

La valutazione delle aziende

3a parte

I metodi empirici

Transazioni comparabili

Società comparabili

I metodi empirici: generalità e ambiti di utilizzo

- I metodi empirici vengono solitamente utilizzati con finalità di controllo della valutazione effettuata con il metodo patrimoniale, reddituale, misto o finanziario (metodi principali)
- Alcuni autori suggeriscono di usarli come metodi principali per la stima di società non quotate di piccole e medie dimensioni (PMI)
- In ogni caso, anche se di dubbia razionalità, i metodi empirici sono molto noti presso gli operatori

VANTAGGI PRINCIPALI DEI METODI EMPIRICI :

- 1) Sono estremamente semplici da applicare
- 2) E' possibile utilizzarli con una certa frequenza (anche nel breve periodo)
- 3) I dati contabili ed economici che utilizzano sono spesso più attendibili (ed oggettivi) delle informazioni che sarebbero necessarie per l'applicazione di metodologie di valutazione più complesse
- 4) Esprimono valori "rappresentativi" in quanto derivanti direttamente dalle negoziazioni di azioni/partecipazioni/società

I metodi empirici: il riferimento alle transazioni comparabili

L'approccio delle **transazioni comparabili** stima il prezzo ragionevolmente ottenibile per una **società non quotata** prendendo come riferimento acquisizioni effettivamente avvenute aventi per oggetto società simili

Tecnica di calcolo:

- a) Si assume, per una diversa società/partecipazione oggetto di acquisizione il cui prezzo è noto (P_1), una variabile (X_1) strettamente legata al suo valore
- b) Si costruisce il moltiplicatore P_1 / X_1
- c) Per la società omogenea da valutare si suppone valida la medesima relazione

$$P_1/X_1 = P_2/X_2$$

- d) Il valore ricercato diventa allora $P_2 = P_1(X_2/X_1)$

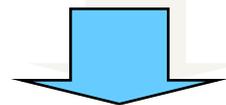
Ad esempio: $P/E = \text{Prezzo} / \text{Utili contabili}$

$P/BV = \text{Prezzo} / \text{Valore di bilancio del patrimonio netto}$

Rispetto all'Enterprise Value → EV/SALES EV/EBITDA EV/EBIT

I metodi empirici: il riferimento alle società comparabili

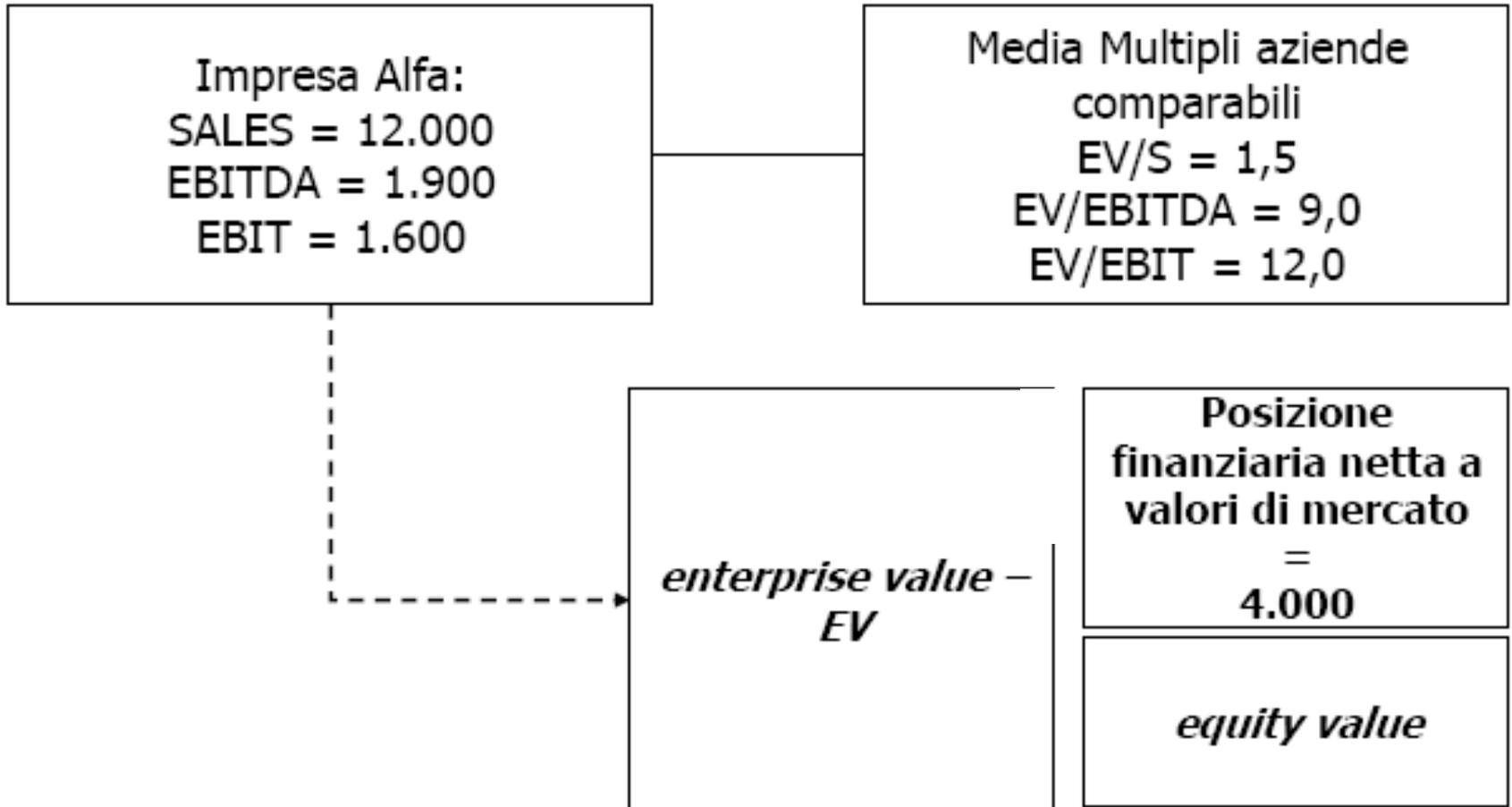
- L'approccio delle **società comparabili** si distingue da quello delle transazioni comparabili esclusivamente per il fatto che assume come *benchmark* **società quotate**
- Ai fini della scelta delle società comparabili, occorre tenere conto in modo particolare dei seguenti aspetti:
 - l'appartenenza allo stesso settore;
 - la dimensione;
 - i rischi finanziari
 - il trend storico e prospettico della redditività e delle quote di mercato
 - la diversificazione geografica
 - la reputazione e la riconoscibilità del marchio
 - il grado di integrazione verticale
 - l'abilità del management
 - la capacità di pagare dividendi



Giudizio finale di comparabilità/non comparabilità

VALUTAZIONE DELLA SOCIETA' ALFA

STIMA DELL'ENTERPRISE VALUE



EV/SALES

$$\begin{aligned} \text{EV (Alfa)} &= \text{Sales (Alfa)} * \text{media (EV/Sales)} \\ &= 12.000 * 1,5 \\ &= 18.000 \end{aligned}$$

$$\text{Valore economico del netto} = \text{EV} - \text{PFN} = 18.000 - 4.000 = 14.000$$

EV/EBITDA

$$\begin{aligned} \text{EV (Alfa)} &= \text{EBITDA (Alfa)} * \text{media (EV/EBITDA)} \\ &= 1.900 * 9 \\ &= 17.100 \end{aligned}$$

$$\text{Valore economico del netto} = \text{EV} - \text{PFN} = 17.100 - 4.000 = 13.100$$

EV/EBIT

$$\begin{aligned} \text{EV (Alfa)} &= \text{EBIT (Alfa)} * \text{media (EV/EBIT)} \\ &= 1.600 * 12 \\ &= 19.200 \end{aligned}$$

$$\text{Valore economico del netto} = \text{EV} - \text{PFN} = 19.200 - 4.000 = 15.200$$

I metodi empirici: limiti e problematiche applicative

Tali metodi sono di dubbia razionalità scientifica

E' spesso difficile trovare società quotate che siano veramente omogenee rispetto alle società da valutare, specie quando queste ultime sono PMI

Le interpretazioni dei dati di mercato possono essere difficoltose

Le quotazioni borsistiche sono soggette a distorsioni legate a componenti emozionali o fenomeni particolari (ad es. annuncio di una scalata, diffusione di alcuni dati congiunturali,...)

➤ Per quanto riguarda l'approccio delle società comparabili, occorre tener conto che i prezzi di borsa esprimono valutazioni di capitali "di minoranza" e non "di controllo"

➤ Per quanto riguarda l'approccio delle transazioni comparabili bisogna sempre ricordare le differenze tra il concetto di **prezzo** e quello di **valore**

Multiple Valuation



La valutazione relativa ovvero Il metodo dei multipli

Importante:

Non tutti i multipli hanno un senso ...

coerenza fra numeratore e denominatore

•Se al numeratore c'è il valore dell'equity, anche il denominatore deve fare riferimento all'equity: P/E; P/BV

•Se al numeratore c'è il valore dell'impresa, anche il denominatore deve fare riferimento all'enterprise value

EV/EBITDA

EV/EBIT

EV/Ebit (1-t)

EV/sales

~~P/EBITDA~~

~~EV/E~~

~~EV/BV~~

→ Multipli specifici di settore

LA VALUE MAP

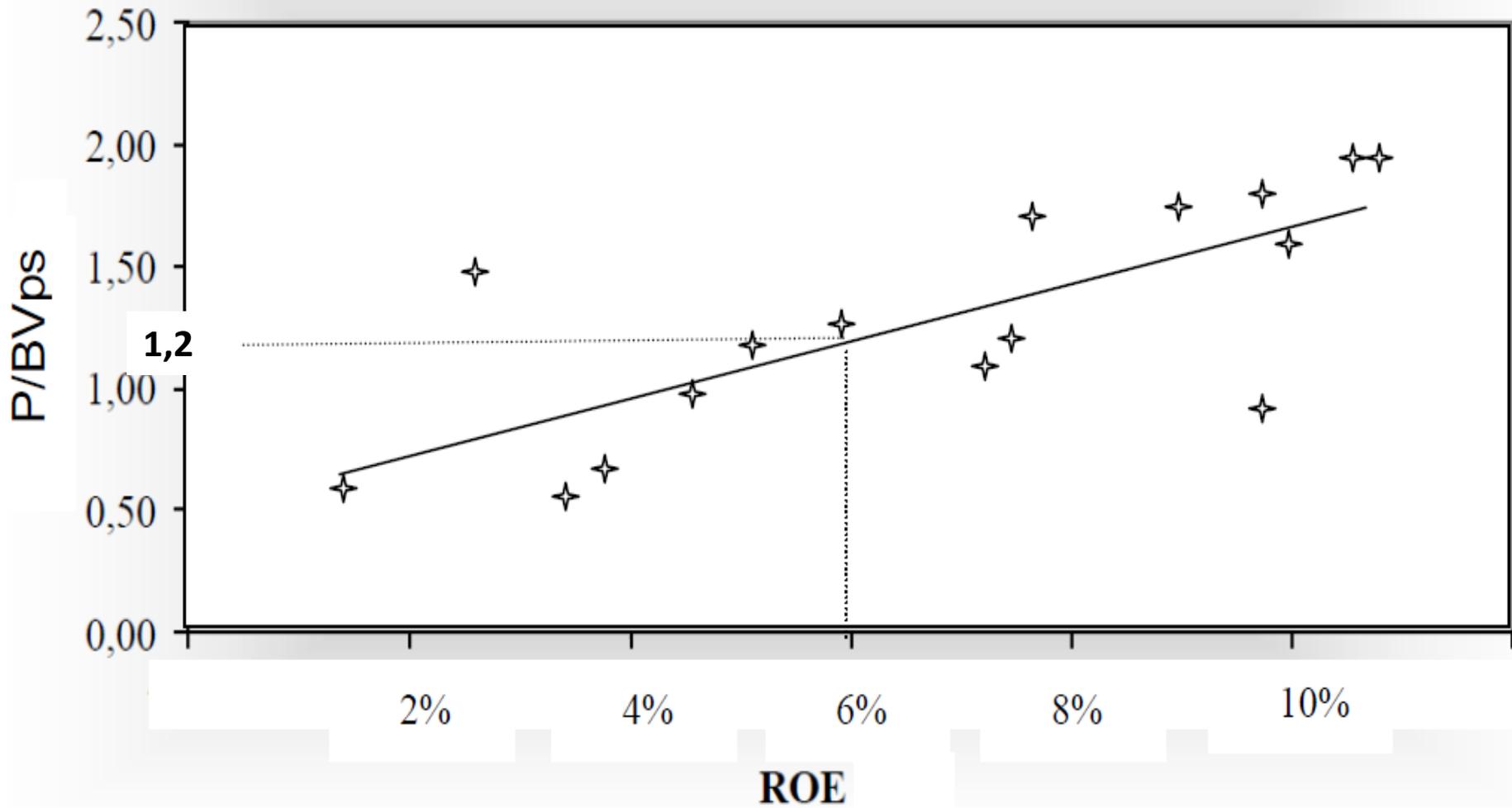
La c.d. “*Equity Value Map*” può essere considerata uno sviluppo del metodo dei multipli di mercato.

Mediante un’analisi di regressione si identifica la retta/curva interpolante della relazione, ad esempio tra il multiplo «P/BV per azione» e il ROE delle società appartenenti ad un campione di soggetti relativamente omogenei comprendente anche la società oggetto di valutazione.

L’attendibilità dei risultati delle analisi della specie (*fitting*) dipende naturalmente dai valori del coefficiente di determinazione R^2 che caratterizza la regressione, vale a dire dal grado di correlazione statistica tra le variabili in oggetto.

LA VALUE MAP

- Nella figura di seguito è rappresentato un esempio di *Value Map*, ove sono posizionate le società appartenenti al campione considerato.
- Si vede che se per una società, estranea alla mappa e oggetto di valutazione, il ROE atteso fosse ad esempio pari al 6%, il rapporto P/BVS (*price/Book value per share*) leggibile lungo la retta di regressione si attesterebbe ad un livello pari a circa 1,2, e quindi potrebbe così ottenersi una indicazione di valore relativo da confrontare con la quotazione di mercato, ove esistente.
- E si tratterebbe quanto meno di un'indicazione meno imprecisa rispetto a quella che si otterrebbe a partire da un dato medio o mediano del P/BV di un campione di riferimento.



La valutazione dei gruppi

- La valutazione dei gruppi e, più in generale, delle imprese multibusiness richiede di regola una valutazione per somma di parti (***Sum of Parts***, conosciuta anche con l'acronimo SoP), in quanto ...

.....le singole aree di attività si caratterizzano spesso per profili di rischio, prospettive di crescita e società comparabili molto diverse.

La valutazione delle società multibusiness

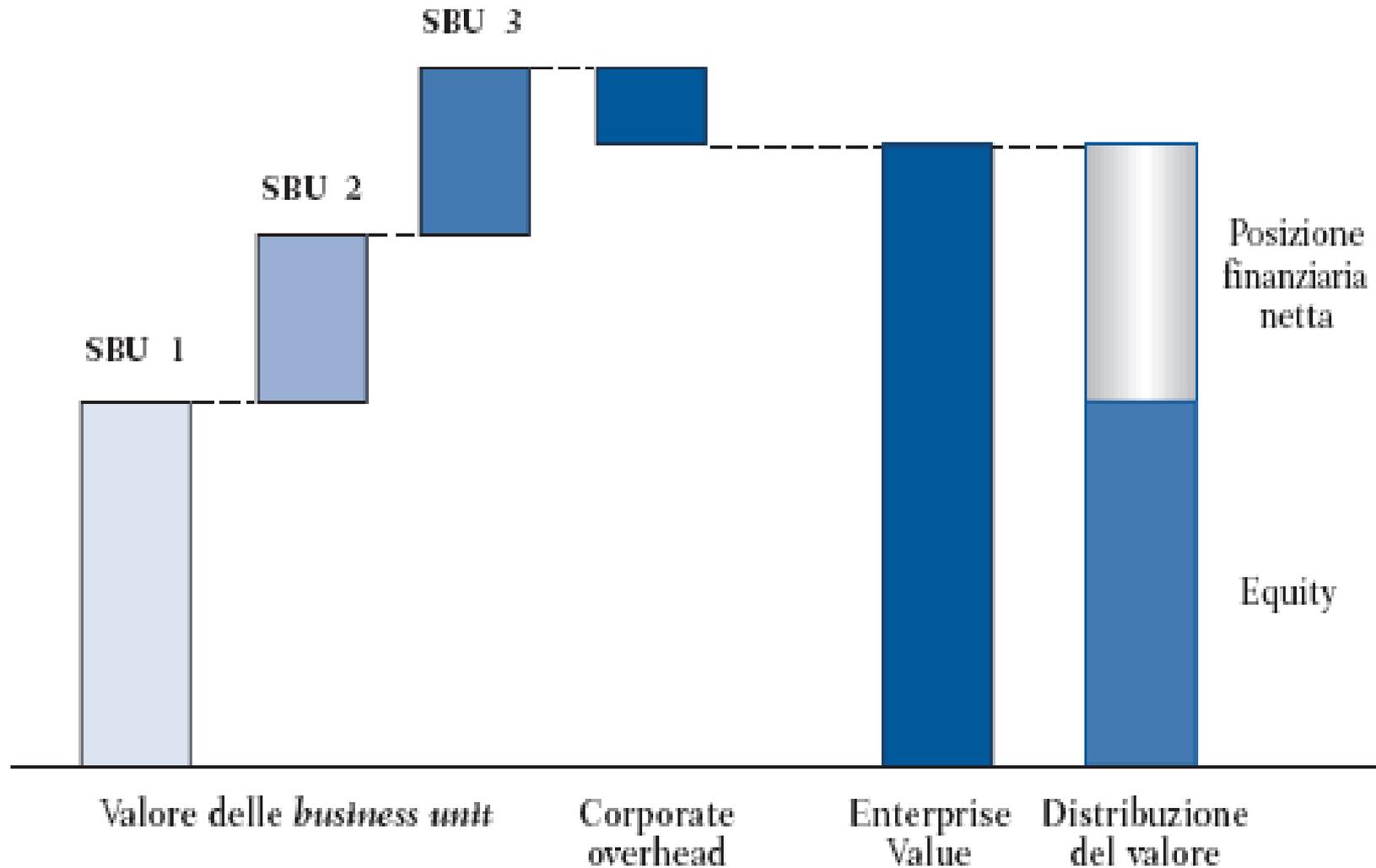
Nell'applicazione della DCF Analysis è necessario stimare l'EV di ogni *SBU* attualizzando i rispettivi flussi di cassa operativi ad un costo del capitale che ne rifletta il rischio specifico.

Ciò richiede, per il costo del capitale proprio, stime differenziate per ogni area di business

L'*Equity* della società si ottiene sottraendo dalla somma degli *Enterprise Value* di ogni *SBU* il valore attuale dei *corporate overhead* (costi generali di struttura non allocati alle *SBU*) e la posizione finanziaria netta consolidata.

→ Per le diverse *SBU* potrebbe essere conveniente adottare metodi diversi

Valore di una società *multibusiness*



DIVIDEND DISCOUNT MODEL

DDM

IL DIVIDEND DISCOUNT MODEL

La formula generale del DDM riflette l'ipotesi di una durata illimitata della società oggetto di valutazione e quindi potenzialmente della sua capacità di distribuire dividendi. Il valore dell'azione è pari al valore attuale dei dividendi attesi, scontati in base al costo dell'*equity*.

$$\text{valore dell'azione} = P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{DPS_t}{(1 + K_e)^t}$$

con $DPS_t = \text{dividend per share}$ per l'anno t

IL DIVIDEND DISCOUNT MODEL

Nel caso che possa assumersi un tasso di crescita costante dei dividendi secondo il fattore “g”, la sommatoria è sintetizzata nella c.d. formula di Gordon:

$$P_0 = \frac{DPS_1}{K_e - g}$$

IL DIVIDEND DISCOUNT MODEL

- Se invece si ritiene che la società possa essere interessata da una crescita elevata, ma straordinaria, per “n” anni e successivamente da una crescita stabile all’infinito in base al fattore “g_n” (modello a due stadi), che K_e debba distinguersi per i due periodi nei valori K_{e,hg} (*high growth*) e K_{e,st} (crescita stabile), il valore dell’azione può essere espresso come la **sommatoria di**:
 - valore attuale dei dividendi nel periodo di crescita straordinaria +
 - valore attuale dei dividendi nel periodo di crescita stabile, a sua volta sintetizzato ancora nella formula di Gordon per la stima di questa componente del valore (modello a due stadi)

$$P_0 = \sum_{t=1}^n \frac{DPS_t}{(1 + K_{e,hg})^t} + \frac{DPS_{n+1}}{(K_{e,st} - g_n)(1 + K_{e,hg})^n}$$

IL DIVIDEND DISCOUNT MODEL

statement: DDM equivale a WEV

Nel modello base di Gordon ad unico stadio, **se si assume che anche gli utili (E) crescano allo stesso tasso "g"**, quindi: $E_{t+1} = E_t(1+g)$

ed inoltre che:

$DPS_1 = E_1 - g BV_0$, e più in generale $DPS_t = E_t - g BV_{t-1}$ 

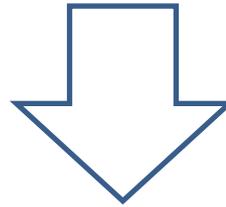
ove: $BV = Book\ value$

→ vale a dire che anche **BV cresca allo stesso tasso "g"**,

[con $payout = p = 1 - gBV_0/E_1 = 1 - g/ROE$

.... vedi slide seguente

Se assumiamo: $BV_1 = BV_0(1+g)$,
poiché è vero che $BV_1 = BV_0 + E_1 - DPS_1$, si può scrivere, con pochi passaggi, **$DPS_1 = E_1 - g BV_0$** ,
conseguenza dell'ipotesi che BV
cresca secondo il fattore "g"



nel suddetto modello base sostituendo a DPS_1 l'espressione $(E_1 - g BV_0)$, si ottiene:

valore dell'azione in ipotesi di crescita stabile = $BV_0 (ROE-g)/(K_e-g)$ vedi slide seguente

formulazione che esprime il valore dell'azione in funzione del ROE atteso e del valore di libro iniziale e che risulta quindi del tutto coerente con il modello di crescita stabile dei dividendi per azione nell'ipotesi che DPS , E , BV e RE (*retained earnings*) crescano secondo lo stesso fattore "g" rinvio per esempio numerico

[Questo modello di valutazione è anche noto come **Warranted Equity Valuation (WEV) method** e talvolta per brevità semplicemente **modello ROE/COE**, ove $COE = cost\ of\ equity$]

→ DDM equivale a WEV

IL DIVIDEND DISCOUNT MODEL – *slide demo*

$$P_0 = \text{DPS}_1 / (\text{Ke} - g)$$

$$P_0 = (E_1 - g \text{BV}_0) / (\text{Ke} - g)$$

$$P_0 = \text{BV}_0 (E_1 / \text{BV}_0 - g) / (\text{Ke} - g)$$

$$P_0 = \text{BV}_0 (\text{ROE} - g) / (\text{Ke} - g)$$

* *

*

Payout implicito, compatibile
con g e ROE atteso*

Driver della crescita del
valore dell'azione

$$\begin{aligned} \text{payout} &= \text{DPS}_1 / E_1 = (E_1 - g \text{BV}_0) / E_1 = \\ &= 1 - g \text{BV}_0 / E_1 = \mathbf{1 - g / ROE = p} \end{aligned}$$

Si noti che, isolando g, otteniamo: **g = ROE (1-p)**. Vale a dire che il tasso di crescita dipende dalla redditività sull'*equity* e dal *payout*.

Da un diverso punto di vista si può affermare che g è il tasso di crescita massimo del debito compatibile con una data struttura finanziaria in termini di *Debt/Equity ratio* e prescindendo da operazioni sul capitale.

Statement: Il modello di crescita stabile dei dividendi per azione presuppone che DPS, E, BV e RE (*retained earnings*) crescano secondo lo stesso fattore “g” (DEMO)

Ciò può essere facilmente dimostrato anche numericamente, simulando lo sviluppo su un periodo di dieci anni.

Se assumiamo un patrimonio netto contabile iniziale per azione (BV_0) pari a 1,8, un ROE del 10% (E_1/BV_0), quindi un utile netto atteso per l’anno 1 (E_1) pari a 0,18, ed inoltre assumiamo “g” pari al 3%, ne consegue che E, DPS, RE, BV cresceranno del 3%.

Il *dividend payout ratio* è costante e pari a: $DPS_1/E_1 = (E_1 - gBV_0)/E_1 = 1 - g/ROE = 70\%$.

Anno	E	crescita E	DPS	crescita DPS	RE	crescita RE	BV	crescita BV	payout
1	0,180		0,126		0,054		1,85	3%	70%
2	0,185	3%	0,130	3%	0,056	3%	1,91	3%	70%
3	0,191	3%	0,134	3%	0,057	3%	1,97	3%	70%
4	0,197	3%	0,138	3%	0,059	3%	2,03	3%	70%
5	0,203	3%	0,142	3%	0,061	3%	2,09	3%	70%
6	0,209	3%	0,146	3%	0,063	3%	2,15	3%	70%
7	0,215	3%	0,150	3%	0,064	3%	2,21	3%	70%
8	0,221	3%	0,155	3%	0,066	3%	2,28	3%	70%
9	0,228	3%	0,160	3%	0,068	3%	2,35	3%	70%
10	0,235	3%	0,164	3%	0,070	3%	2,42	3%	70%

statement: DDM equivale a WEV
conferma numerica

In base ai dati sopra ipotizzati, e posto K_e pari all'8%,
consegue che il valore dell'azione (P) può essere
alternativamente così stimato:

$$P = \text{DPS}_1 / (K_e - g) = 0,126 / (8\% - 3\%) = 2,52 \quad \dots \text{DDM}$$

$$P = \text{BV}_0 (\text{ROE} - g) / (K_e - g) = 1,8 (10\% - 3\%) / (8\% - 3\%) = 2,52$$

.... WEV

Multipli stimati, fondamentali della società, confronto con multipli di mercato, valutazione relativa

ABBIAMO VISTO CHE: per confrontare il prezzo di mercato di un'azione con i prezzi di investimenti simili (valutazione relativa) è necessario standardizzare i prezzi (esprimerli in funzione di qualche altra variabile)

A partire dalla formula base di Gordon, secondo cui il valore stimato dell'azione è: $P = \text{DPS}_1 / (K_e - g)$, si possono derivare i seguenti rapporti o multipli **stimati**.

- *Price earnings ratio (valore stimato)*

$$P/E_1 = (\text{DPS}_1 / E_1) / (K_e - g) = p / (K_e - g) \dots [\text{forward } P/E]^\circ$$

- *Price to Book value ratio (valore stimato)*

$$P/BV_0 = [\text{DPS}_1 / E_1 \times E_1 / BV_0] / (K_e - g) = \text{ROE} \cdot p / (K_e - g)$$

Si vede come il multiplo stimato degli utili (P/E) evidenzi una relazione diretta con il *payout* e con la crescita e una relazione inversa con il costo dell'*equity*.

Il multiplo del valore di libro evidenzia aggiuntivamente una relazione diretta con il ROE.

.....SEGUE

multipli stimati e multipli di mercato

- In tal modo viene esplicitato il legame logico tra i suddetti multipli e le variabili economiche considerate rilevanti (variabili fondamentali) nella stima dell'*equity value*, il che può giustificare la preferenza per questi multipli rispetto ad altri, ove sia meno agevole rinvenire tale legame.
- I multipli stimati possono poi essere confrontati con quelli realmente espressi dal mercato per considerare possibili sopra-sottovalutazioni:
 - se P/E stimato $>$ P/E di mercato (o di settore o di comparabili) ..
 - Il prezzo corrente potrebbe risultare sottovalutato
 - se P/BV stimato $>$ P/BV di mercato (o di settore o di comparabili)
 - Il prezzo corrente potrebbe risultare sottovalutato

La valutazione relativa ovvero Il metodo dei multipli

- Naturalmente le azioni emesse da ogni società riflettono un proprio multiplo del prezzo corrente di mercato rispetto agli utili attesi o rispetto al valore di libro per azione, teoricamente proprio in funzione delle variabili ricordate che spiegano lo stesso multiplo e che sono implicite nelle quotazioni.

- Con la valutazione relativa, ponendo a confronto multipli di entità comparabili, si assume quindi che i multipli di società che presentano caratteristiche omogenee possano essere confrontati fra loro o confrontati con dati medi di un idoneo campione di riferimento, al fine di cogliere eventuali rilevanti deviazioni non spiegabili sulla base di differenze significative nelle attese in merito alle determinanti dei multipli di mercato.