



LA VALUTAZIONE NEI PROCESSI DI QUOTAZIONE IN BORSA

Rag. Francesco M. RENNE

Diretta 21 giugno 2010

LE PECULIARITÀ DEI PROCESSI DI QUOTAZIONE



le
valutazione
per la Borsa

valutazione con
metodi finanziari..

*..principalmente con
DCF e multipli*

LE PECULIARITÀ DEI PROCESSI DI QUOTAZIONE

ISTITUTO
DI RICERCA
DEI DOTTORI COMMERCIALISTI
E DEGLI ESPERTI CONTABILI

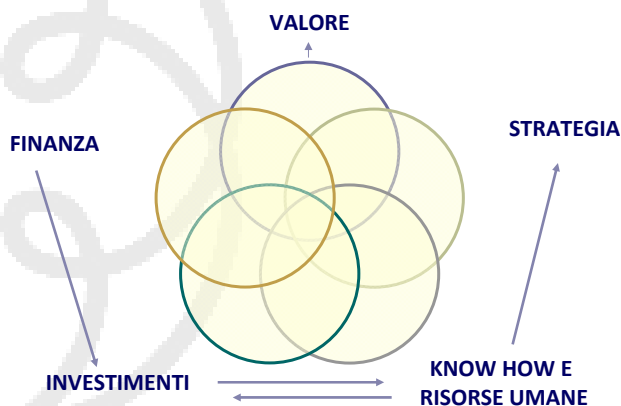


LE PECULIARITÀ DEI PROCESSI DI QUOTAZIONE

ISTITUTO
DI RICERCA
DEI DOTTORI COMMERCIALISTI
E DEGLI ESPERTI CONTABILI



una riflessione sul concetto di "creazione di valore"..



LE PECULIARITÀ DEI PROCESSI DI QUOTAZIONE

ISTITUTO
DI RICERCA
DEI DOTTORI COMMERCIALISTI
E DEGLI ESPERTI CONTABILI



“La creazione di valore è il rendimento in eccesso rispetto alla remunerazione del capitale richiesta da una certa categoria di finanziatori”

- *Ottica operativa*
 $ROCE = \text{Nopat}/\text{CE} > \text{WACC}$
- *Ottica dell'azionista*
 $ROE = e/\text{PN} > K_e$

$$(\text{Ebit}/\text{Sales} \times \text{Sales}/\text{CE}) \times (1 - t)$$

ROS(I)

TURNOVER

VALORE TEORICO GENERATO

DISCOUNTED CASH FLOW EVALUATION (DCF)

ISTITUTO
DI RICERCA
DEI DOTTORI COMMERCIALISTI
E DEGLI ESPERTI CONTABILI



caratteristiche della
valutazione
per la Borsa

valutazione cd.
“pre-money”

sconto offerto e
categorie di
investitori

procedura di
“build up”
degli ordini

DISCOUNTED CASH FLOW EVALUATION (DCF)

ISTITUTO
DI RICERCA
DEI DOTTORI COMMERCIALISTI
E DEGLI ESPERTI CONTABILI



Discounted Cash Flow (DCF)

EV: Enterprise Value, attualizzazione dei flussi di cassa (OFCF) disponibili per tutte le categorie di finanziatori (unlevered DCF)

EqV: Equity Value, attualizzazione dei flussi di cassa netti disponibili (EFCF) solo per gli azionisti (levered DCF)

DISCOUNTED CASH FLOW EVALUATION (DCF)

ISTITUTO
DI RICERCA
DEI DOTTORI COMMERCIALISTI
E DEGLI ESPERTI CONTABILI



Metodo DCF (levered):

1. Sviluppare le proiezioni finanziarie future 6-10 anni
2. Determinare gli equity free cash flow (EFCF)
3. Stimare il tasso (K_e , qK_e)
4. Attualizzare gli EFCF di cui al punto 2
5. Stimare il valore attuale del valore finale
6. Sommare per ottenere l'Equity Value

Metodo DCF (unlevered):

1. Sviluppare le proiezioni finanziarie future 6-10 anni
2. Determinare gli operating free cash flow (OFCF)
3. Stimare il tasso (WACC)
4. Attualizzare gli OFCF di cui al punto 2
5. Stimare il valore attuale del valore finale
6. Calcolare l'Enterprise Value (4 + 5)
7. Sottrarre all'Enterprise Value (6) la Posizione Finanziaria Netta (PFN) per ottenere l'Equity Value

DISCOUNTED CASH FLOW EVALUATION (DCF)

ISTITUTO
DI RICERCA
DEI DOTTORI COMMERCIALISTI
E DEGLI ESPERTI CONTABILI



Sensitivity analysis:

Base Case	320
Sensitised EBITDA Sensitivity A	300
<i>% Varianza su Base Case</i>	<i>-6.66%</i>
Sensitised EBITDA Sensitivity B	250
<i>% Varianza su Base Case</i>	<i>-16.6%</i>
Sensitised EBITDA Sensitivity
<i>% Varianza su Base Case</i>	<i>..... %</i>
Sensitised EBITDA WCS	210
<i>% Varianza su Base Case</i>	<i>..... %</i>

(ovvero altre simulazioni statistiche, es. con metodo montecarlo)

DISCOUNTED CASH FLOW EVALUATION (DCF)

ISTITUTO
DI RICERCA
DEI DOTTORI COMMERCIALISTI
E DEGLI ESPERTI CONTABILI



una riflessione sul "terminal value" nella DCF..

TV/1: formula della rendita perpetua (financial TV)

NB. sconta la determinazione dei flussi finali e la determinazione del tasso di crescita ulteriore (g)

TV/2: formula dei multipli in uscita (fundamental TV)

NB. sconta i limiti empirici propri dei multipli scelti

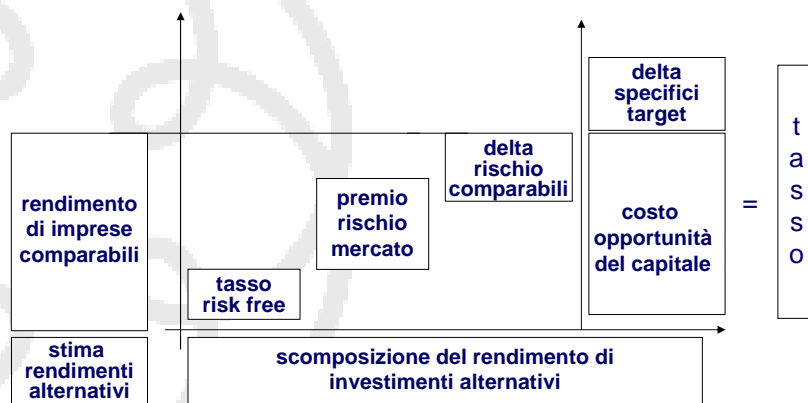


il costo del capitale:
(puntuale, medio, prospettico)

$$WACC = \{K_e * [E/(D+E)]\} + \{K_d * (1-t) * [D/(D+E)]\}$$

in cui:

- WACC = costo medio del capitale
- Ke = costo medio del capitale proprio
- E = patrimonio netto (o valore del capitale)
- D = indebitamento (o valore del debito)
- Kd = costo medio dell'indebitamento
- T = aliquota fiscale delle imposte sui redditi
(T teorico, T medio, T effettivo, T prospettico)





una riflessione sul "Beta" nella formula del WACC..

Beta levered: è funzione di Beta unlevered, leverage (D/E) e aliquota fiscale (T)

Beta unlevered: è funzione del Beta levered, del leverage e di (T) medi di un campione di società

Beta rilevered: è la stima comparabile della società valutata applicando al Beta unlevered del campione i propri leverage e (T) medi



Discounted Cash Flow (DCF)

EV: Enterprise Value, attualizzazione dei flussi di cassa (OFCF) disponibili per tutte le categorie di finanziatori (unlevered DCF)

WACC



EqV: Equity Value, attualizzazione dei flussi di cassa netti disponibili (EFCF) solo per gli azionisti (levered DCF)

Ke (qKe ?)



METODO DEI MULTIPLI



multipli/1

per società
comparabili

per transazioni
comparabili

sintetici e/o
impliciti

METODO DEI MULTIPLI



multipli/2

asset side:

EBIT
NOPAT
EBITDA
UFCF (unlevered free cash flow)
SALES
IC (invested capital)

equity side:

P/E, E (earnings)
P/CE, CE (cash earnings)
EFCF (equity free cash flow)
BV (book value)
NAV (net asset value)
PaybackRatio, D (dividend)

METODO DEI MULTIPLI



multipli/3

spot (correnti):

trailing, su risultati storici
actual, su risultati in corso
leading, su risultati prospettici

Forward (a termine):

forward impliciti
forward asset side

target (attesi):

media storica di lungo periodo
del multiplo (teoria della
ripetibilità)

METODO DEI MULTIPLI



i fattori da considerare:

composizione del
campione di riferimento

posizionamento rispetto
alla media del campione

elisione delle differenze
tra diversi principi
contabili

METODO DEI MULTIPLI



	imprese <i>value</i> (basso P/E)	imprese <i>growth</i> (alto P/E)
multipli preferibili	<i>spot trailing</i>	<i>forward</i>
qualità valutativa	rettifiche sui dati contabili	stima delle attese
multipli di controllo	<i>target</i>	<i>target</i>
errori tipici	usare multipli fondati su prezzi correnti fuori linea rispetto ai <i>fondamentali</i>	usare multipli <i>spot leading</i> ; usare proiezioni troppo aggressive

METODO DEI MULTIPLI



	imprese comparabili con minore indebitamento	imprese comparabili con maggiore indebitamento
Effetto sia nel calcolo dei tassi che nella ponderazione dei multipli		
approccio <i>equity side</i> (invariato il costo del capitale)	sopravvalutazione effetto tanto maggiore quanto maggiore lo spread ROI - ROD	sottovalutazione effetto tanto maggiore quanto minore è l'indebitamento
approccio <i>asset side</i> (invariato il WACC)	sottovalutazione effetto tanto maggiore quanto maggiore è l'indebitamento	errore logico si attribuisce un effetto fiscale positivo incoerente



l'impresa crea valore se il rendimento del capitale investito al netto del costo medio ponderato del capitale è > di 0;
 esprime la "grandezza" della capacità dell'impresa di creare valore nel tempo e "misura" quindi il ritorno dell'investimento nell'acquisizione di un'azienda target

la "deriva" dell'utilizzo del metodo EVA..

L'EVA INDICA LA CAPACITÀ DELL'AZIENDA DI PRODURRE RICCHEZZA:

$$EVA = NOPAT - WACC * CI$$

si è trasformato in

$$EVA = (NOPAT/CI - WACC) * CI$$

"target" distortivo

dovrebbe diventare

$$EVA = CF (bl, aT) - WACC * CI$$

MISURAZIONE DEL VALORE: EVA(f)

ISTITUTO
DI RICERCA
DEI DOTTORI COMMERCIALISTI
E DEGLI ESPERTI CONTABILI



quindi..



EVA_f
(EVA finanziario)

CF, bl, aT
(flussi cassa normalizzati netti
dopo le imposte)

-

WACC
(costo medio ponderato del
capitale)

*

CIN
(capitale investito netto)