



# La base della valutazione: situazione contabile di partenza

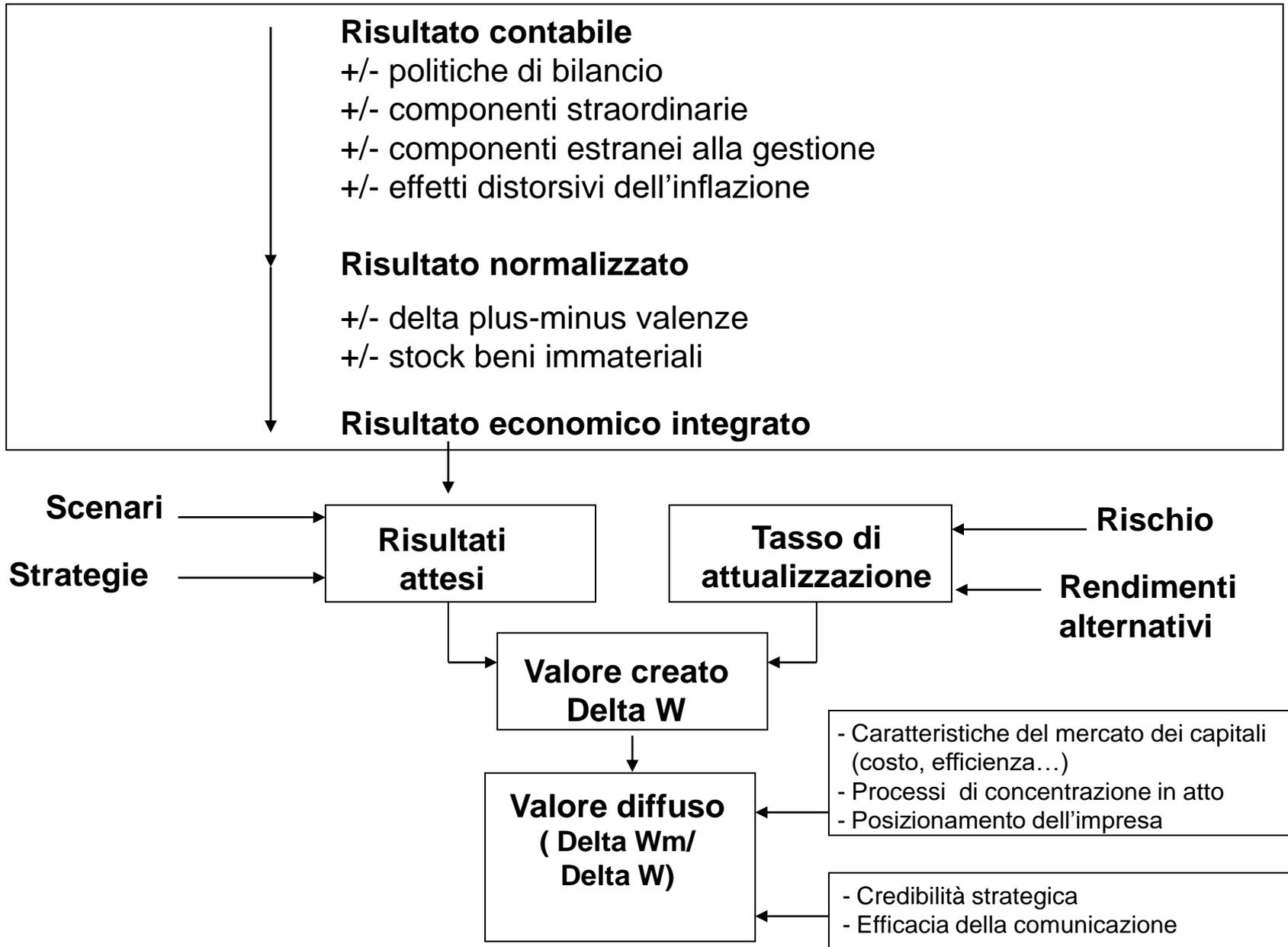
---

- E' pesantemente condizionata da regole giuridico-formali
- Ha anche la funzione di comporre contrapposti o non coincidenti interessi di varie categorie di stakeholders
- Per prudenza e per difficoltà di calcolo trascura sostanzialmente la dinamica dei beni immateriali
- E' inevitabilmente orientata al passato
- Non sconta le modificazioni nei rischi che gravano sull'impresa e sui suoi flussi reddituali

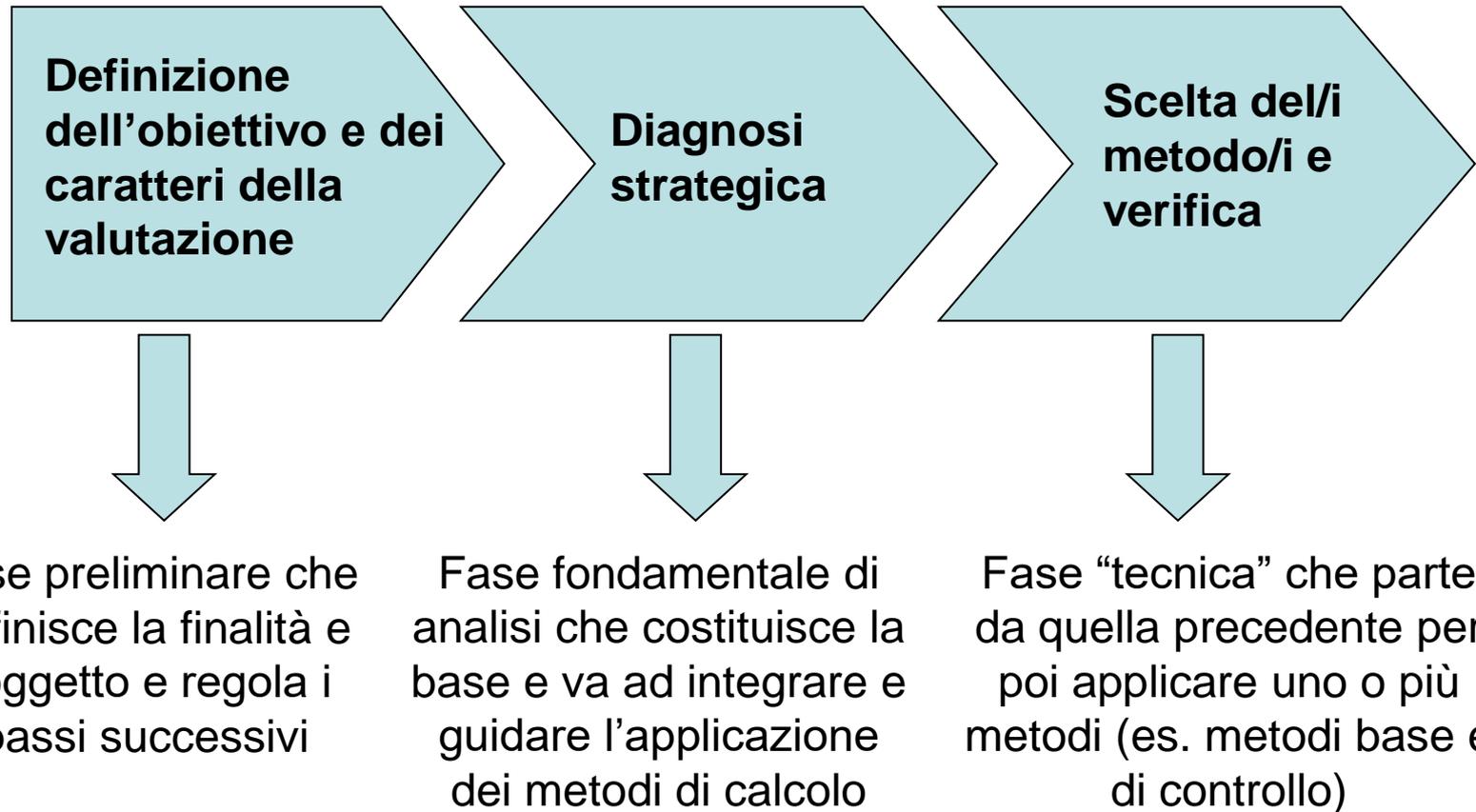


**Resta comunque la base di qualsiasi misura di performance  
economico-finanziaria**

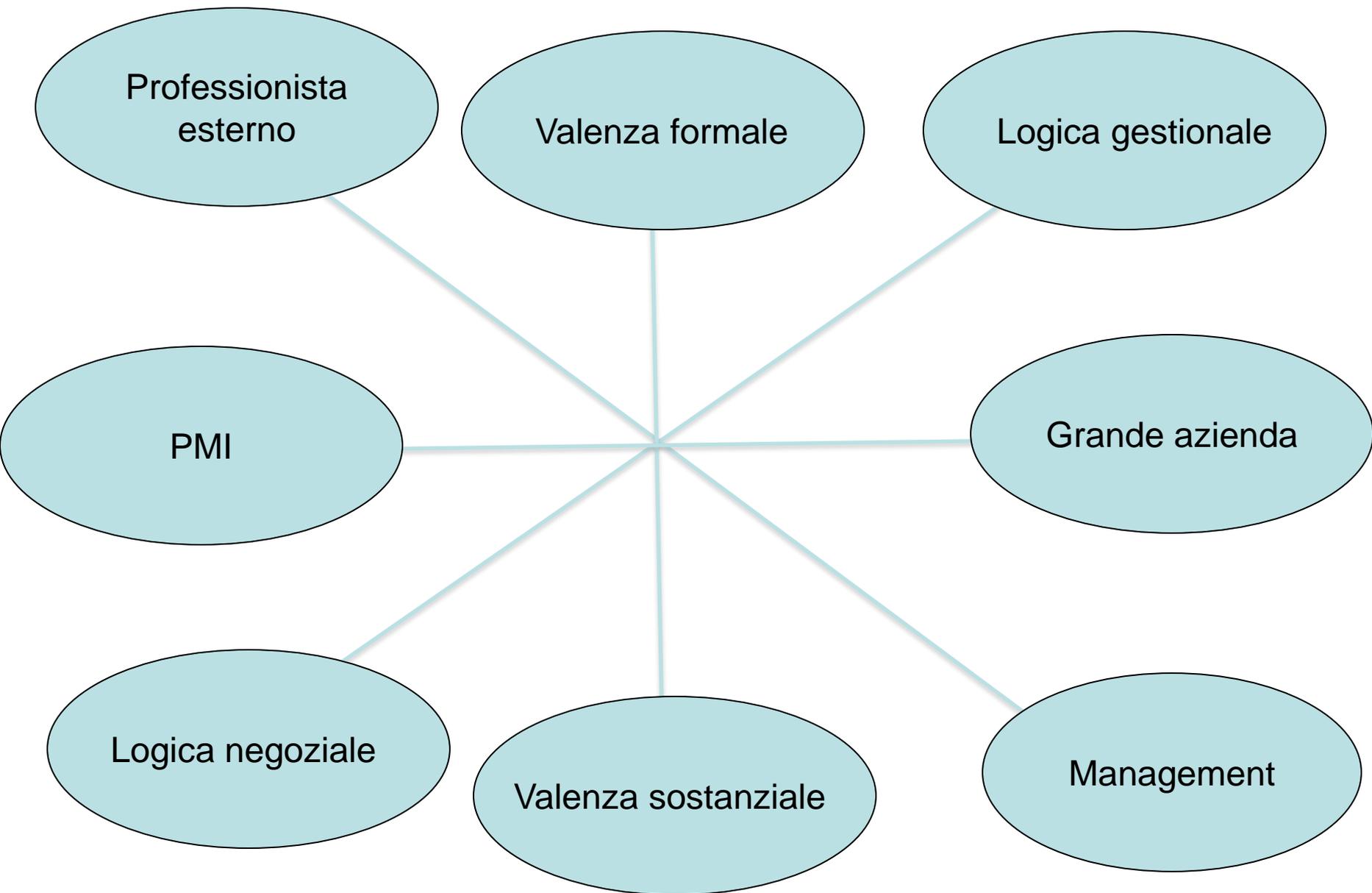
# Dal risultato contabile, al risultato economico, al valore creato e diffuso



# Le fasi del processo di valutazione



# I diversi contesti nelle valutazioni d'azienda

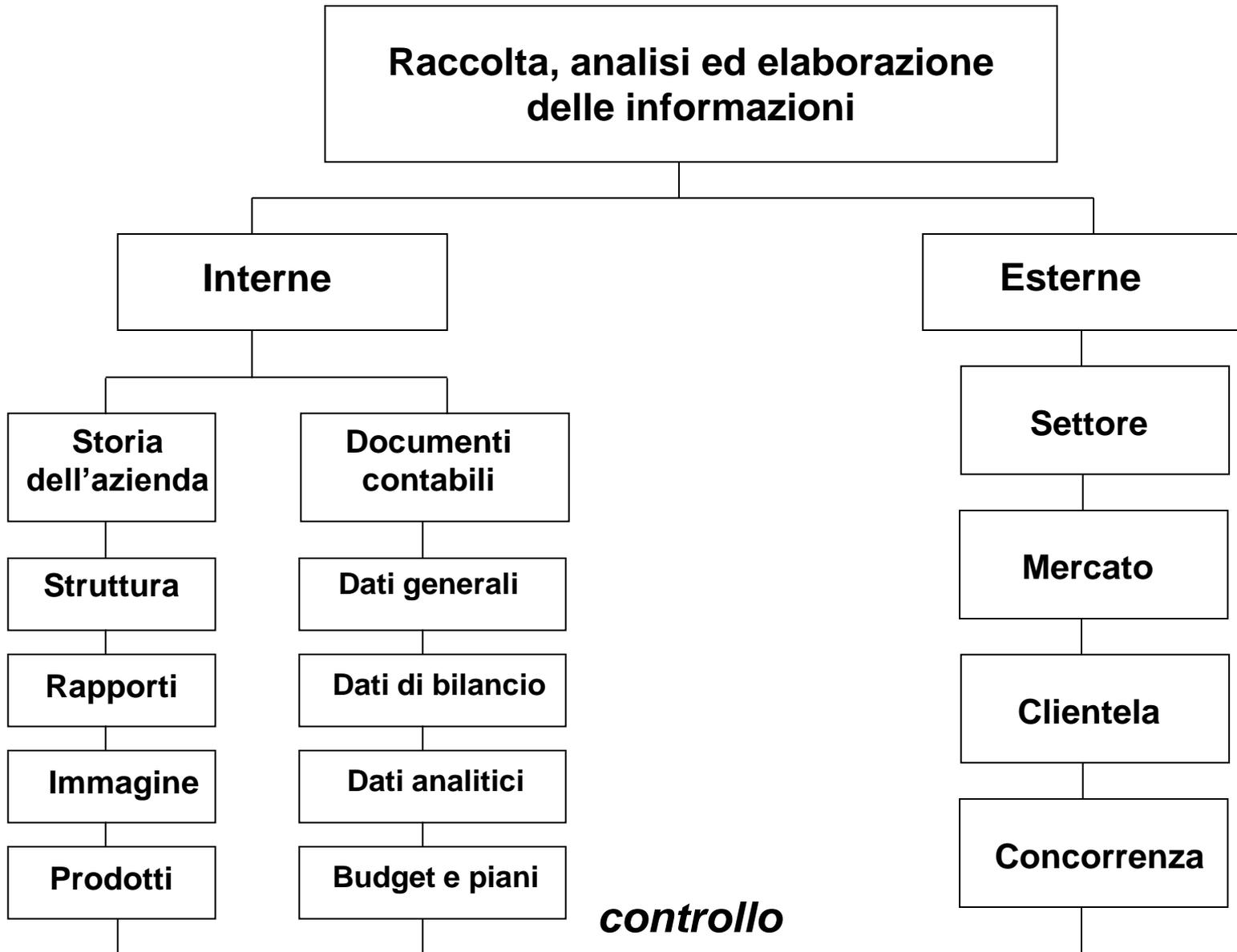


# Tipo di operazioni

---

- a) *Investment banking***
  - *Equity research* in caso di *Initial Public Offering (IPO)*
  - *Equity report* su società quotate
  - *Fairness opinion*
  
- b) *Merchant bank, società di consulenza e di revisione***
  - *M&A transactions*
  - *Fairness opinion*
  
- c) *Private equity e venture capital investor***
  - Acquisizioni e cessioni di business e di partecipazioni di maggioranza e di minoranza
  - Valutazione di *start-up*
  
- d) “Investitori strategici”**
  - Acquisizioni e cessioni di business e di partecipazioni di maggioranza e di minoranza
  - Piani di *stock option*
  - *Financial reporting* (test di *impairment*, ecc.)
  
- e) Commercialisti e periti**
  - Valutazioni per operazioni straordinarie
  - *Fairness opinion*
  - Perizie ai fini fiscali
  - Consulenze tecniche per il giudice e in arbitrati
  - Valutazione di danni e di perdita di *chance*

# Seconda fase



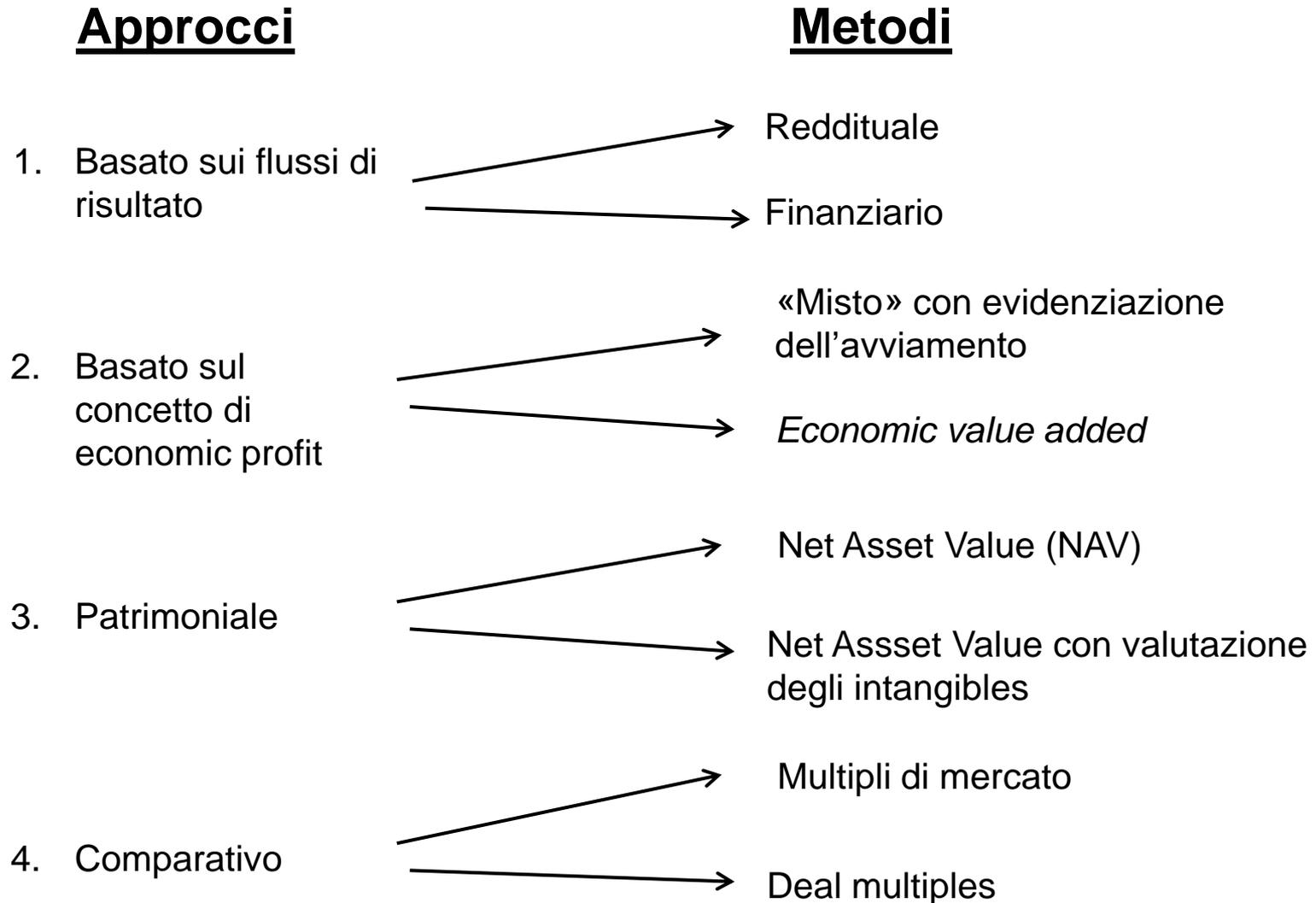
# Terza fase: scelta del metodo

---

Individuazione del/i metodo/i che esprimono meglio il valore attuale e prospettico dell'impresa alla luce di:

- Capacità reddituali e finanziarie
- Dotazione patrimoniale
- Caratteristiche del settore di appartenenza
- Attese degli stakeholder/acquirenti attuali e potenziali
- Tipo di operazione e relativi obiettivi
- Disponibilità dei dati a disposizione
- Semplicità/accuratezza dell'analisi

# Quadro delle metodologie



# Terza fase: requisiti di scelta del metodo

---



**Razionalità:** deriva da un processo logico, chiaro e convincente e come tale largamente condivisibile (es. metodo finanziario)



**Dimostrabilità:** prende in considerazione grandezze supportate da dati controllabili (es. metodo patrimoniale)



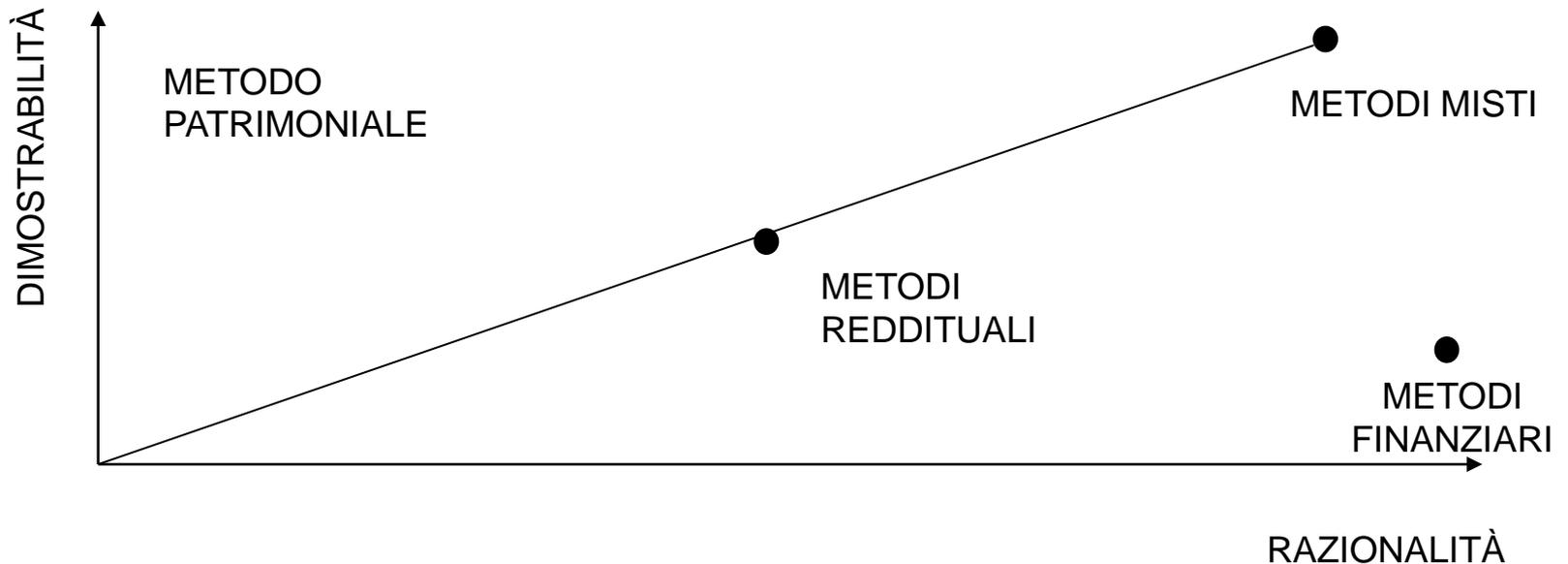
**Neutralità:** esclude scelte meramente soggettive influenzate da chi compie le stime



**Stabilità:** non deve subire continue variazioni di valore legate a fatti contingenti o a modifiche di prospettive dovute ad opinioni soggettive

# Panoramica sui metodi valutativi

## Posizionamento in base ai parametri della razionalità e dimostrabilità



# **METODI REDDITUALI**

# Oggetto del metodo reddituale

---

**Il valore dell'azienda deriva dai redditi che essa e' in grado di produrre stabilmente ed aventi i connotati di redditi "prelevabili" in un'ottica prospettica**



## **VANTAGGI**

- Affidabilità in quanto legato a dati concreti e certi relativi alla gestione
- Valuta l'azienda come un'entità unitaria
- Valorizza la dinamica economica dell'azienda raccordando la gestione passata e futura
- Può essere utilizzato per valutare un'impresa multi-business

## **SVANTAGGI**

- Può risentire di politiche di bilancio
- Può non esprimere compiutamente il valore degli asset
- Presenta un margine più o meno ampio di errore dovuto all'approssimazione del tasso e alla stima dei redditi futuri

# Processo di valutazione

---

## Dimensioni di analisi:

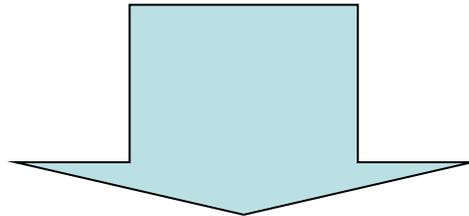
1. **Passaggio da reddito “contabile” a reddito “prospettico”**
2. **Reddito di riferimento e valore attuale dei flussi attesi**
3. **Tasso applicato**
4. **Orizzonte temporale di riferimento**

# 1. Da reddito contabile a prospettico

---

E' necessario applicare al reddito contabile tre tipi di interventi:

- un processo di **normalizzazione**
- un processo di **integrazione**
- un processo di **allineamento/adeguamento**

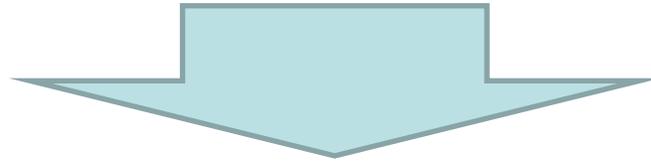


Ottenere un reddito medio normale che si può stabilmente produrre  
in un'ottica prospettica

# Processo di normalizzazione

---

**Applicazione di un criterio di effettiva competenza,  
inerenza e ricorrenza di ricavi e costi**



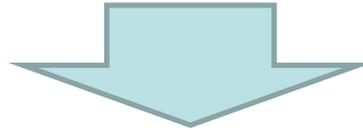
- ➡ **Redistribuzione nel tempo dei proventi e costi straordinari** attraverso una loro normalizzazione o **eliminazione**
- ➡ **Eliminazione di proventi e costi estranei alla gestione** (attività non inerenti la gestione caratteristica: es. eccessiva o insufficiente remunerazione degli amministratori-proprietari, beni ad uso promiscuo)
- ➡ **Eliminazione degli effetti distorsivi delle politiche di bilancio** (ammortamenti, valutazioni di magazzino, accantonamenti a fondi rischi)

# Processo di integrazione

---

Emergenza delle plusvalenze e le minusvalenze per arrivare al

## ***Reddito Economico Integrato***



I valori devono:

- essere attendibilmente misurabili
- effettivamente realizzabili o sopportabili
- non devono generare duplicazioni

**Bisogna valutare attentamente i beni immateriali:**

- Elevati investimenti iniziali
- Maggiore difficoltà a quantificare i benefici futuri spesso spostati avanti nel tempo (pubblicità, reti di vendita...)

## 2. Reddito di riferimento e valore attuale dei flussi attesi

### Due scelte:

- considerare una serie di redditi attesi (analisi puntuale)
- considerare la media di tali redditi per tutto il periodo di analisi o per la parte più significativa dello stesso (reddito medio normale stabilmente producibile)



### Differenti approcci nelle ipotesi di sviluppo :

- Risultati storici
- Proiezione dei risultati storici
- Risultati programmati
- Innovazione



$$R \times \frac{(1+g)}{i-g}$$

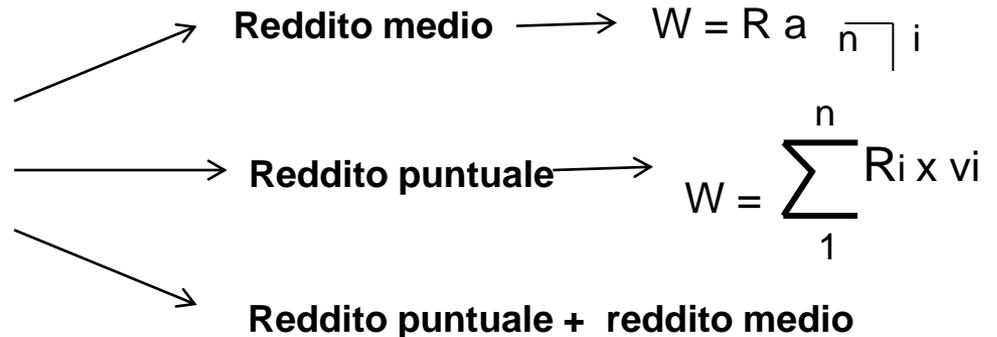
## 2. Reddito di riferimento e valore attuale dei flussi attesi

### Tre possibili opzioni:

Redditi di durata infinita

$$W = \frac{R}{i} \quad \text{Valore attuale di una rendita perpetua}$$

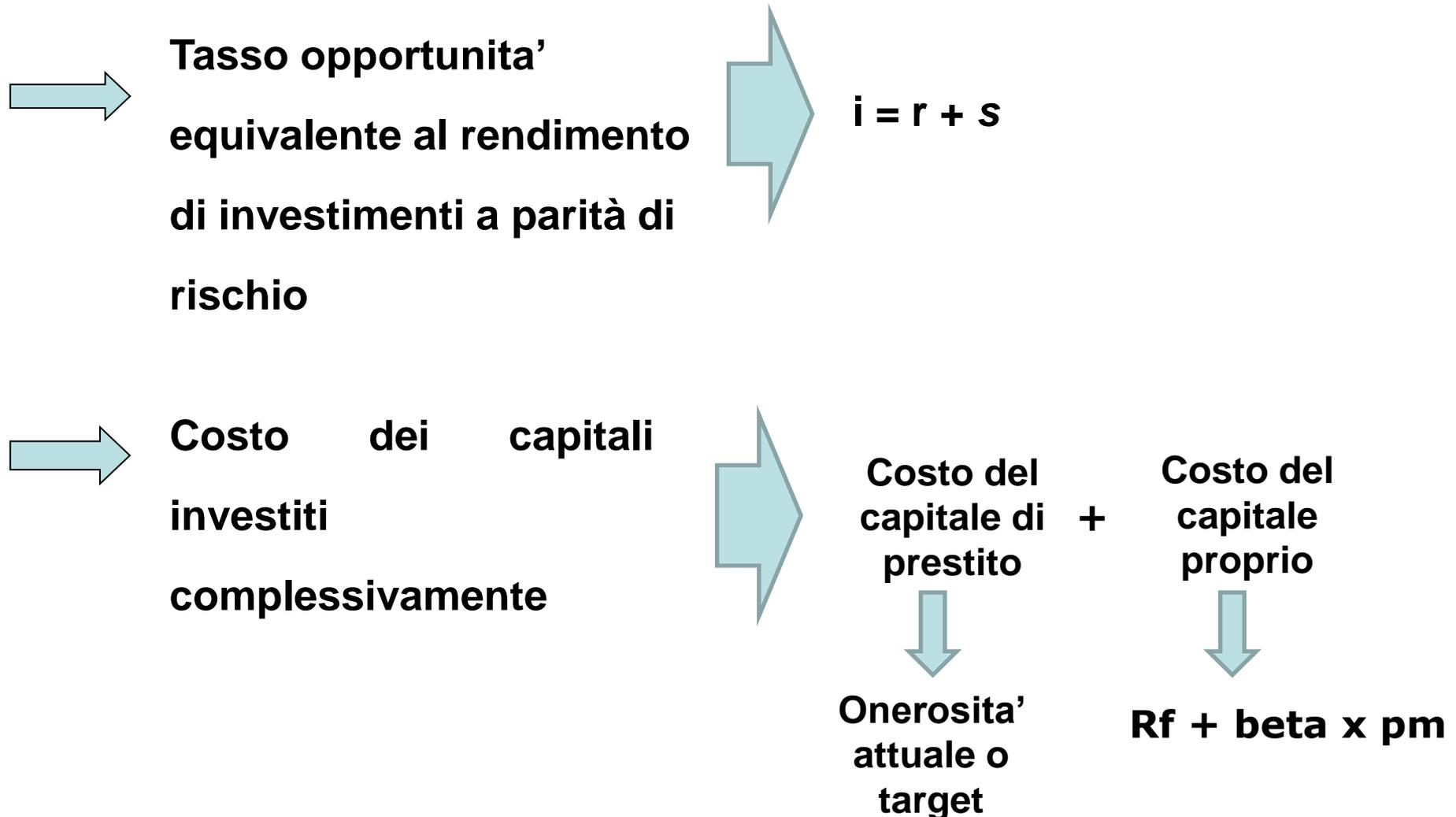
Redditi per periodi definiti



Redditi per periodi definiti  
+  
Valore finale

$$W = \sum_{1}^n R_i \times v_i + V_f \times v_n$$

# Fase 3: Il tasso applicato

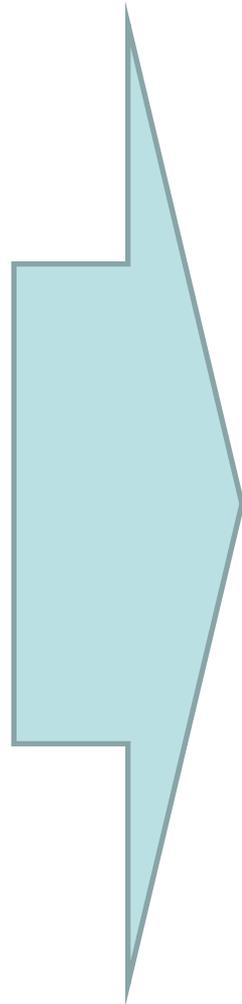


# Fase 4: Orizzonte temporale di riferimento

---

**Orizzonti abbastanza lunghi che vanno dai 3 ai 5 anni a seconda dei settori**

**In ogni caso e' necessario applicare una serie di convenzioni sulla stabilità del reddito di riferimento e sulle proiezioni analitiche e sintetiche assunte**



- **ciclo di vita dell'azienda**
- **controllabilità dei costi da parte dell'imprenditore e dei manager**
- **prudenza con cui e' stimato il reddito medio prospettico**
- **grado di rischio e di aleatorietà dell'attività**
- **ambiente nel quale l'azienda opera (flessibilità, dinamismo, ecc.)**

# **METODI FINANZIARI**

# Oggetto del metodo

---

**Il valore dell'azienda e' la risultante dei flussi di cassa che essa genererà in futuro secondo un'ottica da investitore finanziario**



## **VANTAGGI**

- Più' razionale in quanto rispetta i principi generali delle valutazioni finanziarie ed e' facilmente applicabile
- "Parla" in maniera efficace alle aspettative di ritorno degli investitori

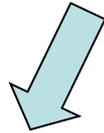
## **SVANTAGGI**

- Il processo di valutazione si basa su alcune variabili di difficile quantificazione
- Il suo approccio valutativo lascia molta discrezionalità all'analista

# Caratteristiche del metodo

---

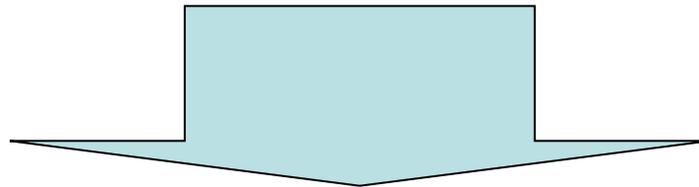
Si basa sul passaggio dalla competenza economica del metodo reddituale alla “competenza finanziaria”



Si riducono gli effetti delle politiche di bilancio



Ci si basa su flussi piu' instabili ed aleatori



I flussi devono avere la natura di **dividendi prelevabili** che assicurino l'equilibrio economico e finanziario e la continuità della gestione nel tempo

# La “formula”

$$W = \sum_{t=1}^n \frac{C_{ft}}{(1+i)^t} + \frac{V_f}{(1+i)^n}$$

In cui:

$C_{ft}$  = flussi di cassa di periodo

$n$  = durata dell'attività'

$i$  = tasso di attualizzazione

$V_f$  = valore finale all'anno  $n$

$T$  = intervallo considerato

Se si considera un tasso di crescita  $g$ :

$$C_f \times \frac{(1+g)}{(i-g)}$$

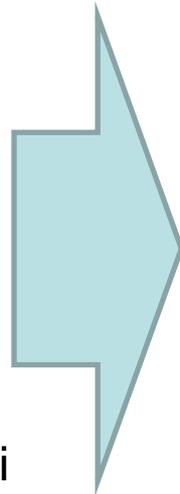
# Dimensione dei flussi di cassa attesi

**Valutazioni prospettiche  
relative alla gestione**

**caratteristica:**



- investimenti
- capitale circolante
- imposte
- accantonamenti
- indebitamento
- altre operazioni che non generano movimentazioni monetarie



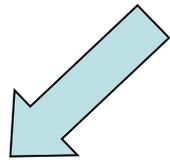
- Capacità di autofinanziamento aziendale
- Necessità di incremento di capitale fisso
- Necessità di incremento di capitale circolante
- Livello massimo di indebitamento possibile
- Prospettive di mercato



**Ciclo di vita dell'azienda**

# Impostazione della valutazione

**Il valutatore deve cogliere la capacità di generare flussi di cassa dell'impresa integrando due dimensioni di analisi:**

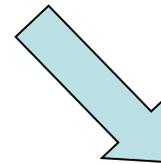


## **Performance storiche e del piano**

1^ FASE: DI BREVE MEDIO PERIODO



Stime puntuali e dettagliate dei ricavi e dei costi operativi e del capitale investito netto con il supporto dell'analisi storica dei risultati aziendali e dell'evoluzione attesa anche attraverso l'utilizzo di budget e piani



## **Potenzialità competitive**

2^ FASE: DI LUNGO PERIODO



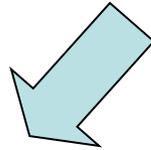
Evoluzione attesa delle variabili determinanti i flussi di cassa futuri: EBIT, EBITDA, imposte ammortamenti e accantonamenti, stime patrimoniali concentrate sull'evoluzione del circolante netto e dei Capex

# Scelta del metodo di determinazione dei flussi

---

Si possono applicare due metodi per la valutazione dei flussi

di cassa:



**Metodo dei flussi monetari**

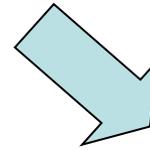
**complessivi disponibili (Unlevered**

**cash flow o debt free cash flow):** si

considera l'**intero attivo** aziendale

valutando i flussi di cassa dell'azienda

non indebitata (metodo indiretto)



**Metodo dei flussi monetari disponibili**

**per gli azionisti (Levered cash flow):**

si considera **solo il patrimonio netto**

valutando i flussi di cassa dell'azienda

con rimborso di capitale

(metodo diretto)

# Metodo dei flussi di cassa complessivi (Unlevered)

## Tasso applicato e valutazione del debito

Costo medio ponderato del capitale:

$$Cmpc = \frac{E}{E + D} i_e + \frac{D}{E + D} i_d$$

in cui:

**E** = importo del capitale netto

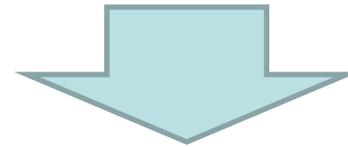
contabile

**D** = importo lordo dei debiti onerosi

**$i_e$**  = costo del capitale proprio

**$i_d$**  = costo del capitale di terzi

Al valore ottenuto dai flussi di cassa lordi va tolto lo stock del debito previsto per gli anni a venire



$$\sum_{t=1}^n \frac{C_{ft}}{(1+i)^t} - \text{Debito target}$$

# **Metodo dei flussi di cassa disponibili per l'azionista (levered)**

---

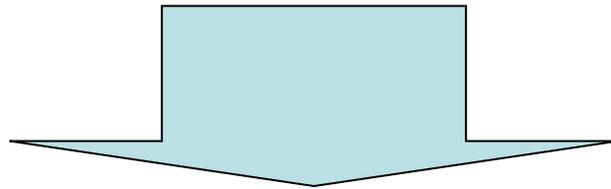
## **Tasso applicato**

- **Il tasso da considerare e' quello remunerativo del capitale proprio comprensivo del rischio**
- **Si utilizza di solito il metodo che tiene conto del premio al rischio visto nel metodo applicato anche nella valutazione reddituale**

# Orizzonte temporale di riferimento

---

- Si fa riferimento ad un periodo di 3-5 anni che puo' pero' raggiungere i 10 anni
- È importante verificare un intervallo temporale che consenta all'azienda di raggiungere una situazione stazionaria di operativita'



**I flussi di cassa a breve termine possono fornire una visione non fedele della capacità di generare liquidità per la difficoltà di distinguere componenti transitorie e componenti permanenti**

## Determinazione del valore finale

---

- **Il valore finale esprime il valore residuo dell'impresa alla fine del periodo preso come riferimento nella valutazione dei flussi di cassa**
- **Esso va ad integrare la misura determinata con i flussi di cassa che presenta due limiti: la durata limitata del periodo preso come riferimento, le assunzioni formulate per determinarlo**
- **Si tratta di una misura sintetica con limitata verificabilità: tanto più elevato è il peso del valore finale sull'investimento netto e tanto minore è il grado di affidabilità della valutazione (es. casi di turnaround, casi di elevati investimenti iniziali)**
- **Nello stesso tempo cresce la rischiosità dell'investimento complessivo: a flussi negativi prossimi, più certi, si contrappongono flussi positivi molto lontani nel tempo**

# Determinazione del valore finale (cont.)

---

## Valore di riferimento

- Può essere assunto un valore di liquidazione, un valore di funzionamento o un valore di mercato
- Si può considerare una stima reddituale quale la rendita perpetua alla fine del periodo di misurazione diretta o il reddito medio degli ultimi anni
- Si può considerare una stima finanziaria che corre il rischio però di duplicare la componente di stima analitica



**Modello di Gordon**



**Modello del flusso  
atteso in perpetuo**

# Determinazione del valore finale (cont.)

## Considerazione del tasso di crescita

Il modello di Gordon (“ipotesi aggressiva”) conduce a valori più elevati del capitale economico; esso si fonda infatti sull’assunto della crescita in perpetuo del flusso finanziario dell’ultimo anno di previsione analitica sulla base del tasso di crescita  $g$ :

**Flusso di cassa disponibile per gli azionisti**

*Approccio levered*

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

**Flusso monetario complessivo**

*Approccio unlevered*

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

# Determinazione del valore finale (cont.)

## Considerazione del tasso di crescita

Il metodo della **costanza del flusso atteso** capitalizza in perpetuo un flusso medio normale atteso (c.d. flusso a regime)

Si tratta di un'ipotesi "meno aggressiva" rispetto al modello di Gordon, essendo la crescita del flusso atteso certamente contenuta, se non addirittura nulla.

Flusso di cassa disponibile per gli azionisti

*Approccio levered*

$$TV = \frac{\frac{FCFE^*}{i}}{(1+i)^n}$$

Flusso monetario complessivo

*Approccio unlevered*

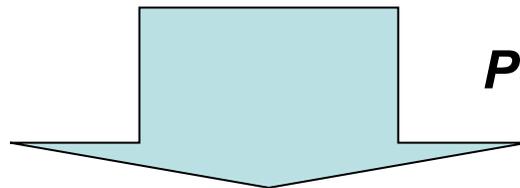
$$TV = \frac{\frac{FCFF^*}{WACC}}{(1+WACC)^n}$$

# Considerazioni sui flussi e sul valore finale

---

**Il metodo finanziario genera valutazioni più aggressive e meno verificabili del modello reddituale in quanto induce a:**

- **Estendere arbitrariamente le previsioni di piano pesando troppo gli investimenti iniziali**
- **Sovrastimare i tassi di crescita dei free cash flow impliciti nella stima del terminal value**
- **Sottostimare gli investimenti necessari a sostenere la crescita del cash flow proiettata indefinitamente nel tempo**



***Possibili “correttivi”***

- **Maggiorazioni al costo del capitale**
- **Uso dei flussi reddituali nella stima del valore finale**
- **Adozioni di un flusso di cassa a più stadi con stima sintetica dei tassi di crescita dei flussi di cassa riducendo il peso del valore finale**

# **METODI PATRIMONIALI**

# Oggetto del metodo

- L'azienda è valutata in base al patrimonio ottenuto quale differenza tra gli elementi dell'Attivo e del Passivo valutati analiticamente e singolarmente  
**(PATRIMONIO NETTO RETTIFICATO)**
- Il valore di ciascuna posta si ottiene attraverso la riespressione del suo ammontare in funzione del valore corrente di mercato e nell'ottica di ricostituzione complessiva del patrimonio d'impresa



## SVANTAGGI



## VANTAGGI

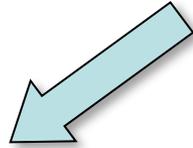
- Non considera i risultati attesi (flussi finanziari e reddituali)
- Non valuta i rischi connessi al tipo di azienda
- Non consente il confronto tra differenti alternative di investimento
- Rischia di trascurare il carattere "sistemico" dell'azienda
- Trova larga applicazione per la sua obiettività, concretezza e semplicità concettuale
- Utilizzato in alcuni settori per dare peso agli intangibles
- Fornisce maggiori informazioni rispetto a metodi più sintetici
- Costituisce un passo obbligatorio nell'iter di valutazione

**METODI MISTI**  
**Patrimoniali-reddituali**

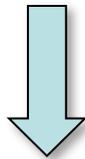
# Metodologie di calcolo

---

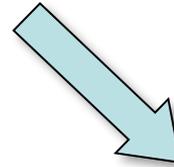
## Due metodi principali:



### **Metodo del valore medio**



Valuta l'azienda considerando  
la media aritmetica o  
ponderata dell'elemento  
patrimoniale e di quello  
reddituale



### **Metodo della stima autonoma dell'avviamento**

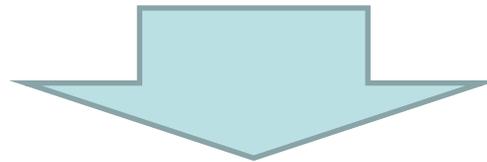


Valuta l'azienda come somma  
del patrimonio netto rettificato  
e del sovrareddito

# Metodo della stima autonoma dell'avviamento

---

Il valore dell'azienda e' determinato dalla sommatoria del valore del patrimonio rettificato e del valore dell'avviamento che crea, rispetto al reddito "normale", un surplus di reddito



- Si apprezza separatamente due entita' diverse aventi differenti gradi di rischio
- Si ottiene l'avviamento come differenza tra il valore attribuito al complesso aziendale e il valore dei singoli elementi del patrimonio

# Metodo della stima autonoma dell'avviamento (cont.)

L'avviamento rappresenta l'insieme delle condizioni immateriali che garantiscono all'azienda un rendimento superiore a quello del settore, cioè quello normale

## CAPITALIZZAZIONE DEL PROFITTO MEDIO

$$WM = K + \underbrace{a_n | i' (R - i'' K)}_{\text{AVVIAMENTO}}$$

in cui:

$k$  è il capitale netto rettificato

$r$  è il reddito medio normale atteso per il futuro

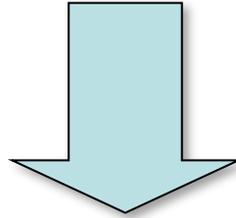
$n$  è un numero definito e limitato nel tempo

$i''$  è il tasso di interesse "normale" rispetto al tipo di investimento considerato

$i'$  è il tasso di attualizzazione del profitto o sovrareddito

# Metodo dei multipli

- individua il valore dell'azienda dall'osservazione delle relazioni che legano alcuni suoi parametri significativi ad alcune grandezze derivate dall'analisi di altre aziende
- Applica una stima attribuita dal mercato sulla base di valutazioni assegnate ad aziende confrontabili ed omogenee



Si tratta di una valutazione relativa e sintetica che si basa sui prezzi correnti assegnati dal mercato ad attività simili  
(indicazione di valore)

# Costruzione dei multipli

Si assume come riferimento un **campione di società** in cui siano noti **prezzi ( $p_i$ )** e una significativa misura di **performance  $x_i$**  che si giudica strettamente legata al suo valore.

Si prende in considerazione la **società “y”** da valutare per la quale è nota la grandezza della **variabile di riferimento “ $x_y$ ”**. si ipotizza pertanto:

$$\frac{P_i}{X_i} = \frac{P_Y}{X_Y}$$

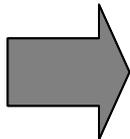
Da cui il valore ricercato di  $P_Y$  sarà:

$$P_Y = X_Y \times \frac{P_i}{X_i}$$

Dove  $\frac{P_i}{X_i}$  rappresenta il moltiplicatore

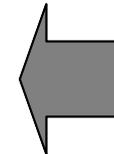
# I moltiplicatori Asset side e Equity side

- $EV/Ebit$
- $EV/Ebitda$
- $EV/UFCF$
- $EV/S$
- $EV/O$



Valore di mercato del capitale operativo <i>(enterprise value/ asset side)</i>	Indebitamento finanziario netto <i>(Debt)</i>
	Valore di mercato del patrimonio netto <i>(Equity value)</i>

- $P/E$
- $P/FCFE$
- $P/CE$
- $P/S$
- $P/O$
- $P/Customers$
- $P/BV$
- $P/AV$
- $P/NAV$



**Asset side:** il numeratore è costituito dall'investimento nell'attivo lordo: capitalizzazione di borsa + debito finanziario netto (debiti – liquidità)

**Equity side:** il numeratore è dato dal prezzo di borsa delle azioni o dalla capitalizzazione di borsa, cioè il valore corrente del capitale

# Problemi generali nella scelta dei multipli

---

- Si ricerca un'omogeneizzazione delle grandezze
  - allineamento contabile e di mercato
  - attendibilità delle stime
- La scelta della variabile determina l'attendibilità del risultato finale:
  - Le grandezze aziendali posizionate “molto in basso” nel conto economico hanno una maggiore probabilità di poter essere collegate al prezzo di mercato (es. P/E)
  - Le grandezze aziendali posizionate “molto in alto”, scevre dalle politiche contabili, sono di più difficile interpretazione (es. P/S)
- L'attendibilità dell'intero processo è legata al grado di trasparenza e dall'ampiezza dei mercati finanziari di riferimento

# Parametri per la selezione del campione

---

1. Settore di attività
2. Il modello di *business*
3. Struttura dell'impresa e rischio operativo
4. Struttura finanziaria e rischio finanziario
5. Dimensione
6. Localizzazione geografica e mercati di riferimento
7. Risorse, tangibili e intangibili, dell'impresa
8. Modello di *governance*
9. Liquidità dei titoli che rappresentano il capitale
10. Fase del ciclo di vita dell'impresa

# Fasi del processo

---

- Individuazione del campione di società comparabili
- Scelta del/i multiplo/i
- Pulizia e selezione del campione (eliminazione degli estremi, delle imprese in perdita..)
- Rettifiche: dimensione, principi contabili, liquidità, oneri e proventi straordinari, ipotesi di esercizio di opzioni o conversione di obbligazioni
- Calcolo della media (semplice o ponderata), della mediana e/o delle correlazioni
- Misura del valore dell'impresa: prodotto fra il *value driver* dell'impresa da valutare e il multiplo del medesimo *value driver* del campione scelto

# Un esempio applicativo della metodologia dei moltiplicatori di borsa

---

Valutazione di Alfa, nota impresa con forte marchio impegnata nella produzione e commercializzazione di abbigliamento e accessori di lusso.

## Dati:

Fatturato 201X: 311 mil.€

Ebitda 201X: 43 mil.€

Indebitamento netto: 91,6 mil.€

Ebitda (%): 13,8%

# Società prescelte per la comparazione

Azienda	Capitalizzazione di Borsa	Indebitamento netto	Enterprise Value	Fatturato (Sales)	Ebitda	Ebitda %	EV/Sales	EV/Ebitda
Bulgari	3,448.7	53.2	3,501.9	1,109.8	220.8	19.9%	3.2	15.9
Hermes	8,428.8	-536.1	7,892.7	1,613.5	483.8	30.0%	4.9	16.3
Hugo Boss AG	3,122.5	116.6	3,239.1	1,641.6	267.0	16.3%	2.0	12.1
Louis Vuitton	39,320.6	5,104.0	44,424.6	16,445.4	4,027.1	24.5%	2.7	11.0
Mariella Burani	777.5	368.2	1,145.7	690.4	103.2	15.0%	1.7	11.1
Marzotto	293.7	84.0	377.6	313.4	33.0	10.5%	1.2	11.4
Polo Ralph Lauren	10,283.2	-165.1	10,118.1	4,897.1	854.7	17.5%	2.1	11.8
Pod's	2,027.5	-88.7	1,938.8	643.2	162.0	25.2%	3.0	12.0

**(Dati di capitalizzazione di borsa ed economico-patrimoniali riferiti all'anno 201X)**

# Costruzione dei multipli EV/Ebitda e EV/Sales, con evidenziazione della marginalità operativa lorda percentuale sulle vendite (Ebitda %)

Azienda	EV/Ebitda 201X	EV/Sales 201X	Ebitda (%) 201X
Hermes	16,3	4,9	30,0%
Tod's	12	3	25,2%
LVMH	11	2,7	24,5%
Bulgari	15,9	3,2	19,9%
Polo Ralph Lauren	11,8	2,1	17,5%
Hugo Boss AG	12,1	2	16,3%
Mariella Burani	11,1	1,7	15,0%
Marzotto	11,4	1,2	10,5%
<b>MEDIA</b>	<b>12,7</b>	<b>2,6</b>	<b>19,9%</b>
Valore minimo	11,0	1,2	10,5%
Valore massimo	16,3	4,9	30,0%

11,53                      11,63

# Una prima valutazione sulla base dei moltiplicatori medi



**EV/Ebitda**

**Valore economico** = (Multiplo x Ebitda) – Indebitamento netto = (12,7 x 43 mil.\€) - 91,6 mil.\€ = **454,5 mil.\€**



**EV/Sales**

**Valore economico** = (Multiplo x Sales) – Indebitamento netto = (2,6 x 311 mil.\€) - 91,6 mil.\€ = **717 mil.\€**

# Un primo affinamento: la selezione delle aziende con performance simili

Valutazione di Alfa (*Ebitda* % pari al 13,8%) sulla base dei moltiplicatori medi di Marzotto, Mariella Burani e Hugo Boss (società con profittabilità operativa allineata a quella di Alfa)



EV/Ebitda

**Valore economico** = (Multiplo x Ebitda) – Indebitamento netto = (11,53 x 43 mil.€) - 91,6 mil.€ = **404 mil.€**



EV/Sales

**Valore economico** = (Multiplo x Sales) – Indebitamento netto = (1,63 x 311 mil.€) - 91,6 mil.€ = **416 mil.€**

# I due approcci

---

## 1. Approccio delle società comparabili

Si stima il prezzo più probabile per un'azienda non quotata prendendo come riferimento un campione di società quotate operanti nello stesso settore giudicate omogenee

## 2. Approccio delle transazioni comparabili

- fa direttamente riferimento al prezzo pagato nella vendita di società simili a quella da valutare tramite la raccolta di informazioni su prezzi effettivamente negoziati per un certo numero di aziende comparabili
- sviluppa relazioni matematiche per rendere comparabili le aziende negoziate con quella da stimare

# I multipli legati al business

---

## *Alcuni esempi:\**

---

### **Utilities**

Distribuzione gas:

- valore per utente

Generazione energia elettrica:

- Valore megawatt installato
- 

### **Editoria** (quotidiani)

- Valore per copia venduta
- 

### **Internet** (portali)

- Valore per numero di accessi giornalieri
- 

### **Esercizi pubblici**

- Valore per fatturato/m<sup>2</sup>
- 

### **Gestione spazi aeroportuali**

- Valore per passeggero
- 

### **Carta e cemento**

- Valore per tonnellata installata
-

# Alcuni elementi di criticità nell'utilizzo dei multipli

---

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

# Applicazione del metodo dei multipli

---

- Nato come metodo di controllo oggi è molto diffuso in occasione di transazioni che riguardano medie e grandi società
- Da metodo di controllo diventa talvolta metodo principale soprattutto per realtà quotate multinazionali
- Va sicuramente validato con altri metodi perché esprime in ogni caso una dinamica che non si estende troppo a lungo nel tempo
- Facilita il dialogo anche tra operatori di paesi differenti

# Considerazioni conclusive

---

## VANTAGGI

- Metodi relativi: “contestualizzano” l’azienda oggetto di valutazione rispetto al mercato borsistico
- Maggiore semplicità e velocità di utilizzo rispetto ad un metodo più strutturato:
  - Richiedono pochi dati dell’azienda oggetto di valutazione
  - Non necessitano lo sviluppo di proiezioni economico-finanziarie dettagliate

# Considerazioni conclusive

---

## SVANTAGGI

- Risentono delle condizioni di mercato e non apprezzano le specificità della società
- Richiedono maggiore sensibilità rispetto ad altri metodi
- Sono “approssimativi”: non colgono tutte le specificità ma solo le caratteristiche messe in luce dai multipli scelti
- Non utilizzabili in caso di assenza di realtà comparabili
- Non tengono in considerazione differenze di liquidità dei titoli e la significatività dei prezzi
- Non tengono in considerazione differenze di *corporate governance*
- Non tengono conto della “qualifica” della quota di capitale posseduta
- Risentono di regimi contabili e fiscali differenti da paese a paese