

METODOLOGIE UTILIZZATE PER LA VALUTAZIONE DEGLI STRUMENTI FINANZIARI

1. Introduzione

Il presente documento riassume, in termini generali, le metodologie utilizzabili dagli analisti finanziari della funzione Analisi & Ricerca di Banca Profilo per valutare uno strumento finanziario o un emittente di strumenti finanziari o per fissare un obiettivo di prezzo.

La funzione Analisi & Ricerca si riserva il diritto di modificare od ampliare il presente documento in qualsiasi momento.

2. Principi generali

Le metodologie di valutazione aziendale utilizzate dalla funzione Analisi & Ricerca si rifanno essenzialmente ai seguenti approcci:

- metodi basati sui flussi (valutazioni assolute)
- metodi patrimoniali (valutazioni assolute)
- metodi basati sui multipli (valutazioni relative)
- somma delle parti (valutazioni assolute e relative)

La scelta di utilizzare diversi modelli di valutazione è finalizzata a dare la possibilità all'analista di poter effettivamente scegliere il modello o i modelli che nelle specifiche circostanze risultano più coerenti al contesto applicativo in cui si trova e rispondono meglio ad esigenze diverse.

3. Metodi basati sui flussi

I metodi basati sui flussi forniscono valutazioni di tipo assoluto, che prescindono dai valori espressi dal mercato per aziende simili a quella oggetto di valutazione.

I metodi basati sui flussi determinano il valore aziendale attualizzando i flussi attesi ad un determinato tasso, che oltre a tenere conto del valore temporale della moneta e della incertezza dei flussi, è rappresentativo della rischiosità specifica di azienda.

In estrema sintesi i metodi basati sui flussi si fondano sul principio che il valore di un'azienda sia funzione della capacità della stessa di generare flussi, della loro distribuzione nel tempo e del loro grado di incertezza.

L'impiego di questi metodi richiede dunque due passaggi fondamentali:

- una previsione dei flussi attesi
- una stima appropriata del tasso di attualizzazione dei flussi

Conseguenza pratica dell'applicazione di questi principi è che imprese che generano maggiori flussi dovrebbero valere più di quelle che generano flussi minori, o che imprese che crescono più velocemente dovrebbero valere più di quelle che crescono più lentamente, oppure che imprese che presentano un grado di incertezza più basso sulle attese dei flussi futuri dovrebbero valere più di quelle che presentano un grado di incertezza più elevato.

Nei metodi basati sui flussi tutte queste relazioni sono esplicite, cosa che non accade per i metodi basati sui multipli, in cui le relazioni sono implicite e spesso costringono a ricorrere ad approssimativi aggiustamenti per rendere le aziende comparabili.

Infine, i metodi basati sui flussi sono i soli che consentono una effettiva, coerente ed esplicita valutazione degli effetti di diversi scenari alternativi di rischio e di attese sui flussi futuri.

I metodi basati sui flussi che vengono utilizzati dalla funzione Analisi & Ricerca di Banca Profilo sono i seguenti:

- Discounted Cash Flow (DCF Unlevered)
- Dividend Discount Model (DDM)

3.1. Discounted Cash Flow (DCF Unlevered)

Il DCF è il metodo di valutazione assoluta basato sullo sconto dei flussi di cassa prospettici aziendali. Il valore di un'azienda (Enterprise Value) è dato dal valore attuale della somma dei suoi flussi di cassa prospettici, per il periodo di previsione esplicita, e del suo Valore Terminale (Terminal Value calcolato in base al Gordon Growth Model), che sintetizza la somma dei flussi futuri di cassa generati successivi al periodo di previsione esplicita.

I flussi di cassa alla base del DCF *Unlevered* sono i flussi di cassa disponibili all'azienda nel suo complesso, ovvero a disposizione di tutti coloro che hanno apportato risorse finanziarie all'azienda (*Free Cash Flow to the Firm* – FCFF), sia a titolo di capitale di rischio (azionisti) che di debito (finanziatori). Il *Free Cash Flow to the Firm* è il flusso generato dalla gestione operativa d'impresa, al netto dei fondi investiti per la crescita (nel capitale circolante e nelle attività fisse).

Tutti i flussi e il Valore Terminale sono scontati ad un tasso di attualizzazione definito come costo medio ponderato del capitale (WACC), indicatore della rischiosità complessiva specifica di quell'azienda ed esprime il costo opportunità delle diverse forme di finanziamento a lungo termine (capitale e debito) in proporzione del loro contributo totale all'*Enterprise Value*, ovvero la remunerazione per tutti coloro che hanno apportato capitali in azienda.

Per addivenire al valore del capitale economico di azienda (*Equity Value*) si sottrae dall'*Enterprise Value* il valore di mercato del debito finanziario netto.

Il DCF *Unlevered* con un WACC costante è una metodologia particolarmente adatta alle situazioni in cui riteniamo attendibile che la struttura finanziaria dell'azienda rimanga sostanzialmente stabile nel tempo o tenda verso una struttura obiettivo e che la capacità di indebitamento dell'impresa sia legata all'evoluzione nel tempo del valore dell'impresa stessa.

3.2. Dividend Discount Model (DDM)

Il *Dividend Discount Model* (DDM) è il primo modello di analisi fondamentale e prospettica storicamente sviluppato.

È un metodo di valutazione assoluta utilizzato dalla funzione Analisi & Ricerca di Banca Profilo per la valutazione delle banche e si basa sullo sconto dei flussi di dividendi prospettici. Il valore di una banca (*Equity Value*) è dato dal valore attuale della somma dei suoi flussi di dividendi prospettici, per il periodo di previsione esplicita, e del suo Valore Terminale (calcolato in base al Gordon Growth Model), che sintetizza la somma dei futuri dividendi distribuibili successivi al periodo di previsione esplicita.

L'applicazione del DDM richiede pertanto una stima della serie di dividendi attesi. Il modello utilizzato dalla funzione Analisi & Ricerca di Banca Profilo è il DDM *multistage* in cui si prevede uno o più periodi di previsione esplicita caratterizzati da diverse crescite dei flussi di dividendi, a cui segue un periodo finale di steady-state in cui si utilizza il *Gordon Growth Model* basato sull'ipotesi che i dividendi crescano ad un tasso costante g .

Tutti i dividendi e il Valore Terminale sono scontati ad un tasso di attualizzazione definito come costo del capitale (K_e), ovvero il rendimento richiesto dagli azionisti, collegato al rischio sistematico d'azienda, ovvero al beta.

4. Metodi patrimoniali

I metodi patrimoniali forniscono anch'essi valutazioni di tipo assoluto.

In base al criterio patrimoniale, la valutazione del capitale economico di un'azienda si riferisce a quell'insieme di beni e diritti di pertinenza degli azionisti che viene sinteticamente indicato con il termine Patrimonio.

Sono particolarmente adatti alla valutazione di società con una elevata intensità patrimoniale, come ad esempio le holding di partecipazioni e le società immobiliari.

La configurazione di Patrimonio più semplice da determinare è il Patrimonio Netto di Bilancio, attraverso una valutazione delle attività e delle passività; tale grandezza, tuttavia, non esprime una misura del patrimonio effettivo dell'azienda, benché l'introduzione degli IAS, con il principio del fair value, abbia contribuito a ridurre le differenze tra Patrimonio Netto Contabile e Capitale Economico. Il Patrimonio Netto di Bilancio rappresenta ancora un valore relativamente grezzo che deve essere opportunamente rettificato per ottenere una grandezza utilizzabile a fini valutativi.

La funzione Analisi & Ricerca di Banca Profilo utilizza metodi patrimoniali semplici e in particolare il Net Asset Value per la valutazione delle holding di partecipazioni. Si considerano e si valutano tutti i beni materiali ed immateriali che vengono contabilizzati in bilancio.

4.1. Metodi patrimoniali semplici – Net Asset Value (NAV)

Il punto di partenza per le valutazioni patrimoniali è rappresentato da quel valore relativamente grezzo che è il capitale netto contabile rilevabile direttamente dal bilancio della società.

Il bilancio rappresenta la fonte informativa più importante per l'analista, tuttavia i dati da esso forniti devono essere sottoposti ad un'attenta analisi al fine di ottenere valori reali, utilizzabili per considerazioni di natura economica e non puramente tecnico-contabile.

Teoricamente il Net Asset Value si ottiene dalla differenza fra il valore dell'attività e delle passività, ovvero modificando il Patrimonio Netto di Bilancio per:

- sostituire al costo ammortizzato delle immobilizzazioni tecniche il valore corrente loro attribuibile, considerando il loro costo di sostituzione ed il relativo stato d'uso;
- correggere il valore ammortizzato delle immobilizzazioni immateriali per tenere conto di eventuali plus/minusvalenze;
- sostituire al costo ammortizzato dei fabbricati civili il loro valore di mercato;
- correggere il valore di carico delle immobilizzazioni finanziarie per tenere conto di eventuali plus/minusvalenze;
- correggere il valore dei fondi passivi che in realtà nascondono riserve occulte oppure il cui ammontare non sia giudicato sufficiente per coprire i corrispondenti rischi o spese future;
- considerare l'effetto fiscale delle modificazioni sopra indicate; qualora, infatti, il bilancio avesse riflesso i maggiori valori identificati, il relativo fondo imposte avrebbe dovuto essere alimentato dai corrispondenti accantonamenti.

Tutte le rettifiche sopra descritte si basano su metodi di valutazione assoluta o relativa (DCF, multipli di mercato, valore di libro o di mercato), a seconda dell'attività specifica da sottoporre a valutazione.

Le attività correnti, a seguito dell'applicazione degli IAS, non richiedono ulteriori rettifiche, in quanto i valori contabili dovrebbero già riflettere il fair value di tali *assets*.

5. Metodi basati sui multipli

I metodi basati sui multipli forniscono valutazioni di tipo relativo, che cioè hanno l'obiettivo di determinare il valore di un'azienda tramite l'utilizzo di valori dei prezzi di mercato di aziende simili; i prezzi vengono standardizzati rapportandoli ad una base costituita da un aggregato contabile particolarmente rappresentativo del settore e dell'impresa da valutare, creando in tal modo i multipli. Moltiplicando il multiplo di settore per l'aggregato di bilancio della specifica azienda, si ottiene il valore dell'azienda stessa.

L'applicazione del metodo dei multipli può essere sintetizzata nella seguente formula:

Valore Aziendale = Moltiplicatore di settore * Aggregato contabile rappresentativo dell'Impresa

Con i metodi basati sui multipli il valore dell'azienda viene fatto derivare dal valore di mercato di altre aziende a questa assimilabili. La valutazione di un'azienda deriva dal ricorso diretto al mercato per la stima delle prospettive di crescita e del rischio dell'azienda stessa.

Le ipotesi implicite affinché il metodo dei multipli fornisca una misura corretta del valore di un'azienda sono:

- presenza di un elevato grado di comparabilità tra l'azienda oggetto di valutazione e il campione di aziende comparabili, soprattutto in termini di redditività, prospettive di crescita e grado di rischiosità;
- correlazione diretta e variazione proporzionale fra il valore dell'azienda e l'aggregato contabile scelto come base del multiplo, ovvero come parametro di performance aziendale;
- corretta valutazione, in media, da parte del mercato del campione di aziende comparabili.

5.1. Scelta e calcolo dei multipli

La scelta del tipo di multiplo da utilizzare è un'operazione particolarmente delicata e rilevante che incide fortemente sul risultato finale e deve essere effettuata di volta in volta a seconda delle specifiche circostanze, in quanto non esistono regole precise e consolidate al riguardo. Di seguito si riportano i multipli maggiormente utilizzati dalla funzione Analisi & Ricerca di Banca Profilo.

La scelta deve ricadere sul multiplo che presenta maggiore significatività con riferimento alla specifica azienda da valutare e ai driver di performance aziendale.

E' pertanto opportuno:

- scegliere alla base del multiplo l'aggregato contabile (variabile economica o patrimoniale) maggiormente significative in relazione alle caratteristiche del settore e dell'azienda da analizzare;
- scegliere alla base del multiplo l'aggregato di bilancio meno soggetto a pratiche contabili e politiche di gestione che possano renderlo poco omogeneo nel campione;
- scegliere il multiplo con maggiore stabilità nel tempo;
- scegliere il multiplo con minore varianza tra le società comparabili.

La corretta applicazione del metodo richiede che il calcolo dei multipli aventi come basi grandezze economiche o finanziarie riferibili ai soli azionisti (Multipli *Levered*) debbano essere rapportate alla Capitalizzazione di Borsa della società, mentre quelli aventi come basi grandezze economiche riferibili all'intero capitale investito (Multipli *Unlevered*) debbano essere rapportate all'*Enterprise Value*, ovvero Capitalizzazione di Borsa più debiti finanziari netti.

I principali Multipli *Levered* utilizzati dalla funzione Analisi & Ricerca di Banca Profilo sono:

- Price / *Earnings*
- Price / FCFE (*Free Cash Flow to the Equity*)
- Price / *Book Value* o *Tangible Book Value*
- Price / *Sales*

I principali Multipli *Levered* utilizzati dalla funzione Analisi & Ricerca di Banca Profilo sono:

- EV / EBITDA
- EV / EBIT
- EV / FCFF (*Free Cash Flow to the Firm*)
- EV / *Sales*

Il calcolo dei Multipli *Levered* ed *Unlevered* avviene secondo i seguenti principi.

Multipli *Levered*: prezzo del titolo rapportato alla base calcolata sulla singola azione; il calcolo del dato per azione avviene utilizzando il numero di azioni al netto di eventuali azioni proprie e considerando tutte le categorie di azioni.

Multipli *Unlevered*: *Enterprise Value* rapportato alla base; il calcolo dell'*Enterprise Value* avviene aggiungendo alla Capitalizzazione di Borsa, calcolata al netto delle azioni proprie ed opportunamente rettificata per depurarla dallo sconto delle eventuali azioni di risparmio o privilegiate, il valore di mercato del debito finanziario netto e di tutte le altre passività che contribuiscono a finanziare il capitale investito dell'azienda, quali interessi di minoranza, *preference shares*, *warrants* e diritti d'opzione, ecc.

I multipli possono essere distinti, in funzione del periodo a cui si riferisce la base, nelle seguenti categorie.

Multipli Storici: si calcolano dividendo il Prezzo o l'*Enterprise Value*, avvalorati a prezzi di fine anno o di chiusura di contabilità (o sulla base di una media dei prezzi), per la base relativa al periodo storico preso come riferimento;

Multipli *Trailing*: si calcolano dividendo il Prezzo o l'*Enterprise Value*, avvalorati a prezzi correnti, per la base ottenuta facendo riferimento ai risultati riferibili alla stima per gli ultimi dodici mesi (media ponderata tra l'esercizio in corso ed il precedente).

Multipli *Leading* (o Prospettici): si calcolano dividendo il Prezzo o l'*Enterprise Value* avvalorati a prezzi correnti per una base che fa riferimento a risultati attesi nell'esercizio in corso o in un periodo futuro. Tra i Multipli *Leading* vi è la sottocategoria dei Multipli *Forward*: si calcolano dividendo il Prezzo o l'*Enterprise Value*, avvalorati a prezzi correnti, per la base ottenuta facendo riferimento ai risultati stimati per i successivi dodici/diciotto mesi.

La funzione Analisi & Ricerca di Banca Profilo utilizza i multipli *Leading* e *Forward* nelle valutazioni relative basate sui moltiplicatori di mercato.

6. Somma delle Parti

La funzione Analisi & Ricerca di Banca Profilo utilizza la Somma delle Parti (SOP) per la valutazione di gruppi aziendali complessi caratterizzati da unità di business eterogenee e pertanto da valutare separatamente anche sulla base di metodi di valutazione differenziati. La SOP prevede la valutazione di ogni area di attività dell'azienda in base ad una specifica metodologia ad essa idonea tra quelle sopra descritte (DCF, multipli di mercato, valore di libro o di mercato, NAV). Il valore così ottenuto per ciascuna unità di business viene successivamente sommato per addivenire al valore economico del gruppo aziendale.