

MODELLI FINANZIARI PER LA VALUTAZIONE D'AZIENDA

a cura di  
LUCA FRANCESCO FRANCESCHI e LUCA COMI

# MODELLI FINANZIARI PER LA VALUTAZIONE D'AZIENDA

La stima del valore del capitale  
delle imprese industriali, delle utilities,  
delle aziende bancarie e assicurative



EDUCatt

# SOMMARIO

1. <i>Introduzione</i> .....	5
------------------------------	---

## PARTE GENERALE

2. <i>La definizione di valore</i> .....	11
3. <i>I metodi di valutazione finanziaria: nozioni introduttive</i> .....	17
3.1 I metodi basati sull'approccio analitico .....	18
3.2 I metodi basati sull'approccio di mercato .....	21
3.3 La scelta del metodo di valutazione.....	23
4. <i>L'analisi del business aziendale</i> .....	27
4.1 La riclassificazione dello stato patrimoniale .....	29
4.2 La riclassificazione del conto economico .....	34
4.3 La normalizzazione dei risultati economici.....	37
4.4 La determinazione del NOPLAT .....	41
4.5 L'esame della dinamica dei flussi finanziari.....	44
4.6 L'analisi per indici.....	53
4.7 La Time Series Analysis e la Common Size Analysis.....	62
4.8 La verifica sulla sostenibilità delle previsioni economico finanziarie: alcune considerazioni.....	63
5. <i>Il Discounted Cash Flow Model</i> .....	69
5.1 La determinazione dei flussi di cassa.....	72
5.2 Il modello finanziario a uno e a due stadi.....	74
5.3 La stima del costo del capitale .....	78
6. <i>Il Dividend Discount Model</i> .....	97
6.1 Il dividend discount model a due stadi.....	100
6.2 Il dividend discount model a tre stadi .....	104

7.	<i>Il metodo finanziario e l'Impairment Test</i> .....	109
7.1	Le valutazioni in sede di impairment test.....	109
7.2	Le regole di riferimento.....	110
7.3	Il processo applicativo della verifica di valore.....	112
7.4	L'applicazione del Discounted Cash Flow Method pre tax.....	116
8.	<i>Il Residual Income Model</i> .....	123
9.	<i>Il metodo dell'opzione reale</i> .....	131
10.	<i>I metodi di mercato</i> .....	137
10.1	Il metodo dei moltiplicatori basati sui prezzi di borsa.....	138
10.2	Il metodo dei moltiplicatori basati sui prezzi di transazioni comparabili.....	158

#### PARTE MONOGRAFICA

11.	<i>La valutazione di un'impresa industriale: il caso Brembo</i> .....	163
12.	<i>La valutazione di una utility: il caso Terna</i> .....	175
13.	<i>La valutazione di un'impresa TLC: il caso Telecom Italia</i> .....	193
14.	<i>La valutazione delle compagnie assicurative</i> .....	207
15.	<i>La valutazione delle banche</i> .....	223
	<i>Bibliografia</i> .....	249

# 1. INTRODUZIONE

L'elaborazione di questo testo nasce dall'idea di organizzare in modo sistematico e organizzato in un unico supporto didattico i diversi argomenti valutativi trattati nell'ambito del corso di Finanza Aziendale II, tenuto da chi scrive presso la Facoltà di Economia dell'Università Cattolica del Sacro Cuore di Milano.

Il disegno e l'architettura del volume sono dunque influenzati dalle esigenze didattiche dell'insegnamento di cui si è detto, in quanto la primaria esigenza è stata tesa a realizzare un percorso formativo atto a illustrare e descrivere i modelli finanziari di valutazione delle aziende.

Il progetto iniziale ha poi avuto uno sviluppo più articolato e approfondito in quanto diversi sono stati gli analisti finanziari coinvolti nell'elaborazione del volume e che hanno fornito un significativo contributo non solo dal punto di vista teorico, ma soprattutto sotto il profilo pratico-applicativo.

Questo libro è stato così strutturato in due parti: una prima di carattere generale e una seconda, monografica, atta a illustrare l'applicazione dei metodi finanziari per valutare in concreto aziende operanti in diversi settori, tra loro eterogenei.

Invero, la prima parte del volume è dedicata a descrivere i principali modelli con i quali trovano applicazione i metodi di valutazione finanziari, quelli di maggior impiego da parte dei *practitioner*, e a descrivere i relativi profili di analisi con un approccio semplice e principalmente operativo.

Dapprima viene riportata la definizione delle diverse configurazioni di valore adottate in dottrina e dalla prassi (anche internazionale) e, successivamente, viene illustrato il percorso valutativo che un analista finanziario segue per l'elaborazione delle proprie stime a iniziare

dall'analisi delle *performance* storiche mostrate nel tempo dall'azienda oggetto di stima. A seguire sono trattati i diversi modelli finanziari considerati e, precisamente, il *Discounted Cash Flow Model*, il *Dividend Discount Model*, il *Residual Income Model*, l'Opzione Reale e i metodi empirici (cioè, i moltiplicatori (o multipli) di mercato basati sui prezzi rilevati in Borsa e nelle transazioni). La trattazione comprende anche le modalità di svolgimento dell'*impairment test* previsto dal principio contabile internazionale 36 (il noto IAS 36) che richiede l'implementazione del *Discounted Cash Flow Model* e dei metodi di mercato secondo modalità vincolate da alcune previsioni contenute nel predetto principio e che pone l'adozione di particolari accorgimenti valutativi.

Nella seconda parte, sono riportate diverse valutazioni di imprese, mediante un profilo di esame che è proprio dell'analista finanziario. In quella sede trovano svolgimento valutazioni, predisposte con i medesimi formalismi di un *report* diretto agli investitori, relative a imprese: industriali, operanti in settori regolamentati, bancarie e assicurative. Ciò al fine di fornire una "panoramica" generale sull'implementazione e adattamento dei modelli finanziari in ordine a consentire l'apprezzamento del capitale di aziende con attività caratterizzate da specifiche peculiarità.

La semplicità espositiva e la numerosità degli esempi proposti nel testo consente un agevole studio della tematica "valutazione di azienda". Esso si pone dunque quale utile strumento di didattico per gli studenti che, già in possesso delle conoscenze di finanza di base, intendono comprendere il processo e le tecniche valutative adottate dagli analisti finanziari. Il volume inoltre, proponendo un percorso completo sui modelli finanziari per la valutazione di azienda, grazie anche al mantenimento dell'unitarietà organizzativa del disegno dell'opera effettuata dai coordinatori e curatori del libro, presenta una struttura lineare e agevole, peraltro non appesantita da rimandi dottrinali (se non ove siano stati ritenuti imprescindibili). Ciò consente di avvicinarsi alla materia e di comprenderla a tutti coloro che in generale desiderano conoscerla.

Infine, desidero ringraziare il dott. Franco Pedriali per gli utili suggerimenti, consigli e precise indicazioni fornitimi sull'impostazione del la-

voro e il dott. Luca Comi che, oltre ad aver coordinato e curato l'elaborazione del volume insieme al sottoscritto, ha concorso alla sua elaborazione con preziosi contributi.

Occorre poi ringraziare la dott.ssa Chiara Venezia sia per il supporto fornitomi nella revisione del lavoro sia per il contributo dato nella sua redazione. Un sentito ringraziamento va anche al dott. Alfredo Martini, per la predisposizione dell'intervento circa *l'impairment test*.

Altresì devo ringraziare tutti gli analisti finanziari che hanno consentito con il loro contributo alla realizzazione del testo. Sinceri ringraziamenti vanno dunque agli altri autori: Marco Sallustio, Luca Arena, Simona Pedrazzini, Stefano Vulpiani, Enrico Esposti.

Dicembre, 2014

*Luca Francesco Franceschi*