

Gian Piero Turletti

**STIMARE IL GIUSTO VALORE DI
UN'AZIENDA**

Report collegato a:

PROGETTO AZIENDA



Puoi distribuire gratuitamente questo ebook a chiunque.

Puoi inserire i tuoi link affiliato.

STIMARE IL GIUSTO VALORE DI UN'AZIENDA

L'obiettivo principale da porsi è realizzare un progetto d'impresa vincente per la propria crescita economica, oltre che professionale.

Ma quand'è che l'impresa può essere definita, effettivamente, vincente? Dato che l'impresa ha una finalità economica, essa è appunto, vincente, quando realizza il suo principale obiettivo, cioè quando il suo valore economico cresce, consentendo così anche la crescita economica dell'imprenditore.

Ci occupiamo, quindi, in questo capitolo, di un'importante problematica: quella del valore dell'impresa e della sua corretta valutazione. Questa può riguardare sia gli imprenditori sia coloro che intendono investire in Borsa con ottica da cassetisti. I primi possono, infatti, trovarsi nella situazione di valutare l'occasione di acquisire una determinata impresa, oltre che di stimare il corretto valore della propria, mentre gli investitori sono

interessati a mantenere un investimento nelle quote di una società per un orizzonte temporale più o meno lungo, confidando nella rivalutazione del capitale investito.

SEGRETO: L'elemento più importante da valutare, durante la negoziazione per acquisire un'impresa o quote della medesima, così come per investire in Borsa, con l'ottica del cassettista, è la stima del giusto prezzo, o "fair value" dell'impresa, sia essa quotata o meno.

Tale valutazione si ottiene tramite l'analisi fondamentale. Molti di coloro che operano sulle Borse e, più in generale, sui mercati finanziari, sanno che cosa s'intende per analisi fondamentale. Non mi dilungo, perciò, in inutili divagazioni, data anche la prevalente finalità pratica di questo testo, e mi limito a ricordare alcuni concetti essenziali.

Per analisi fondamentale, s'intende una serie di strumenti e di metodi, che hanno un duplice scopo:

- consentire un'analisi dei bilanci di un'impresa, tramite una serie di indici e rapporti matematici;

- permettere una stima del valore di un'impresa, tramite dati di bilancio.

SEGRETO: Dobbiamo considerare che l'analisi fondamentale, anche quando cerca di comprendere il reale valore di un'azienda, sia essa o meno quotata in Borsa, non è una tecnica, ma una pluralità di metodi e di tecniche, che tra loro possono, al pari dell'analisi tecnica, condurre anche a risultati diversi, indicando stime del giusto valore di un'impresa talora distanti le une dalle altre.

Ma andiamo con ordine, c'è ancora qualcosa di importante da dire.

SEGRETO: I principali metodi per valutare il “giusto prezzo” si suddividono in due principali categorie:

- A) metodi analitici, basati su una pluralità di dati di bilancio;**
- B) metodi basati sui multipli.**

I primi utilizzano una molteplicità di dati, tratti dai bilanci presenti e passati o da dati prospettici, e cercano di quantificare il

giusto prezzo di un'azienda tramite operazioni complesse, che prescindono dall'eventuale andamento dei prezzi di una società, anche se quotata.

Analizziamo sinteticamente uno dei più noti, il discount cash flow, o metodo dei flussi di cassa attualizzati, per poi evidenziare i limiti di questa categoria di metodi. Detto in parole semplici, il discount cash flow consiste nel considerare quali potrebbero essere i flussi finanziari di un'azienda per un certo periodo di anni futuri, per poi sommarli e scontarli, cioè sottrarre da essi il costo dell'inflazione.

Ho fatto questo esempio per evidenziare la difficoltà ed i problemi che si devono affrontare per applicare un tale tipo di metodo. E' infatti evidente che:

- occorre disporre di dati attendibili sui futuri flussi aziendali;
- non sempre un'azienda che c'interessa mette a disposizione tali dati;
- i metodi statistici per elaborare ipotesi di flussi futuri, spesso causano scostamenti rispetto a quelli che saranno poi i dati effettivi;

- anche quando messi a disposizione dall'azienda, sovente si rilevano significativi scostamenti tra i dati anticipati e quelli reali;
- nell'applicazione pratica del metodo, largo spazio è lasciato alla discrezionalità dell'analista. Per quanti anni, infatti, si devono considerare i flussi futuri? C'è chi dice 5, ma alcuni arrivano anche a 10.

Ho voluto far riferimento ad uno dei metodi analitici più conosciuti, soprattutto per evidenziare le difficoltà nell'applicazione pratica di tale tipologia di analisi, ma anche per sottolineare l'incertezza del risultato.

Riassumendo, siamo partiti dall'idea di stimare il **giusto prezzo di un'azione**, abbiamo dovuto raccogliere dati non facilmente disponibili o addirittura elaborarli tramite complessi sistemi matematico-statistici (sui quali non mi addentrerò, vedasi ad es. la regressione multipla lineare e non...), per pervenire, comunque, a una possibile stima del valore di un'impresa, che comunque non soddisfa. Basta considerare la differenza di stima che si ottiene contemplando, anziché i dati finanziari futuri

relativi a 5 esercizi di bilancio, quelli relativi a 10 esercizi... In sostanza, meglio, forse, lasciar perdere...

Chi vuole investire come cassetista o, in qualità di manager o imprenditore, è interessato all'acquisizione di un'impresa, o a valutare la propria, si chiederà quindi se esista una valida alternativa a questo tipo di metodo. La risposta, secondo la mia personale esperienza è: sì, questo metodo esiste, ed appartiene alla seconda categoria di metodi di analisi fondamentale, quelli basati sui cosiddetti multipli.

Ma cosa s'intende per multiplo? Ebbene, con questo termine s'intende il rapporto tra un prezzo ed un dato desumibile dai bilanci aziendali, o, in altri termini, quante volte un prezzo incorpora quel dato.

SEGRETO: I principali multipli sono il P/E o rapporto prezzo/utile, il P/CF o rapporto prezzo/cash flow (per semplicità pari alla somma degli utili più gli ammortamenti) e il P/Book o rapporto prezzo/mezzi propri.

Ma vediamo subito un esempio: se una società ha un utile di 1 ed il suo prezzo in Borsa è 10, ciò significa che il suo P/E è 10. Ma tutto ciò, ti chiederai, a cosa serve? Ebbene, questo serve per valutare se una società sia sotto o sovra-quotata.

Come? Vi sono due principali modi per capire ciò. Considero un primo metodo, che sarà poi quello da me non consigliato sulla base della mia personale esperienza. Tradizionalmente molti analisti seguono questa strada: analizzano i valori medi di un certo settore d'impresе in taluni mercati, e ritengono basso o eccessivo il valore di una società, a seconda che i relativi multipli siano sopra o sotto tali valori.

Certo, il metodo è molto semplice, ma, mi sono domandato, e ti domando, è anche efficace? O, meglio, affidabile? Non credo, e ti spiego subito il perché. Innanzi tutto, i giornali finanziari pubblicano i valori dei multipli principali, che sono almeno i tre che ti ho detto. Ma se si applica uno di questi multipli medi, come stima del giusto prezzo di una società quotata, si vedrà che spesso si perviene ad un valore anche molto distante da quello che si

ottiene usando invece un altro multiplo, ad es. tramite il P/CF, rapporto prezzo/cash flow, invece del P/E, rapporto prezzo/utile.

Ed allora? Ed allora, la realtà è che ciò rappresenta già una prima difficoltà operativa, visto che nessun analista ha mai chiarito, con sufficiente autorevolezza, quale tra questi multipli sia da preferire. Ma ciò non basta: se anche si decidesse di preferire uno di questi multipli agli altri, sarebbe comunque evidente che la media del settore, cui appartiene un certo titolo, varia con il tempo, sicché una certa società, a parità di multiplo, potrebbe essere sotto-quotata in certi periodi, e sopra-quotata in altri.

Aggiungiamo, per ragioni di completezza, che talora certi multipli possono sembrare particolarmente elevati/bassi in relazione a singoli titoli, ma possono esservi specifiche ragioni che giustificano tali situazioni, ad esempio, un andamento societario migliore/peggiore rispetto alle stime degli analisti.

Come si vede, anche il metodo dei multipli non può, come tale, essere considerato sufficientemente sgombro da incertezze ed errori. C'è però una soluzione, che ti propongo.

SEGRETO: Il metodo dei multipli rapportati ai tassi di mercato. E' sufficiente applicare la seguente formula: $1/i$, ovvero dividere il numero 1 per il tasso d'interesse, per arrivare alla stima del corretto rapporto prezzo/utile, o P/E, cioè quello che esprime una situazione di corretta valutazione dell'impresa.

Ma consideriamo ora come si arriva a tale formula. È utile partire dal concetto d'impresa, sia essa quotata o meno. Cos'è l'impresa? Abbiamo già esaminato questo concetto, e, a tale proposito, credo che la risposta più semplice a tale quesito sia quella di considerarla un'attività economica, cioè un'attività che persegue un obiettivo economico.

E quest'ultimo, evidentemente, è costituito dall'utile che si può ottenere con quella attività. Avremo quindi imprese che vanno bene in termini finanziari, cioè che realizzano un utile, ed altre che vanno male, presentando un utile negativo, cioè una perdita.

Già da queste brevi note, risulta evidente che l'utile, tra la pluralità dei dati che si possono estrapolare da un bilancio, è un

elemento di primaria importanza, e questo corrisponde anche al comune buon senso. Solitamente si dice, infatti, che un investimento ha lo scopo di realizzare un rendimento, e questo è ciò che si verifica anche per le aziende. Il costo sostenuto per la loro acquisizione rappresenta, infatti, un investimento economico realizzato per cercare di conseguire un interesse costituito dall'utile d'impresa.

A questo punto è d'obbligo una precisazione. Una parte dell'utile può essere destinato a retribuire gli azionisti sotto forma di dividendi che rappresentano una sorta di cedola, al pari di quella dei titoli obbligazionari. Ma l'utile che a noi deve interessare è uno in particolare.

SEGRETO: L'utile più importante, quello che a noi deve interessare, è quella parte che remunera gli azionisti non direttamente, in quanto rimane investito nell'impresa, quello che cioè è indicato formalmente come utile nell'ultima voce del conto economico dei bilanci.

Anche questa parte di utile ha il fine di remunerare l'azionista, in quanto si spera che, venendo reinvestito nell'impresa, se ben gestito, possa generare un incremento di valore dei relativi titoli, con conseguente capital gain degli azionisti. E, di qui, l'ovvia considerazione che anche una valutazione affidabile dell'impresa non può prescindere da tale componente di bilancio.

Un'altra importante osservazione, un tassello aggiuntivo che ci avvicina alla soluzione del problema della valutazione del valore di un'impresa, riguarda lo stretto legame tra le quotazioni di Borsa ed i tassi d'interesse. Noto alla maggior parte delle persone che seguono la Borsa, si manifesta solitamente, in caso di rialzo dei tassi d'interesse, con una flessione delle quotazioni, e viceversa in caso di ribasso dei tassi.

Non sto a dilungarmi sulle diverse cause da cui dipende tale fenomeno (se sei interessato a un approfondimento del tema, potrai agevolmente consultare testi e pubblicazioni economiche), quel che importa è evidenziare una di tali cause.

Abbiamo visto che un investimento richiede un interesse, che, quindi, in termini percentuali, può essere espresso dal seguente rapporto: i/I , dove i è l'interesse e I l'investimento effettuato. Se si acquista un'azione, la formula diventa quindi: e/p , dove e è l'utile per azione e p il prezzo dell'azione.

Ma se l'utile è l'interesse che deve “fruttare” un investimento in azioni, il quale è per sua natura rischioso, è evidente che tale interesse dovrà essere almeno pari a quello di investimenti alternativi considerati a basso rischio o a rischio zero, rischio solitamente considerato tipico dei titoli di Stato. Ed ecco emergere, perciò, il fondamentale rapporto tra utile e tassi d'interesse.

Un esempio chiarirà meglio i concetti sinora esposti: se il tasso d'interesse di riferimento è il 4%, allora anche l'utile di un'impresa, per rendere altrettanto, dovrà essere il 4% del prezzo dell'azione. Ma, attenzione, il rapporto e/p è l'inverso del rapporto P/E , e quindi, conoscendo qual è il tasso di riferimento, possiamo sapere qual è il rapporto P/E congruo.

Infatti è sufficiente applicare la seguente formula: $1/i$, cioè dividere il numero 1 per il tasso d'interesse, per arrivare alla stima del P/E, che esprime una situazione di corretta valutazione dell'impresa. Un esempio: tasso 4%; $1/0,04=25$, quindi il P/E corretto dovrà essere 25. Una precisazione: nella formula appena vista, l'espressione numerica 0,04 è equivalente a 4%, che significa, infatti, $4/100$, che dà come risultato, appunto 0,04.

Un'analisi condotta sui principali mercati finanziari, tra l'altro, evidenzia come questo metodo di stima del corretto valore di un'azione sia particolarmente efficace. Forse non è una circostanza molto conosciuta, ma questo metodo è quello utilizzato anche dalla FED, mi riferisco alla Federal Reserve, cioè la banca centrale degli USA, per valutare situazioni di sopra e sottovalutazione dei mercati.

Quest'ultima analisi, infatti, rientra tra quelle considerate dall'ente americano, per decidere la politica dei tassi d'interesse. Forse ricorderai quando l'ex governatore della FED, Alan Greenspan, parlava di irrazionale esuberanza dei mercati, con ciò riferendosi, all'epoca, a una bolla speculativa sulla Borsa.

Ebbene, per arrivare a valutare come congrui, oppure sotto o sopravvalutati, i prezzi di Borsa, Greenspan utilizzava proprio il metodo sinora analizzato.

A questo punto, direi che è utile un approfondimento. Nella formula $P/E = 1/i$, i è rappresentato, solitamente, nella sua versione “americana”, dal tasso dei federal funds a 10 anni, titoli di Stato statunitensi analoghi ai nostri BTP.

Una variante della formula, che dimostra spesso di esprimere un valore più congruo all’evoluzione dei mercati finanziari, consiglia, però, di sostituire al tasso dei soli titoli decennali una media dei seguenti tassi: titoli di Stato a 10 anni, titoli di Stato a breve e medio termine (5 anni), titoli di obbligazioni corporate, cioè emesse da società, a medio e lungo termine.

Una volta chiarito, quindi, il metodo che consiglio di utilizzare, vediamone velocemente le caratteristiche, che ne costituiscono indubbi pregi:

- non è più un parametro, legato a valori medi del momento, ma all'andamento della situazione economica complessiva, espresso nei tassi d'interesse;
- la sua affidabilità è stata ed è condivisa anche da una delle principali istituzioni finanziarie internazionali;
- i dati necessari per la sua applicazione sono facilmente reperibili;
- la sua formula è molto semplice, e non richiede particolari conoscenze matematiche o finanziarie.

Analizziamo ora le implicazioni pratiche della sua applicazione. Come dicevo, questo metodo serve, innanzi tutto, a manager, imprenditori e dirigenti d'azienda, per comprendere quale possa essere il giusto prezzo di acquisizione, e, simmetricamente, di vendita di un'impresa.

L'imprenditore, che abbia, ad es., deciso di entrare in un certo settore economico, si trova spesso, nella realtà, a dover distinguere tra diverse ipotesi, cioè, innanzi tutto, tra un certo numero di possibili candidate all'acquisizione. Certo, l'elemento costituito dal prezzo non sarà l'unica discriminante, dovendosi,

ad es., aver riguardo alla circostanza che l'impresa da acquisire deve presentare una serie di possibili sinergie positive con l'impresa acquirente.

Ma occorre, comunque, iniziare a svolgere una prima cernita. E uno dei fattori da cui partire dovrebbe, anche secondo l'esperienza del sottoscritto, essere rappresentata proprio dal prezzo, non fosse altro che per ragioni di buon senso. A cosa servirebbe, infatti, andare a svolgere tutta una serie di analisi su ogni società, se poi, di fatto, chi vende intende negoziare l'operazione a un prezzo non interessante, o addirittura fuori mercato?

Direi che è questo la prima e fondamentale regola da tenere a mente: escludere, comunque, l'acquisizione di aziende con prezzo eccessivo rispetto al fair value. Infatti, tranne che vi sia qualche ragione strategica particolare, nella maggior parte dei casi acquistare un'impresa a un prezzo eccessivo rappresenta una scelta che sarà negativamente scontata nei bilanci di chi acquista.

Certo, possono esservi ragioni particolari tali da indurre a ciò, come nel caso in cui si voglia entrare in un determinato settore e l'impresa offerta in vendita, o quota societaria della stessa, sia la sola o una delle poche offerte disponibili. È evidente che, in questo caso, la scarsa offerta farà scontare al prezzo una sopravvalutazione legata a tale specifica circostanza.

Ma, in tutti gli altri casi, è bene considerare attentamente il prezzo. È quindi ovvio che, per far questo, ci si può anche rivolgere a consulenze di operatori specializzati, tra cui commercialisti, periti, e via dicendo.

Peccato, però, che tali consulenze costano, e se sono un imprenditore e devo scegliere, ad es., tra una decina di dossier diversi? Dovrò far svolgere una serie di analisi, tra cui, innanzi tutto, la stima del giusto prezzo, per ognuna delle possibili candidate all'acquisizione. Si avrà, quindi, un costo di almeno alcune migliaia di euro, con buona approssimazione direi tra i 10.000 e i 15.000 euro, senza poi contare che, comunque, si devono a questi aggiungere gli altri costi, necessari per le altre analisi che l'acquisizione richiede, ad esempio, analisi

tecnologico-peritale degli impianti, e via dicendo. Non sarebbe, quindi, meglio evitare almeno i costi per l'analisi del fair value? Io direi, ovviamente, di sì.

Da qualche tempo, vengono anche offerti sul mercato, per la verità a costi a mio avviso eccessivi, anche dei software di analisi fai-da-te. Ebbene, per chi non sia esperto della materia, ci sono delle indubbe difficoltà operative nel loro utilizzo. Non a caso, un imprenditore mio conoscente, mi aveva chiesto una mano per cercare di agevolarsi l'utilizzo di uno di questi, data la sua non eccessiva competenza in materia economica e matematico-finanziaria.

Per farla breve, dopo aver capito cosa gli era necessario per le finalità di cui dianzi, accertato il tempo che gli sarebbe servito per imparare il sistema di analisi e per le necessarie operazioni, ha compreso che avrebbe perso assai meno tempo utilizzando il metodo che espongo nel testo.

Se, invece, sei interessato a utilizzare il metodo per finalità puramente borsistiche, il tuo obiettivo è quello di selezionare

titoli a sconto ed a premio, cioè scontati o cari rispetto a una stima congrua degli stessi. L'esperienza insegna che un titolo si può considerare scontato a partire da una valutazione inferiore al 20/30 % rispetto al valore di equilibrio, e simmetricamente caro quando i prezzi eccedono di almeno un 20/30 % tale valore.

Ma questo è sufficiente per decidere gli investimenti in Borsa? Direi di no. In sintesi, bisognerebbe, in primo luogo, sempre seguire le seguenti regole, per ridurre opportunamente il rischio:

- investire solo su titoli a sconto;
- non investire tutto su un solo titolo, ma suddividere l'investimento tra più titoli, preferibilmente almeno una decina;
- investire su titoli che abbiano un sufficiente flottante.

È necessario, in ogni caso, condurre, altresì, un'analisi della solidità economico-finanziaria dell'impresa che c'interessa.

SEGRETO: Se l'utile è quindi di fondamentale importanza per una corretta stima del "fair value", esso può però essere

utilizzato anche per una sintetica valutazione della solidità economico-finanziaria di un'impresa.

È sufficiente vedere, in un periodo che ricomprende 3-4 esercizi di bilancio successivi, se l'utile sia in crescita o meno tra uno e l'altro. Sarà perciò preferibile investire su quei titoli che, oltre a quanto già visto ai precedenti punti, presentino anche la caratteristica di avere tassi di variazione dell'utile, da un esercizio all'altro, almeno costanti, e meglio se crescenti. Es. +5%, +5%, +7%... Regole simmetriche valgono per la vendita.

Questo, ovviamente, non esclude del tutto i rischi insiti in un investimento azionario (si consideri, ad esempio, l'ipotesi di bilanci falsi), ma li limita in misura considerevole, specie se si diversifica su una selezione sufficientemente ampia di società.

A questo punto potresti chiederti se la componente di bilancio rappresentata dall'utile, oltre che poter essere agevolmente utilizzata in metodi semplici, e dato di facile reperibilità, è anche significativa, rispetto all'andamento del mercato borsistico o, più

in generale, con riferimento all'evoluzione del valore di un'impresa nel tempo, anche se non quotata.

Una tale ipotesi è agevolmente dimostrabile. Le società quotate pubblicano, oltre ai bilanci annuali, anche delle note economiche sui principali dati di bilancio relativi all'andamento del trimestre precedente, le cosiddette "trimestrali". È stata quindi svolta la seguente analisi: estrapolando, da tali dati, solo quello relativo all'utile, si è costruito un grafico del suo andamento nel tempo, sia relativo all'utile medio delle aziende rappresentate in un indice, come nel caso degli indici generali di Borsa, sia relativo all'utile medio di singoli settori e sottosettori.

Confrontando, quindi, gli andamenti dei grafici relativi all'utile con quelli dei grafici dei corrispondenti indici finanziari generali, come gli indici di Borsa, o relativi a singoli settori, si può agevolmente verificarne la stretta connessione. Andamenti rialzisti dell'utile, si accompagnano a rialzi di Borsa, anche se magari sfasati di poco, e viceversa nel caso di andamenti ribassisti. Anche questa semplice quanto efficace riprova, evidenzia la stretta connessione tra utile e andamento dei prezzi.

PROGRAMMA DI AFFILIAZIONE

Ti è piaciuto questo ebook?

Rivendolo e guadagna il 30% di commissioni!

[Clicca qui per maggiori informazioni](#)

Per il Catalogo aggiornato visita il sito

WWW.AUTOSTIMA.NET

Gian Piero Turletti

**STIMARE IL GIUSTO VALORE DI
UN'AZIENDA**

Report collegato a:

PROGETTO AZIENDA



*Puoi distribuire gratuitamente questo ebook a chiunque.
Puoi inserire i tuoi link affiliato.*