

Valutazione del *fair value* di una società di gestione del risparmio



Il metodo dividend discount model; metodo di controllo dei multipli di mercato P/E

Giorgio Pellati

Professore a c. di Valutazione d'azienda, Facoltà di Economia dell'Università degli Studi di Varese

Si presenta nelle pagine seguenti la determinazione del *fair value* di una società di gestione collettiva del risparmio.

Premessa

La società AGI SGR S.p.A. svolge l'attività di gestione collettiva del risparmio mediante la scelta delle migliori opportunità di investimento presenti sui mercati, gestisce risparmio individuale, familiare e istituzionale. Il gruppo ha preso in considerazione l'opportunità di istituire un centro europeo di sviluppo locale che coordini la gestione del risparmio in Europa. Tale centro dovrebbe essere istituito in Francia attraverso il conferimento in natura del 100% della società AGI SGR S.p.A.

Alla luce di quanto descritto è stato incaricato lo studio per la determinazione del *fair value* della società oggetto di conferimento.

Presupposti e limiti della valutazione

Il lavoro svolto e le conclusioni raggiunte sono da interpretarsi alla luce dei seguenti presupposti e limiti.

- AGI SGR S.p.A. ha incaricato lo studio su base volontaria; l'assistenza è stata svolta in esclusivo riferimento all'oggetto dell'incarico e i risultati raggiunti non saranno vincolanti per gli amministratori della società;
- le analisi sono state effettuate sulla base dell'econo-

mia, del mercato e delle altre condizioni e informazioni disponibili alla data della presente relazione; la società è stata valutata secondo il principio *stand-alone* e di continuità aziendale, escludendo qualunque sostanziale cambiamento nell'assetto organizzativo o nell'attività; la valutazione è stata effettuata tenendo in considerazione gli elementi futuri ragionevolmente prevedibili, senza badare a qualunque evento straordinario e insolito;

- relativamente all'oggetto del lavoro, lo studio non ha tenuto in considerazione eventuali perdite che potessero derivare da contenziosi con il fisco;
- la data di riferimento della valutazione è il 31 dicembre 2012; lo studio non è tenuto ad aggiornare le informazioni contenute nella presente relazione a causa di eventi avvenuti successivamente alla data della stessa;
- lo studio ha svolto l'incarico sulla base delle informazioni fornitegli dalla società AGI SGR S.p.A., che è unicamente responsabile della veridicità e della completezza delle stesse. L'incarico non include alcuna procedura di revisione sui conti della società o su altri dati storici, dati finanziari e prospettive di funzionamento, che sono stati utilizzati per lo svolgimento del lavoro;

- le analisi svolte si fondano sulle proiezioni economiche e finanziarie predisposte dal *management* della società, nello svolgimento del proprio incarico, lo studio ha assunto che tali proiezioni sono state predisposte in modo imparziale e realistico;
- la relazione è da considerarsi strettamente privata e confidenziale e la valutazione non deve essere divulgata, in tutto o in parte, senza il consenso scritto dello studio;
- i rappresentanti legali della società sono consapevoli dei presupposti e dei limiti relativi all'incarico e confermano l'assenza di questioni rilevanti che potrebbero incidere sulle conclusioni raggiunte dallo studio.
- 2011-2015: prospetto relativo ai profitti e alle perdite, relativamente a costi di pubblicità, personale e costi amministrativi della società;
- 2011-2015: ripartizione del risparmio gestito, ripartizione delle attività e dei ricavi della società;
- recenti dati di mercato pubblicamente disponibili, documenti, informazioni e stime relative alle società quotate di gestione del risparmio;
- informazioni sul mercato, la storia, l'organizzazione, l'attività e le operazioni della società incluse nella presente valutazione, derivanti da colloqui con gli amministratori;
- qualunque altra informazione pubblicamente disponibile, necessaria per lo svolgimento dell'incarico.

Informazioni e documenti

Le analisi effettuate sono state svolte sulla base delle seguenti informazioni e documenti, forniti direttamente dalla società oggetto di valutazione:

- bilanci d'esercizio della società AGI SGR S.p.A. al 31 dicembre 2012, 2011 e 2010, sottoposti a revisione legale dei conti;
- 2013-2015: previsioni e altri dati finanziari e operativi approvati il 30 gennaio 2013 dal consiglio d'amministrazione della società;

Il lavoro svolto

L'incarico è stato eseguito sulla base dei seguenti passaggi fondamentali:

1. analisi delle caratteristiche di funzionamento e dei dati finanziari storici della società;
2. analisi delle proiezioni dei profitti e delle perdite in relazione al periodo 2013-2015;
3. individuazione della più adeguata metodologia

Tabella 1 – ASPETTI FINANZIARI

Profitti e perdite		Evoluzione				
Euro mln	2011	2012	2013	2014	2015	Tasso di crescita 2012-2015
Commissioni nette	37,1	38,1	34,2	35,4	36,8	(1,1%)
Altri ricavi	5,1	5,6	5,7	5,9	6,2	3,1%
<i>Margine di intermediazione</i>	42,2	43,7	39,9	41,4	43,0	(0,6%)
Spese amministrative	(25,5)	(31,1)	(24,2)	(22,7)	(22,8)	(9,9%)
Risultato <i>post</i> imposte	10,2	8,1	10,5	12,5	13,6	18,7%
Altri dati		Evoluzione				
Euro mln	2011	2012	2013	2014	2015	Tasso di crescita 2012-2015
Finanziamenti netti	29,674.8	32,237.3	31,731.6	32,712.9	34,021.4	1,8%
Patrimonio netto	29,2	26,8	29,4	31,3	32,0	5,8%

di valutazione, esecuzione di analisi di sensitività (ovvero lo studio delle variazioni del valore dell'azienda al variare di uno o più parametri che lo determinano) sui risultati della valutazione e altre analisi, che si sono ritenute necessarie;

4. predisposizione di una relazione che riassume i presupposti e i limiti dell'analisi svolta, il metodo di valutazione utilizzato e le relative conclusioni raggiunte.

Descrizione della società

AGI SGR S.p.A. è una società di gestione collettiva del risparmio operante in Italia e controllata al 100% da AGI GmbH.

Alla data del 31 dicembre 2012, AGI SGR S.p.A. operava attraverso 95 dipendenti (10 dirigenti, 44 dirigenti di medio livello e 41 impiegati).

Le attività nette di gestione al 31 dicembre 2012 ammontavano a circa euro 32,2 miliardi.

Tabella 2

Principali tassi	Evoluzione					
	Euro mln	2011	2012	2013	2014	2015
Commissioni nette/finanziamenti netti		0,12%	0,12%	0,11%	0,11%	0,11%
Costi/Ricavi		60,4%	71,2%	60,6%	54,9%	53,0%
ROAE		35,2%	29,1%	37,2%	41,0%	42,9%

Analisi del *business plan*

Tabella 3

Profitti e perdite	Importi					
	Euro mln	2011	2012	2013	2014	2015
Commissioni attive	101,6	104,2	94,0	98,4	103,2	(0,3%)
Commissioni passive	(64,5)	(66,1)	(59,8)	(63,0)	(66,4)	0,1%
<i>Commissioni nette</i>	<i>37,1</i>	<i>38,1</i>	<i>34,2</i>	<i>35,4</i>	<i>36,8</i>	<i>(1,1%)</i>
Interessi netti	0,6	0,6	0,8	0,8	0,9	11,1%
Proventi netti da investimenti	(0,2)	0,3	0,0	0,0	0,0	n.a.
Proventi da negoziazioni	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	n.a.
Altri proventi	4,6	4,7	4,9	5,1	5,3	4,1%
<i>Altri ricavi</i>	<i>5,1</i>	<i>5,6</i>	<i>5,7</i>	<i>5,9</i>	<i>6,2</i>	<i>3,1%</i>
Margine di intermediazione	42,2	43,7	39,9	41,4	43,0	(0,6%)
Spese amministrative	(25,5)	(31,1)	(24,2)	(22,7)	(22,8)	(9,9%)
<i>Spese per il personale</i>	<i>(11,4)</i>	<i>(10,4)</i>	<i>(8,6)</i>	<i>(8,3)</i>	<i>(8,4)</i>	<i>(7,0%)</i>
<i>Altre spese amministrative</i>	<i>(14,1)</i>	<i>(20,8)</i>	<i>(15,6)</i>	<i>(14,4)</i>	<i>(14,4)</i>	<i>(11,4%)</i>
Svalutazione/ammortamento delle immobilizzazioni	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	n.a.
Risultato ante imposte	16,7	12,5	15,7	18,6	20,2	17,2%
Imposte	(6,5)	(4,4)	(5,2)	(6,2)	(6,6)	14,3%
Risultato post imposte	10,2	8,1	10,5	12,5	13,6	18,7%

Tabella 4

Altri dati	Importi					Tasso di crescita 2012-2015
	Euro mln	2011	2012	2013	2014	
Patrimonio gestito netto (AuM)	29,674.8	32,237.3	31,731.6	32,712.9	34,021.4	1,8%
Patrimonio netto	29,2	26,8	29,4	31,3	32,0	5,8%
Equivalente a tempo pieno (FTE)*	96,7	92,7	71,4	70,4	70,4	(8,8%)

*Il *Full-time equivalent* FTE o Equivalente a tempo pieno è un efficace metodo per la valutazione del numero dei dipendenti di un'azienda e per la valutazione del loro dimensionamento in fase di pianificazione del personale.

Tabella 5

Altri dati	Importi					
	Euro mln	2011	2012	2013	2014	2015
Commissioni nette/Patrimonio gestito netto (AuM)	0,12%	0,12%	0,11%	0,11%	0,11%	0,11%
Commissioni passive/Commissioni attive	63,50%	63,50%	63,60%	64,00%	64,30%	64,30%
Costi/Ricavi	60,40%	71,20%	60,60%	54,90%	53,00%	53,00%
Spese amministrative/Patrimonio gestito netto (AuM)	0,09%	0,10%	0,08%	0,07%	0,07%	0,07%
Risultato <i>post</i> imposte/Patrimonio gestito netto (AuM)	0,03%	0,03%	0,03%	0,04%	0,04%	0,04%
ROAE	35,20%	29,10%	37,20%	41,00%	42,90%	42,90%
Aliquota fiscale implicita	38,80%	35,10%	33,20%	33,10%	32,60%	32,60%

dove:

- *commissioni nette*: sono diminuite nel 2013 a causa dell'avvenuto trasferimento di partecipazioni ad altra società del gruppo per euro 1,2 mln nell'anno 2012. L'anno successivo si suppone che la posta ivi considerata aumenti leggermente per l'evoluzione del patrimonio gestito netto (AuM);
- *altri proventi*: la voce si riferisce ai servizi amministrativi e contabili previsti per le altre società del gruppo;
- *spese amministrative*: sono previste in diminuzione nel corso del *business plan* (il rapporto costi/ricavi è, infatti, destinato a decrescere nella percentuale del 18%, passando dal 71,2% nel 2012 al 53,0% nel periodo 2013-2015);
- *spese per il personale*: mostrano una diminuzione di anno in anno, in linea con l'attesa diminuzione del numero dell'*equivalente a tempo pieno* (FTE), che passa da 92,75 nel 2012 a 70,45 nel periodo 2013-2015;

- *altre spese amministrative*: restano costanti negli anni considerati, a esclusione dell'anno 2012, nel quale vi è una diminuzione imputabile al pagamento *una tantum* relativo ai costi di ristrutturazione pari a circa euro 7 mln;
- *reddito netto*: si prevede che il reddito netto cresca nel corso degli anni considerati con un tasso di crescita pari al 18,7%.

Metodo di valutazione: *dividend discount model*

Il metodo utilizzato per la valutazione della società AGI SGR S.p.A. oggetto di conferimento nel nuovo centro europeo per la gestione collettiva del risparmio in Europa è il *dividend discount model* o metodo di attualizzazione dei dividendi.

Secondo tale metodologia, il valore di mercato di una società è stimato in funzione dei seguenti elementi:

- il flusso di cassa disponibile per gli azionisti (ovvero la differenza tra il patrimonio netto rettificato a fine anno e il capitale minimo richiesto) che la società prevede di generare in n anni futuri, attualizzato mediante un appropriato tasso di remunerazione del capitale (K_e);
- il valore residuo, ovvero il valore attualizzato dei flussi di cassa lungo un preciso periodo di previsione;
- il valore delle attività non strumentali escluse dai profitti previsti (plusvalenze-minusvalenze, sopravvenienze attive-passive).

Il valore della società può quindi essere ricavato dalla seguente formula:

$$W = \sum_{t=1}^n \frac{D_t}{(1 + K_e)^t} + \frac{TV}{(1 + K_e)^t} + SA$$

dove:

- W = valore economico dell'azienda;
- D_t = flussi di cassa attesi per gli azionisti lungo un preciso periodo di tempo futuro;
- n = numero di anni di specifica previsione;
- K_e = tasso di remunerazione atteso del capitale;
- TV = *terminal value* o valore residuo;
- SA = valore dei *surplus assets* o delle attività non strumentali.

Discount rate

Il *discount rate* o tasso di attualizzazione è stato calcolato in conformità a un approccio del tipo *capital asset pricing model*, considerando la struttura dei tassi d'interesse di mercato e dello specifico settore di riferimento; in particolare il K_e risulta dalla somma del tasso di rendimento nominale delle attività prive di rischio e di un premio per il rischio specifico che rifletta la rischiosità del contesto del settore di riferimento e dei rischi specifici legati all'operatività della società oggetto di valutazione, il tutto riferito all'anno 2012.

La formula utilizzata per il calcolo del costo del capitale proprio è la seguente:

$$K_e = r_f + \beta^*(r_m - r_f)$$

dove:

- r_f = tasso di rendimento delle attività prive di rischio;
- β = coefficiente di volatilità beta, derivato dall'andamento dei prezzi di un campione di società operanti in settori analoghi;
- $r_m - r_f$ = premio medio di mercato per il rischio azionario, ovvero rendimento differenziale, richiesto dagli investitori per un investimento in titoli azionari rispetto a un investimento privo di rischio.

Valore residuo (TV)

Il valore residuo è stato calcolato mediante il seguente algoritmo:

$$TV = DIV_n + 1 / (K_e - g)$$

dove:

- $DIV_n + 1$ = flussi di risultato attesi nel periodo di previsione esplicita;
- g = tasso di crescita a lungo termine dei flussi di cassa.

Applicazione della metodologia valutativa

Premesso che:

- la data di riferimento della valutazione è il 31 dicembre 2012;
- l'analisi del K_e e di g è stata effettuata sulla base del differenziale dei BPS 50 e BPS 25;
- il valore non tiene conto dei dividendi 2012 (euro 8,0 mln) e distribuzione delle riserve alla fine di aprile 2012 (euro 2,4 mln);
- il capitale minimo richiesto considerato riguarda il 25% delle spese amministrative e lo 0,02% della parte di patrimonio gestito netto (AuM) che supera euro 250 mln.

Il calcolo effettuato, sulla base del metodo scelto (*dividend discount model* o metodo di attualizzazione dei dividendi), è stato il seguente:

$$W = \sum_{t=1}^n \frac{D_t}{(1 + K_e)^t} + \frac{TV}{(1 + K_e)^t} + SA$$

dove:

- per la determinazione del K_e :

Tabella 6

Dividend discount model						
Cash flow	2012	2013	2014	2015	TV	
Capitale in eccesso	16,5	13,2	12,8	13,5	13,7	
Periodo di attualizzazione	0,0	1,0	2,0	3,0	3,0	
Fattore di attualizzazione	1,0	0,9	0,8	0,7	0,7	
Attualizzazione dei dividendi	16,5	11,9	10,3	9,7		
Valore residuo (TV)						144,2
Valore residuo (TV) attualizzato						104,1

Discount rate K_e

r_f = tasso di rendimento delle attività prive di rischio, sulla base del rendimento lordo del *benchmark* BTP Italia decennale (rendimento relativo a dicembre 2012) pari al 5,16%.

5,16%

β = coefficiente di volatilità beta, derivato dall'andamento dei prezzi al 4.4.2013 di un campione di n. 13 società comparabili operanti nel settore della gestione del risparmio (9 US e 4 UK), come si evince dalla *tabella 7*.

1,27

$r_m - r_f$ = premio medio di mercato per il rischio azionario, ovvero rendimento differenziale, richiesto dagli investitori per un investimento in titoli azionari rispetto a un investimento privo di rischio; tale premio è stato individuato nella fattispecie pari al 5,00%, come suggerito dalla migliore prassi professionale, sulla base del differenziale di rendimento di lungo periodo tra titoli azionari e obbligazionari sui mercati finanziari internazionali.

5,00%

$$K_e = r_f + \beta \cdot (r_m - r_f)$$

$$= 5,16\% + 1,27 (5,00\%)$$

11,54%

Tabella 7

Campione di β		
	Società	β 2YW
1	ABERDEEN ASSET MGMT PLC	1,06
2	AFFILIA MANAGERS GROUP	1,45
3	BLACKROCK INC	1,17
4	INVESCO LTD	1,52
5	BREWING DOLPHIN HOLDINGS PLC	0,90
6	FEDERAL TED INVESTORS INC_CL B	1,13
7	GAMCO INVESTORS INC_A	1,34
8	JANUS CAPITAL GROUP INC	1,58
9	LEGG MASON INC	1,27
10	SCHRODERS PLC	1,32
11	ALLIANCEBERNSTEIN HOLDING LP	0,92
12	HENDERSON GROUP PLC	1,51
13	FRANKLIN RESOURCES INC	1,27
	Media	1,27

Per la determinazione del valore economico dell'azienda:

Tabella 8

Valore 100%	
Specifico periodo	48,2
Valore residuo (TV)	104,1
Dividendi 2012 (-)	(8,0)
Dichiarata distribuzione riserve 2013	(2,4)
Valore	142,0
% TV	73%

Applicando la metodologia di attualizzazione dei dividendi, si è quindi giunti alla conclusione che il valore dell'azienda oggetto di valutazione è pari a euro 142.000.000.

Metodo dei multipli di mercato (metodo di controllo)

Il metodo dei multipli di mercato è basato sul prezzo di mercato di un campione di società che, in termini di settore, mercato e attività caratteristica, sono comparabili alla società oggetto di valutazione.

La valutazione comprende l'identificazione di diversi e particolari indicatori che esprimono il rapporto fra il prezzo di mercato e alcune grandezze economiche, finanziarie e di bilancio (quali: fatturato, margine operativo lordo (EBITDA), risultato operativo lordo (EBIT), utile netto, patrimonio netto, posizione finanziaria netta e *cash flow*) e che vengono poi confrontati con quelli del campione di società comparabili individuate in precedenza. Il multiplo medio così ottenuto è applicato agli stessi parametri della società al fine di stimare il valore attribuito alla stessa dal mercato.

L'applicazione del metodo dei multipli di mercato si fonda sui seguenti passaggi:

1. selezione e analisi di un campione di imprese comparabili che abbiano caratteristiche similari alla società oggetto di valutazione;
2. identificazione delle grandezze rilevanti della società;
3. identificazione del prezzo di mercato delle aziende comparabili;
4. calcolo del multiplo;
5. applicazione del multiplo medio ottenuto alle grandezze economico-finanziarie della società oggetto di valutazione.

Fra i moltiplicatori il rapporto P/E è il più usato nella prassi, pertanto si è ritenuto opportuno applicarlo nella presente valutazione. Esso esprime il numero di anni che occorrono per ripagare con gli utili l'investimento effettuato. Tale rapporto è dato dal prezzo del titolo diviso l'utile netto per azione. Nella *tabella 9* verranno elencati i parametri stimati su un campione di 13 imprese comparabili attive nel settore di gestione collettiva del risparmio e per le quali è stato individuato il prezzo medio relativo a 6 mesi.

Tabella 9 – ANALISI DEI MULTIPLI DI MERCATO

Aziende comparabili	Paese	Mkt cap (ultimo prezzo dell'azione * numero di azioni disponibili)	β 2YW	P/E adj. 2013	P/E adj. 2014
ABERDEEN ASSET MGMT PLC	UK	5,269	1.06	12.9x	11.1x
AFFILIA MANAGERS GROUP	USA	5,518	1.45	14.0x	12.2x
BLACKROCK INC	USA	29,496	1.17	14.0x	12.6x
INVESCO LTD	USA	9,098	1.52	12.9x	11.3x
BREWIN DOLPHIN HOLDINGS PLC	UK	580	0.90	15.1x	11.7x
FEDERA TED INVESTORS INC_CL B	USA	1,783	1.13	12.6x	11.8x
GAMCO INVESTORS INC_A	USA	1,084	1.34	13.6x	13.4x
JANUS CAPITAL GROUP INC	USA	1,311	1.58	14.3x	12.2x
LEGG MASON INC	USA	2,760	1.27	>20	12.9x
SCHRODERS PLC	UK	5,729	1.32	14.6x	12.7x
ALLIANCEBERNSTEIN HOLDING LP	USA	1,550	0.92	13.1x	11.5x
HENDERSON GROUP PLC	UK	1,826	1.51	12.0x	10.w8x
FRANKLIN RESOURCES INC	USA	22,382	1.27	13.2x	12.0x
Media globale			1.27	13.53x	12.01x



Euro mln	Multiplo	Utile netto	Fair value (FV)
Min – P/E 2013	13.53x	10,5	141,8
Max – P/E 2014	12.01x	12,5	149,6

Il *fair value* dell'azienda oggetto di valutazione è pari a euro 141.800.000 nell'ipotesi minimale e a euro 149.600.000 nell'altra ipotesi.

Tali valori sono in linea con quanto determinato

con la metodologia principale del *dividend discount model*, pertanto viene confermato il valore scaturente dalla metodologia principale pari a euro 142.000.000.