



REVIDERE

Quanto **VALE** la mia azienda?

Michele Zampieri
dottore commercialista e revisore legale

APIndustria Verona 20.04.16

Agenda

1. Cosa crea valore e cos'è una valutazione. L'insegnamento dei PIV (Principi Italiani di Valutazione)
2. Valore per chi? Le configurazioni di valore
3. Cosa si valuta: l'unità di valutazione (azienda, pacchetto azionario, singolo titolo)
4. Le quattro fasi del processo valutativo
5. Metodiche e criteri di valutazione
6. Focus: valutazioni legali e ai fini di bilancio

Cosa crea valore
e cos'è una
Valutazione

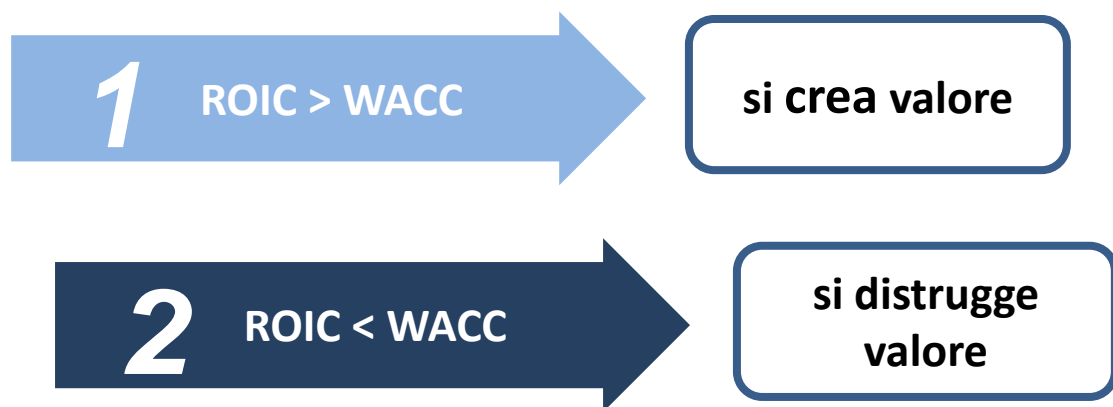
Cosa crea valore

Un'azienda crea valore investendo capitale per generare futuri flussi di cassa ad un tasso di rendimento dell'investimento > al costo del capitale

Scomponendo la formula del valore

$$\text{Valore} \rightarrow \frac{\text{Flussi}}{\text{WACC} - g} \rightarrow \frac{\text{NOPAT} (1 - \text{IR})}{\text{WACC} - g} \rightarrow \frac{\text{NOPAT} (1 - g/\text{ROIC})}{\text{WACC} - g}$$

risulta che i driver di valore sono il tasso di rendimento del capitale investito (ROIC), il tasso di crescita (g) e il tasso di attualizzazione (WACC) da cui:



Legenda

WACC = costo medio ponderato del capitale (tasso attualizzazione)
NOPAT = reddito operativo netto imposte = EBIT x (1-t)
ROIC = NOPAT/CI = rendimento del capitale investito netto
CI = capitale investito netto
g = tasso di crescita dei flussi = IR x ROIC
IR = reinvestment rate = g/ROIC

Cosa crea valore

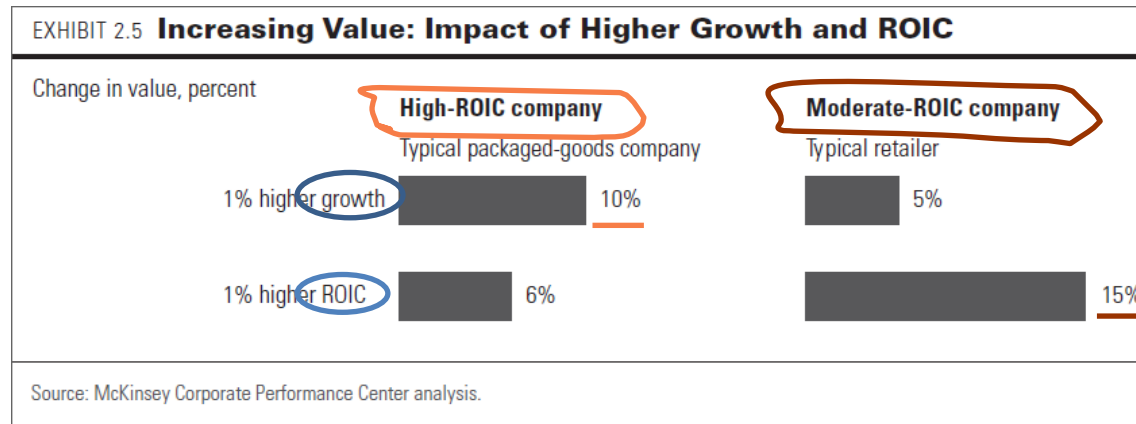
In generale, le società che già mostrano un ROIC elevato possono generare ulteriore valore incrementando il tasso di crescita, anziché il ROIC stesso, mentre le aziende con basso ROIC genereranno più valore concentrandosi sulla crescita del loro ROIC

1 ROIC elevato

L'azienda deve concentrarsi prima sulla crescita (g) e poi sul rendimento (ROIC)

2 ROIC basso

L'azienda deve concentrarsi prima sul rendimento (ROIC) e poi sulla crescita (g)



Cos'è una valutazione

Giudizio
ragionato e
motivato che si
fonda su **stime**
(PIV I.1.1 e I.1.2)

- 1) Non è il risultato di un mero calcolo matematico
- 2) Non esiste un valore «vero»
- 3) Valutazione prospettica ==> l'evidenza ex post che le previsioni non si sono realizzate non è di per sé indice di cattiva qualità della valutazione

Requisito
secondo i PIV

**Giudizio
obiettivo**



**Giudizio
prudente**

- Ragionevolmente condivisibile da altri esperti
- Esercizio dello spirito critico (*professional skepticism*)
- Avversione al rischio: è obiettività, non prudenza (ogni operatore razionale dà > peso al rischio che alle chance future)



**Richiesta >
sicurezza dai
committenti**

- Non è un attributo della valutazione (in una transazione la prudenza può favorire una parte a danno dell'altra)
- Non va sottostimato il valore

Principi Italiani di Valutazione

I PIV sono valuation standard di derivazione internazionale (vds IVS). Sono al contempo anche performance standard e forniscono quindi una guida che vuole in primis fornire un metodo di lavoro per gli utilizzatori. Ciò non elimina la spiccata componente professionale insita in ogni valutazione, ma anzi ne eleva la performance

OIV: fondazione indipendente promossa da AIAF, ANDAF, ASSIREVI, Borsa Italiana, CNDCEC, Università Bocconi

Adesione ai PIV facoltativa (dal 01.01.16)

Obiettivo: elaborare principi di valutazione, guide applicative, promuovere la cultura valutativa

Metodo di lavoro

Opinione **TRASPARENTE** (PIV I.1.4):

- **Razionale:** schema logico e rigoroso
- **Verificabile:** processo valutativo ripercorribile, fonti attendibili, ipotesi ragionevoli, correttezza dei calcoli
- **Coerente:** + ampia corrispondenza tra base informativa, obiettivi e risultati della stima
- **Affidabile:** < discrezionalità possibile

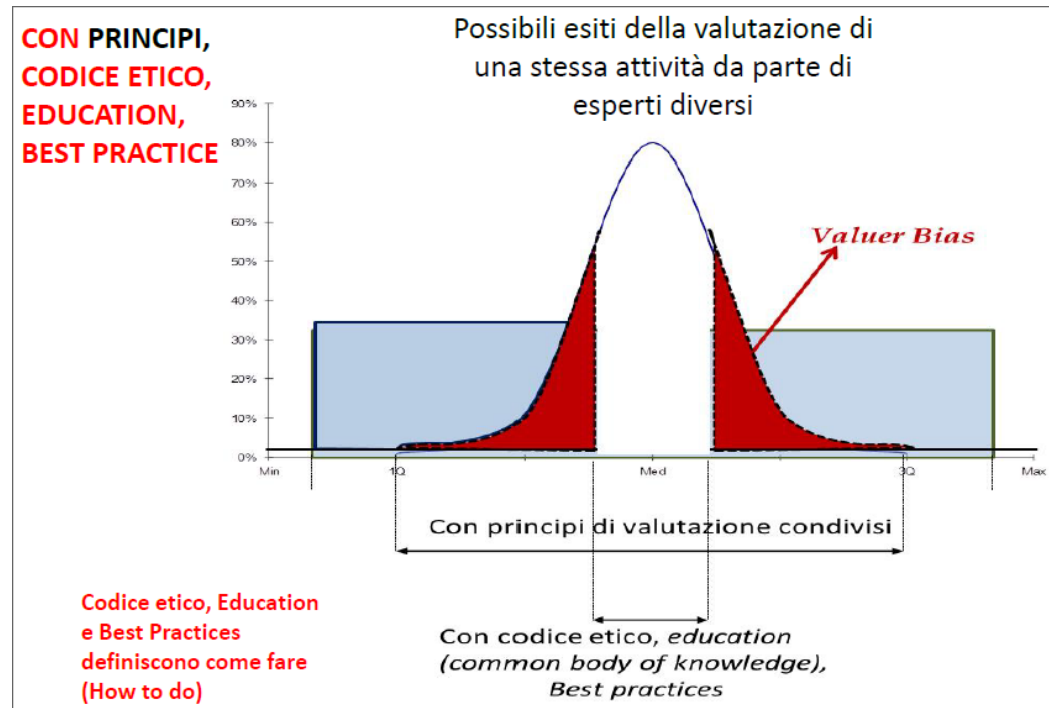
Principi Italiani di Valutazione

- > I committenti avranno più chiaro il contenuto del servizio richiesto
- > Gli utilizzatori finali delle valutazioni potranno essere maggiormente protetti
- > I *regulators* potranno richiedere l'applicazione dei PIV
- > Il legislatore potrà fare riferimento ai PIV
- > **Pricing in funzione del tipo di incarico**
(* focus a seguire)
- > Maggiore competenza in capo all'esperto
- > Difesa da richieste «impossibili» del committente (tempi troppo stretti, assenza base informativa per valutazione)
- > I PIV faranno emergere con > chiarezza le valutazioni di buona e di cattiva qualità

Obiettivo

ridurre le differenze di valore sulla stessa attività stimata da diversi esperti

Fonte: OIV



Tipologia di incarico

1 **Valutazione**
PIV I.4.3

Max complessità

Max prezzo



Giudizio fondato sul completo svolgimento del processo valutativo:

1. Formazione e apprezzamento base informativa
2. Applicazione dell'analisi fondamentale
3. Selezione delle metodologie di stima più idonee allo scopo
4. Apprezzamento dei fattori di rischio
5. Sintesi valutativa

2 **Parere valutativo**
PIV I.4.4

Svolgimento di una parte soltanto del processo valutativo

3 **Parere di congruità**
PIV I.4.5

Giudizio su una decisione già assunta (prezzo o rapporto di cambio)

4 **Calcolo valutativo**
PIV I.4.6

No stime, solo calcolo di una attività o passività in base a formule e/o input predefiniti

5 **Revisione di una stima**
PIV I.4.7

Esame critico di uno dei lavori precedenti



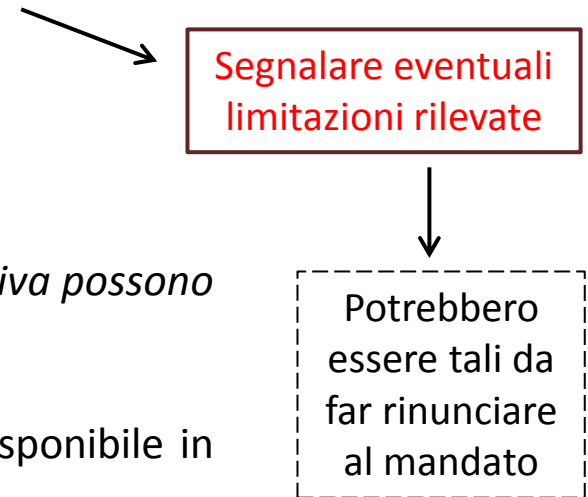
**Base
informativa
(PIV I.5)**

**Analisi
fondamentale
(PIV III.1.2)**

Base informativa

La base informativa utilizzata deve essere ragionevolmente obiettiva e completa (PIV I.5) dato che la valutazione deve esprimere un giudizio informato

Affidabilità valutazione: ↑ con utilizzo informazione
(1) corrente, (2) storica e (3) prospettica



Gli input e i dati raccolti che compongono la base informativa possono essere classificati rispetto:

- i. al tempo (informazione storica, corrente, prospettica)
- ii. alla data di valutazione e della relazione di stima (disponibile in tale data o solo successivamente)
- iii. all'accessibilità (privata o pubblica)
- iv. alla fonte (interna o esterna)
- v. alla completezza (completa o incompleta)

La completezza e l'obiettività della base informativa è funzionale ad una adeguata esecuzione dell'analisi fondamentale, da cui deriva la più coerente scelta del criterio di valutazione

Analisi fondamentale



Il distacco dell'esperto dal piano elaborato dal management può essere dovuto solo ad esigenze tecniche di valutazione, e non a motivi di dissenso.

Configurazioni
di valore e
Unità di
valutazione

Configurazioni di valore e Unità di valutazione

Finalità della stima: (1) valutazioni interne (valutazione partecipazioni, avviamento, marchi, effetti sul valore di un piano di investimento o di ristrutturazione); (2) esterne (possibili acquisizioni o aggregazioni); (3) operazioni straordinarie (conferimento, aumento di capitale, fusioni/scissioni, recesso)

Valore per chi?



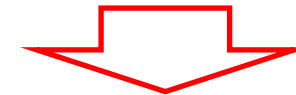
CONFIGURAZIONI DI VALORE

PIV I.1.6

Sei configurazioni:

1. Valore intrinseco
2. Valore di mercato
3. Valore d'investimento
4. Valore negoziale equitativo
5. Valore convenzionale
6. Valore di smobilizzo

Cosa si valuta?



UNITÀ DI VALUTAZIONE

PIV I.1.9

È l'aggregato di riferimento da cui derivare il valore dell'attività oggetto di valutazione. La scelta dell'unità di valutazione può modificare il risultato della stima. È la finalità della stima che di solito definisce l'unità di valutazione

- Azienda
- Pacchetto
- Singolo titolo

Valore Intrinseco (o fondamentale)

Il valore Intrinseco esprime l'apprezzamento che un qualsiasi soggetto razionale operante sul mercato senza vincoli e in condizioni di trasparenza informativa dovrebbe esprimere alla data di riferimento, in funzione dei benefici economici offerti dall'attività medesima e dei relativi rischi (PIV I.6.8)

Valore

Grandezza
non empirica,
è il risultato di
una stima

Valore
oggettivo

Prospettiva:
valore rilevante
per generici
partecipanti al
mercato (riflette
il valore della
attività in sé)

No
Exchange

-

Valore in
atto

esclude ogni
ipotesi speciale
e/o condizione
ipotetica

Nessuna
sinergia

-

- **Riflette la realtà operativa nelle sue condizioni correnti (esprime un valore in atto [«as is»])**
- **Non include premi o sconti perché esprime il valore recuperabile per un ipotetico investitore attraverso i flussi di risultato prospettici (valore recuperabile attraverso l'uso dell'attività, non attraverso la sua cessione)**

Valore di Mercato

Il valore di Mercato di un'attività reale o finanziaria (o di un'entità aziendale) o di una passività è il prezzo al quale verosimilmente la medesima potrebbe essere negoziata, alla data di riferimento dopo un appropriato periodo di commercializzazione, fra soggetti indipendenti e motivati che operano in modo informato, prudente, senza essere esposti a particolari pressioni (obblighi a comprare o a vendere) (PIV I.6.3)

Prezzo

Grandezza empirica, influenzata da tutte le variabili che incidono su domanda e offerta

Valore oggettivo

Prospettiva: valore rilevante per generici partecipanti al mercato (riflette il valore della attività in sé)

Exchange



Valore in atto o potenziale

esclude ogni ipotesi speciale e/o condizione ipotetica

Considera anche il valore di benefici legati ad ipotesi speciali o condizioni ipotetiche

Sinergie universali

realizzabili dai partecipanti al mercato in grado di garantire il miglior uso dell'attività (operative, legali, finanziarie, fiscali)

Valore di Investimento

Il valore di Investimento esprime i benefici offerti da un'attività reale o finanziaria (o di un'entità aziendale) al soggetto che la detiene o che potrà detenerla in futuro (PIV I.6.4)

Valore

Grandezza non empirica,
è il risultato di
una stima

Valore
soggettivo

Prospettiva:
valore rilevante
per specifici
soggetti

Exchange



Attuale
proprietario

Acquirente

Valore
potenziale

Considera
anche il valore
di benefici
legati ad
ipotesi speciali
o condizioni
ipotetiche

Sinergie
universali e
speciali

Realizzabili dai
partecipanti al
mercato e solo da
una specifica entità
in grado di garantire
il miglior uso
dell'attività
(operative, legali,
finanziarie, fiscali)

Valore Negoziale Equitativo

Il valore Negoziale Equitativo di un'attività finanziaria o reale (o di una entità aziendale) esprime il prezzo al quale verosimilmente la medesima potrebbe essere negoziata alla data di riferimento fra due o più specifici soggetti identificati, correttamente informati e concretamente interessati, bilanciando in modo equo i rispettivi interessi (PIV I.6.5)

Prezzo

Grandezza empirica, influenzata da tutte le variabili che incidono su domanda e offerta

Valore
soggettivo

Prospettiva: valore rilevante per specifici soggetti

Exchange



Valore
potenziale

Considera anche il valore di benefici legati ad ipotesi speciali o condizioni ipotetiche

Sinergie
speciali

Realizzabili solo da una specifica entità (operative, finanziarie, fiscali o legali)

***È diverso dal valore di mercato perché considera gli specifici benefici delle parti
bisogna cioè considerare i rispettivi vantaggi e svantaggi dall'operazione***

Valore di Smobilizzo

Il valore di Smobilizzo è un prezzo fattibile in condizioni non ordinarie di chiusura del ciclo d'investimento. Il valore cauzionale è un particolare valore di smobilizzo definito ex ante. Il valore di liquidazione (ordinaria o forzata) è un particolare valore di smobilizzo (PIV I.6.7)

Prezzo

Grandezza empirica,
influenzata da tutte le variabili che incidono su domanda e offerta

Valore
soggettivo
/ oggettivo

Prospettiva:

- valore rilevante per specifici soggetti (**liquidazione forzata**)
- valore rilevante per generici partecipanti al mercato (**liquidazione ordinaria**)

Exchange



Valore Convenzionale

Un valore Convenzionale discende dall'applicazione dei criteri specifici (particolari) che sono stati fissati per la sua determinazione dalla legge, e/o da regolamenti, e/o da principi contabili, o da contratti (PIV I.6.6)

La correttezza di tale valore discende esclusivamente dalla puntuale applicazione di detti criteri (PIV I.6.6)

Sono esempi di questa configurazione di valore:

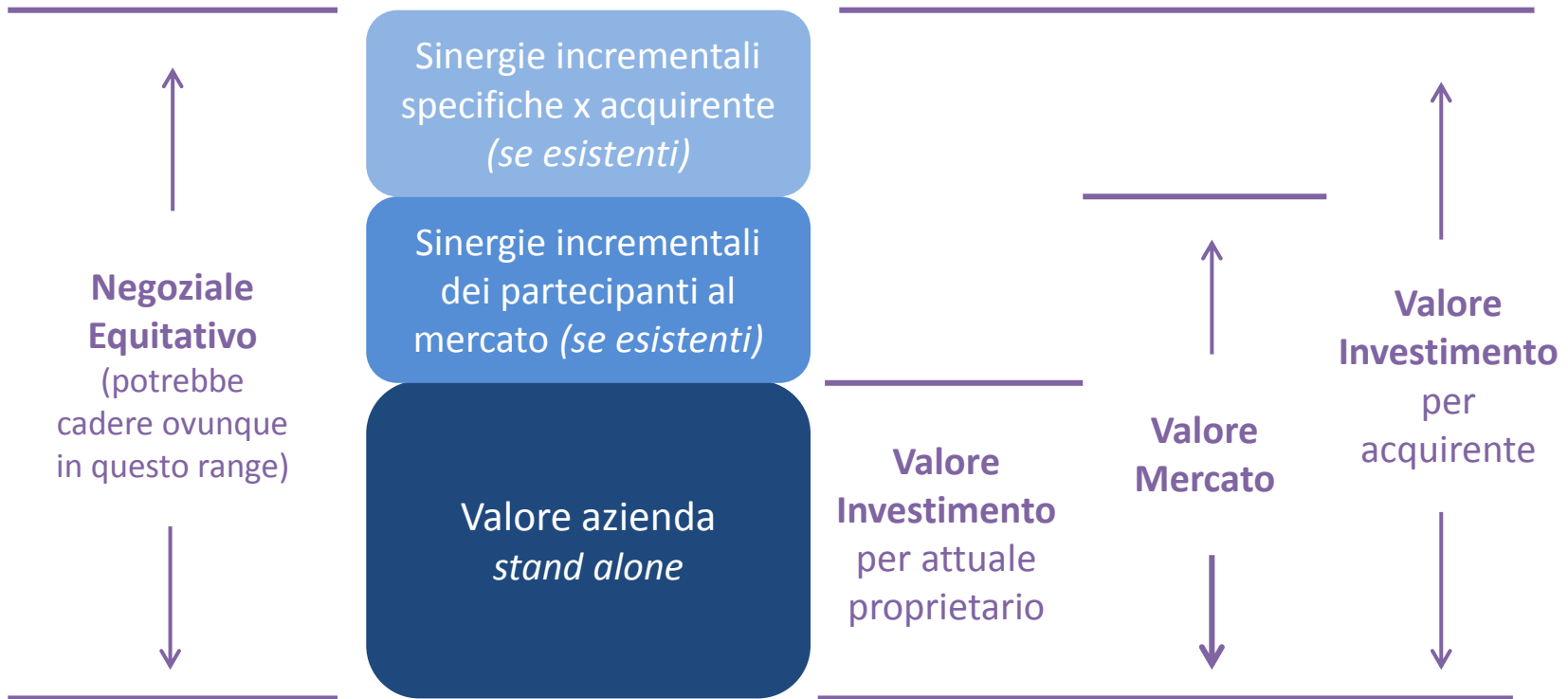
- 1) valori di bilancio, derivanti dall'applicazione di certi principi contabili (*fair value* IFRS, valore recuperabile, valore d'uso IFRS)
- 2) valori risultanti dall'applicazione dei criteri previsti dalla legge per particolari operazioni straordinarie (oggetto delle valutazioni legali)
- 3) valori risultanti da norme tributarie
- 4) valori risultanti dai criteri fissati dagli enti regolatori
- 5) valori risultanti da particolari pattuizioni contrattuali

Analisi e riconciliazione delle configurazioni

Le differenze di valore trovano spiegazione principalmente sulla base di \neq flussi di risultato prospettici

Non esiste a priori una gerarchia di valori

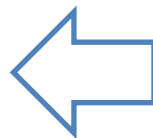
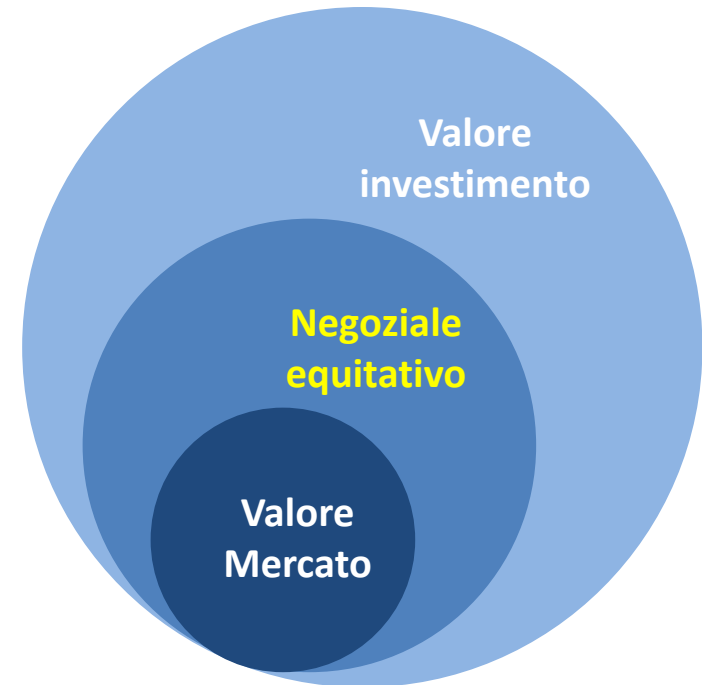
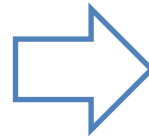
Es: non è sempre verificato che i partecipanti al mercato e/o uno specifico acquirente siano in grado di aggiungere valore rispetto all'attuale proprietario (in tal caso il valore di investimento per l'acquirente e il valore di mercato possono essere \leq al valore di investimento per l'attuale proprietario)



Analisi e riconciliazione delle configurazioni

Esempio 1

Compravendita fra due soggetti ad un prezzo (v. negoziale equitativo) che riflette la presenza di sinergie per lo specifico acquirente (> valore mercato) e la capacità del venditore di farsi riconoscere parte del > maggior valore d'investimento attribuito dall'acquirente



Esempio 2

L'attuale proprietario non dispone dell'accesso al mercato dei capitali necessario ad effettuare gli investimenti necessari ad espandere l'attività. Un partecipante al mercato con maggior disponibilità riconoscerebbe un > prezzo

Premi e sconti

Sono differenziali desunti dal mercato



Si ottiene valore corrente di mercato

Azienda

Pacchetti azionari



PREMI e SCONTI per cambiare conf. di valore

PREMI e SCONTI per altri fattori

PREMI e SCONTI di maggioranza - minoranza

Premi e Sconti rappresentano delle rettifiche da applicare ad un livello di valore per giungere ad un valore più elevato (premi) o ad uno inferiore (sconti)

Riflettono **benefici, rischi e informazioni** che caratterizzano l'unità di valutazione

-
- A. **Valutazione dell'intera azienda:** è possibile utilizzarli per passare da una **configurazione di valore** ad un'altra (ad es. dal valore intrinseco a quello di mercato), o per stimare il **valore di liquidazione forzata** di un'attività
 - B. Ci sono inoltre fattori o contesti aziendali che possono usufruire di premi e sconti, come la dipendenza dell'impresa da persone chiave (*key person discount*), l'eccessiva concentrazione del portafoglio clienti, gli sconti per mancanza di liquidità o nel calcolo del NAV
 - C. **Valutazione di pacchetti azionari (interessenze partecipative PIV III.4):** determinato il valore dell'azienda nel suo complesso, si applicano premi o sconti per la **quota appartenente ai soci**
Es. se il socio A detiene il 51% del capitale, la sua quota in realtà vale più del 51% (premio di maggioranza), come la quota del socio B vale meno del 49% (sconto di minoranza).

Utilizzo dei Premi cauto e motivato (PIV I.18)

Le **fasi** del processo valutativo

Stima: processo in divenire

Unità di valutazione



Configurazione di valutazione e livello di valore



Base informativa e Analisi fondamentale



Metodica di valutazione



Criteri di valutazione



Sintesi valutativa



Il processo di stima segue un iter logico ben definito, tuttavia le singole fasi non sono tra loro indipendenti perché ad esempio la scelta della metodica o dei criteri di valutazione potrebbero essere modificati in funzione dell'acquisizione della base informativa e dell'evolversi dell'analisi fondamentale

Fasi del processo valutativo

1) Ambientazione della valutazione

In questa fase vengono definiti tutti gli elementi che caratterizzano la valutazione e che permettono poi di riconciliare la valutazione con altre svolte in tempi o con finalità differenti. Si tratta di :

- Unità di valutazione (cosa si valuta) PIV I.9
- Configurazione di valore (valore per chi ?) PIV I.6
- Scopo del lavoro (perché si valuta) PIV I.9
- Tipo di incarico (come si valuta) PIV II.2
- Data di valutazione (a quando si riferisce la valutazione) PIV I.8
- Presupposti della valutazione (azienda in funzionamento o in liquidazione) PIV III.1.8

2) Architettura dell'impianto valutativo

In questa fase viene disegnato lo schema complessivo della valutazione che permette di comprendere la completezza ed il respiro del lavoro compiuto. Si tratta delle scelte relative a:

- Base informativa (proiezioni, piani approvati, etc.) PIV I.5 e PIV III.1.23
- *Assumptions* (natura e limiti) PIV I.5.6
- Metodiche di valutazione (criteri principali e secondari) PIV I.14
- Fattori di rischio (trattamento del rischio) PIV I.21 e PIV I.22

Fasi del processo valutativo

3) Applicazione delle tecniche di valutazione

In questa fase vengono applicati i criteri di valutazione, gli eventuali aggiustamenti ai valori stimati e l'allocazione del valore ai singoli strumenti (ad esempio azioni ordinarie e di risparmio):

- Criteri fondati sui risultati attesi (reddituale, finanziari e che esplicitano la creazione di valore) PIV III.1.31 e PIV III.1.33 e PIV.III.1.35
- Costo del capitale PIV III.1.43
- Multipli PIV III.1.38
- Criteri patrimoniali PIV III.1.28
- Aggiustamenti (Premi e sconti) PIV III.4
- Allocazione del valore a differenti strumenti PIV III.8

4) Formulazione della sintesi valutativa

In questa fase si formula l'opinione di valore attraverso:

- Supporti e verifiche di ragionevolezza PIV III.1
- Il giudizio finale



Metodiche e
Criteri di
valutazione

Metodiche di valutazione

Tre principali metodiche di valutazione. L'esperto deve spiegare le ragioni per cui non ha fatto uso di una o due metodiche (PIV I.14.2):

Mercato
(market
approach)

Fornisce un'indicazione di valore attraverso la comparazione con aziende simili o identiche con riferimento alle quali sono disponibili indicazioni significative di prezzi recenti

Flussi attesi
(income
approach)

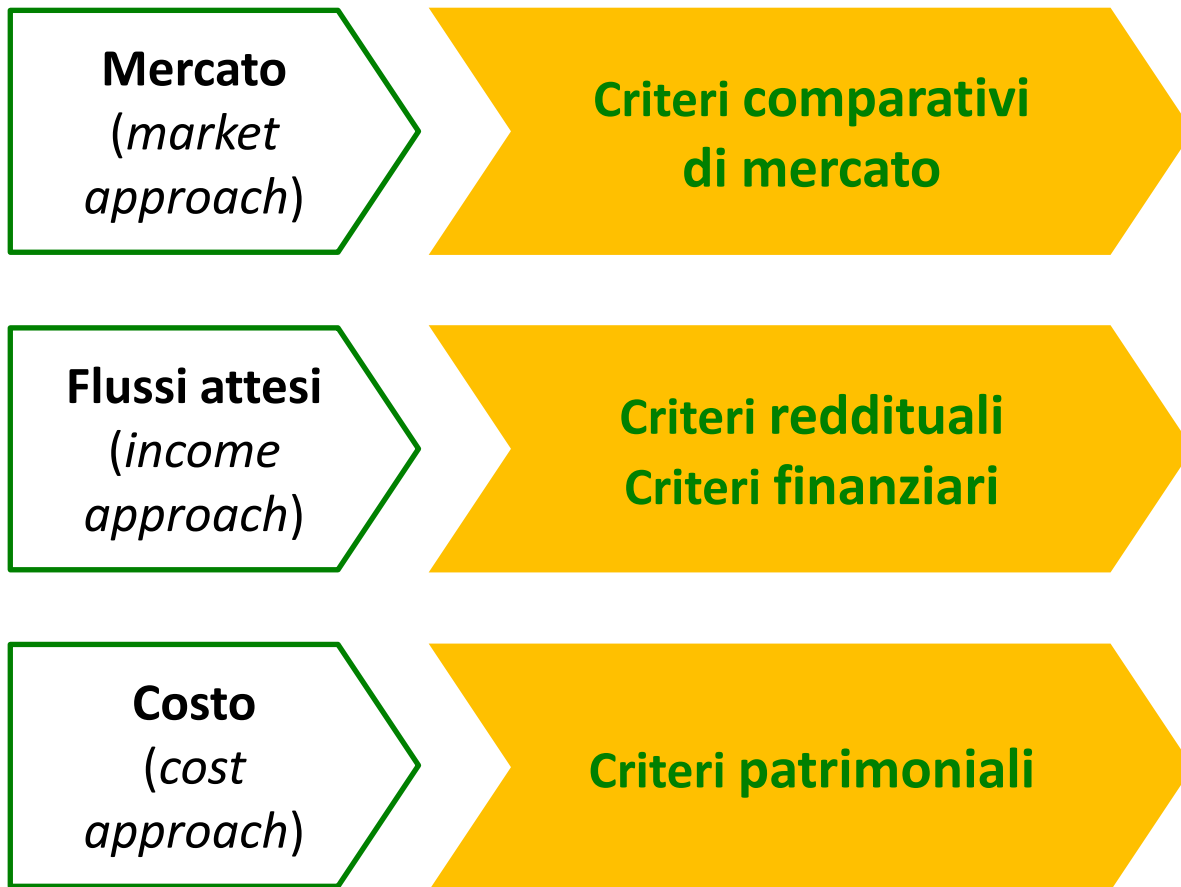
Fornisce un'indicazione di valore basata sulla capacità di una azienda di generare flussi di risultati per il futuro

Costo
(cost
approach)

*Fornisce un'indicazione dell'onere che dovrebbe essere sostenuto per sostituire o rimpiazzare l'azienda oggetto di valutazione intesa come somma di attività e passività.
(1) Costo di riproduzione (2) costo di sostituzione*

Criteri di valutazione

I **criteri** di valutazione sono riconducibili alle metodiche generali (PIV III.1.11):



**Scelta del criterio
motivata e coerente
con** (PIV III.1.16):

- Caratteristiche azienda
- Configurazione di valore
- Unità di valutazione
- Base informativa

Consigliato:
accompagnare un
metodo di controllo
a quello principale

Considerazioni preliminari

1

Principi cardine teoria valutazioni:

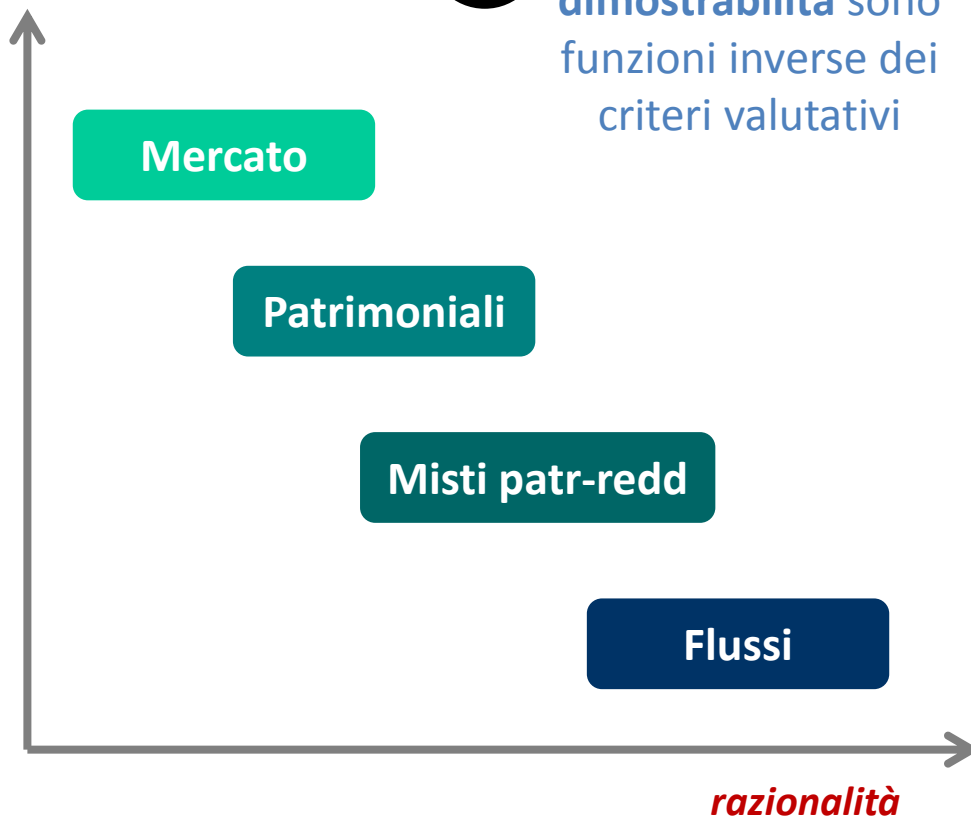
- Ogni valutazione è per sua natura prospettica
- si riferisce ad un determinato punto nel tempo
- I tassi di attualizzazione sono derivati dal mercato
- Può essere influenzata dalla liquidità o altri fattori

2

Orizzonte temporale illimitato

(in caso contrario segnalare criteri per l'individuazione dell'arco temporale) PIV III.1.17

dimostrabilità



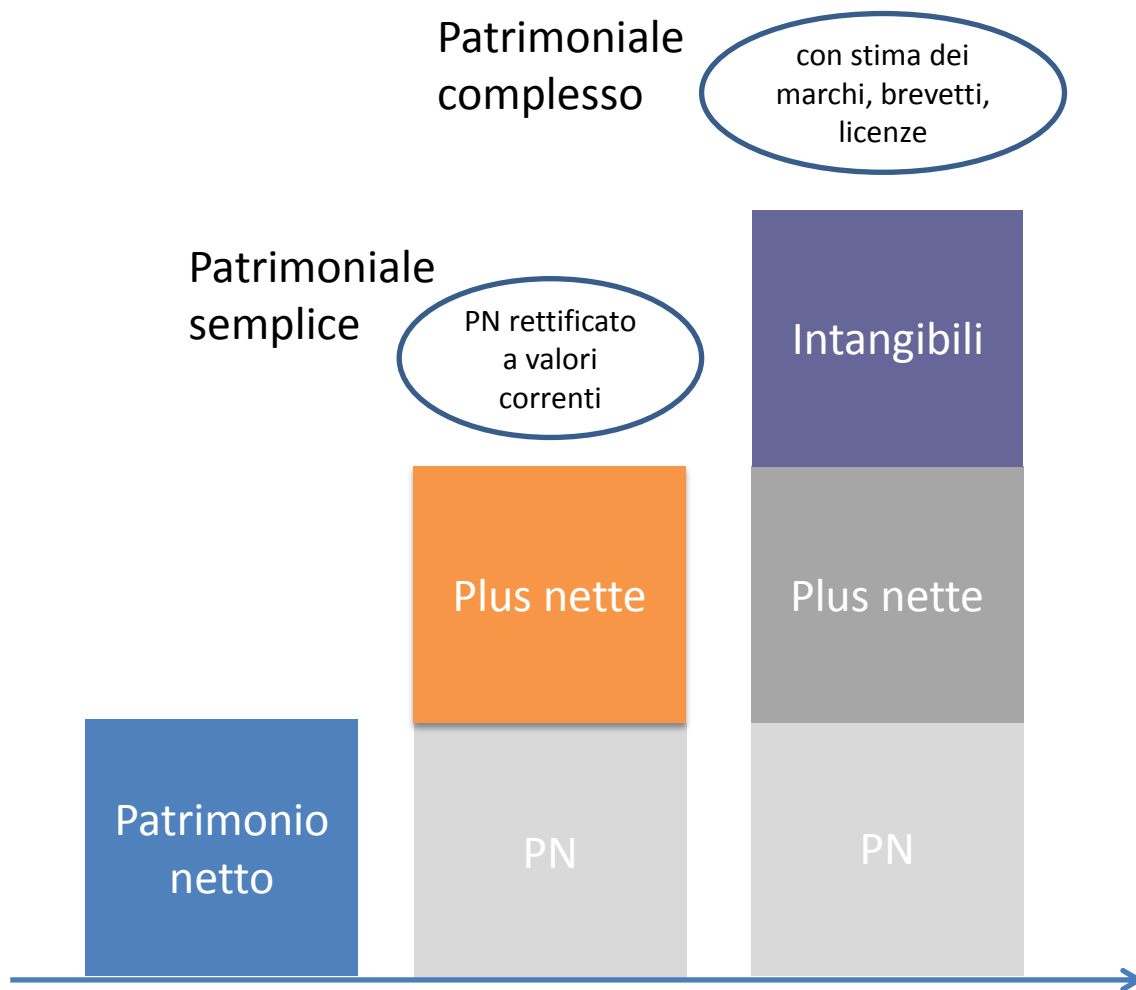
3

Razionalità e dimostrabilità sono funzioni inverse dei criteri valutativi

Considerato, oltre ai 3 punti sopra, che l'opinione di valore deve essere razionale, verificabile, coerente e affidabile, per un'azienda in funzionamento le metodiche basate sui flussi sono spesso da considerarsi preferibili

Valutazioni di tipo Patrimoniale

Il Valore risulta dalla distinta stima a valori correnti delle singole attività e passività (PIV III.1.28)



A partire dal PN contabile si aggiungono i valori correnti (netto valore contabile) al netto delle imposte figurative

Utilizzo tendenzialmente limitato e riconducibile alla valutazione di:

- > **Immobiliari**
- > **Holding di partecipazione** (approccio per *Sum of Parts*)

Valutazioni basate sui Flussi

VALORE del capitale di rischio = **valore attuale dei flussi attesi nel futuro (di cassa o reddituali)**

$$W = F(t) \cdot (1 + i)^{-t} + TV$$

F

Flussi (di cassa o reddituali) da attualizzare

t

Periodo di attualizzazione

i

Tasso di attualizzazione

TV

Terminal Value (valore terminale)



Flussi attualizzati anno per anno nel periodo di piano



Flussi attualizzati del Valore Terminale

Valutazioni basate sui Flussi

APPROCCIO DUPLICE per la determinazione dell'Equity Value

ASSET SIDE

EQUITY SIDE

Unlevered method

- + Capitale investito, pari alla somma dei flussi di cassa (o reddituali) **operativi** attualizzati
- Indebitamento finanziario (PFN)
- = Patrimonio netto (Equity Value)

PRESCINDE DALLE MODALITA' CON CUI VIENE FINANZIATO IL CAPITALE INVESTITO

Capitale investito
(*Enterprise value*)

Posizione Finanziaria Netta
(*Debt value*)

Capitale di rischio
(*Equity value*)

Levered method

- = Patrimonio netto (equity value) determinato attualizzando i flussi di cassa (o reddituali) **netti** disponibili per gli azionisti

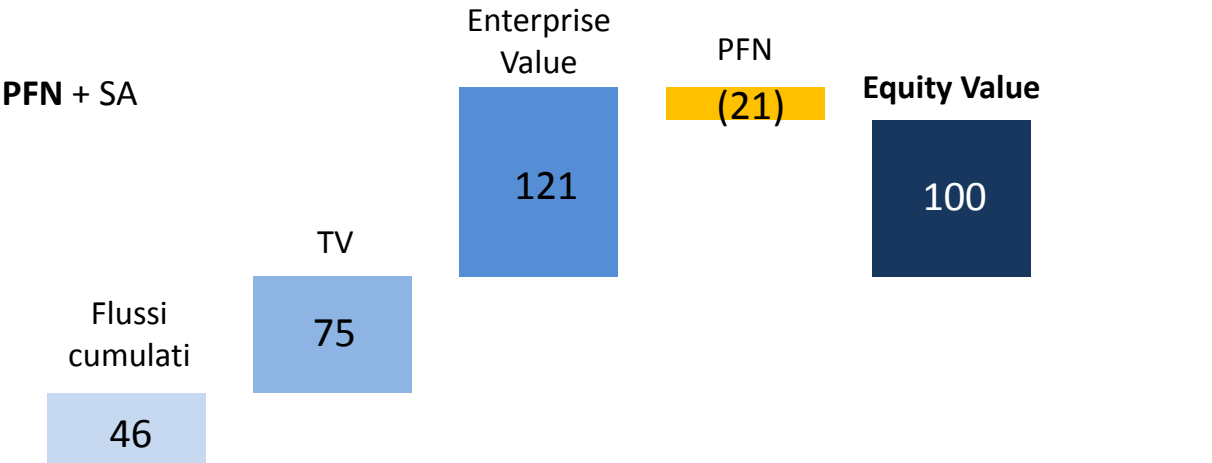
CONSIDERA LE MODALITA' CON CUI VIENE FINANZIATO IL CAPITALE INVESTITO

Valutazioni basate sui Flussi

In ottica *Asset side*

$$W = [\text{UFCF} (t) \cdot (1 + \text{WACC})^{-t} + \text{TV}] - \text{PFN} + \text{SA}$$

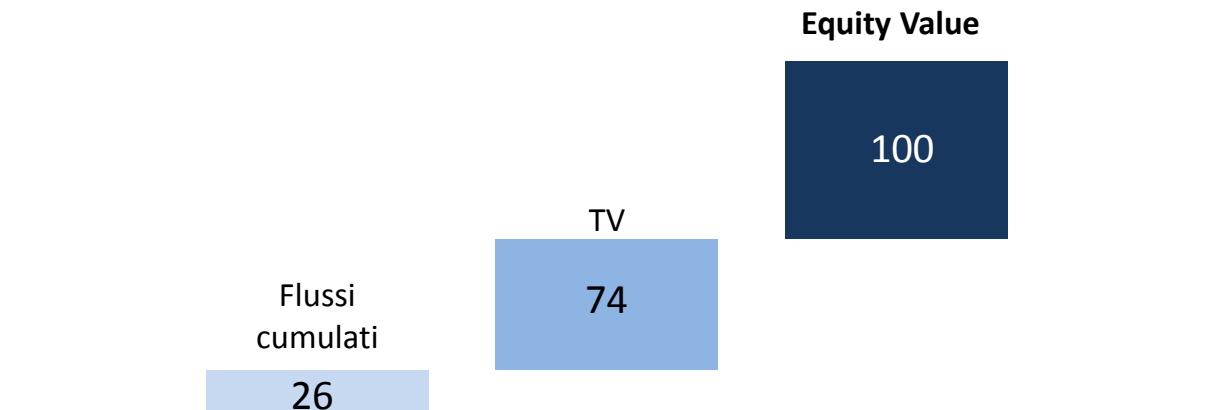
Valore del capitale determinato attualizzando i flussi di cassa (o reddituali) operativi cui detrarre poi il valore della PFN (indebitamento finanziario, di mercato)



In ottica *Equity side*

$$W = [\text{FCFE} (t) \cdot (1 + \text{Ke})^{-t} + \text{TV}] + \text{SA}$$

Valore del capitale determinato attualizzando i flussi di cassa (o reddituali) direttamente disponibili per gli azionisti



Valutazioni Redditali

Le valutazioni reddituali sono basate, in relazione al fatto che si segua un approccio equity side o asset side, sulla capitalizzazione del reddito distribuibile di lungo periodo (o del risultato operativo disponibile al netto delle imposte che pagherebbe la società se non fosse indebitata [Nopat]) dell'azienda o del ramo oggetto di stima, ad un tasso espressivo del costo-opportunità dei mezzi propri (o del costo medio ponderato del capitale) (PIV III.1.31)

In situazioni aziendali stabilizzate le stime di tipo reddituale sono in assoluto preferibili (PIV III.1.32)

Situazioni stabilizzate (c.d. steady state)

- > non si genera significativa crescita dalle risorse a disposizione: flusso stabile
- > flusso stabile per un periodo indefinito
- > crescita possibile solo reinvestendo gli utili
- > flusso di reddito = flusso di cassa.

Forte continuità nel tempo delle condizioni si svolgimento della gestione:

reddito sostenibile nel lungo periodo stimato normalizzando i risultati del più recente passato e introducendo gli aggiustamenti eventualmente necessari per tenere conto di nuove condizioni future

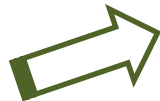
NB no mera proiezione al futuro dei risultati medi degli ultimi anni perché ogni stima è per sua natura **prospettica** ==> vanno verificate le condizioni di stabilità anche per il futuro

Valutazioni di tipo Finanziario

Le valutazioni basate sull'attualizzazione dei flussi monetari resi disponibili dall'azienda oggetto di stima comprendono il DDM e il metodo Discounted Cash Flow (DCF); quest'ultimo nelle varianti asset side o equity side. Esse impegnano l'esperto ad una corretta individuazione dei flussi di cassa, sia nella fase evolutiva, sia nella fase di stabilizzazione attesa per il lungo periodo (PIV III.1.35)

Situazioni NON stabilizzate

- > Notevole differenza tra redditi e flussi monetari causata dall'espansione degli investimenti in capitale fisso e circolante, oppure dalla loro contrazione
- > **Solo i metodi finanziari possono tenere adeguatamente conto di tale dinamica**



L'applicazione del DCF richiede la disponibilità di un **PIANO AZIENDALE** che dovrebbe estendersi sino alla stabilizzazione dei driver di valore
PIV III.1.36

Driver di valore

- risultato operativo netto imposte (Nopat)
- rendimento prospettico del capitale operativo investito (ROIC)
- reinvestment rate (IR)
- tasso (ke o wacc)

Valutazioni di tipo Finanziario

L'analisi del Piano

Nel caso di **VALUTAZIONE** l'esperto **deve** esprimersi sulla ragionevolezza complessiva del piano (\neq da fattibilità) e ove necessario **deve integrarlo con specifiche motivazioni** (PIV III.1.24):

- Interviste al management e ai responsabili di settore
- Verifica della natura del piano (approvato da Cda, previsioni del management)
- Identificazione della finalità del piano (**scenario medio atteso**, scenario più probabile stimato)
- Raccolta evidenze esterne (per confronto ipotesi)

Nel caso di **PARERE VALUTATIVO** l'esperto **può non** esprimersi sulla ragionevolezza complessiva del piano ma **deve** comunque esprimere un giudizio sulla completezza e accuratezza delle ipotesi alla base dell'informazione prospettica utilizzata. Ciò al fine di (a) decidere se usare o meno l'informazione prospettica e (b) di valutare i rischi di tale informazione (PIV III.1.25):

Se viene recepito il piano senza pronunciarsi sul merito si formula un parere valutativo e non una valutazione (**NB: le valutazioni legali ex c.c. sono valutazioni e non pareri valutativi per cui l'esperto deve esprimersi sul piano**)

Se il giudizio non è pienamente favorevole al piano ci sono due possibilità:

- 1) Integrare i flussi in base agli elementi informativi disponibili
- 2) Aumentare il premio per il rischio da incorporare nel tasso di attualizzazione (coefficiente α : esprime rischio connesso all'uso di risultati stimanti anziché dei medio-attesi)

Valutazioni di tipo Finanziario

Determinazione dei flussi di cassa

In ottica *Asset side*

FCFO - Free Cash Flow from Operation (UFCF Unlevered FCF)

EBIT	
taxes on EBIT	(-)
NOPAT	
ammortamenti e accantonamenti	(+)
Δ TFR e altri fondi	(+/-)
Gross cash flow	
Δ capitale circolante	(+/-)
investimenti (disinvestimenti)	(+/-)
Gross investment	
Free cash flow from operation	=

In ottica *Equity side*

FCFE - Free Cash Flow to Equity

EBIT	
taxes on EBIT	(-)
NOPAT	
ammortamenti e accantonamenti	(+)
Δ TFR e altri fondi	(+/-)
Gross cash flow	
Δ capitale circolante	(+/-)
investimenti (disinvestimenti)	(+/-)
Gross investment	
Free cash flow from operation	=
Oneri e proventi finanziari	(+/-)
Nuova finanza/(rimborso debito)	(+/-)
Free cash flow to equity	=

Valore terminale

L'esperto deve prestare grande attenzione alla stima del valore terminale, essendo consapevole del peso elevato che questo può avere sul valore finale, specie quando il flusso di risultato a regime risulta significativamente superiore a quello corrente (PIV III.1.37)

Il valore residuo aziendale o valore terminale (TV) è l'ultimo elemento da considerare ai fini della valutazione con i metodi basati sui flussi. Si tratta di stimare il valore dei flussi successivi all'orizzonte di riferimento esaminato in dettaglio.

Viene **attualizzato** l'ultimo **flusso di cassa "a regime"**, ossia l'ultimo **utile netto** stabilizzato se in ottica *equity side*, o l'ultimo **reddito operativo netto** stabilizzato se in ottica *asset side*.

$$TV = [F_{n+1} (1 - IR) / (i - g)] * (1 + i)^{-t}$$

Il **fattore di crescita g** può incidere in misura rilevante sul TV. Nel lungo periodo il tasso g dell'azienda tende a quello del settore, che a sua volta tende al tasso di crescita dell'economia in generale. Considerato che **$g = IR \times ROIC$** , un'azienda che reinveste il 20% (IR) del reddito operativo netto imposte prodotto (Nopat) e che abbia un ROIC (Nopat/Capitale Investito netto) prospettico del 10%, dovrebbe avere un g del 2% (detto valore non dovrebbe essere > del tasso g del settore)

Valutazioni di tipo misto

(...) Si tratta nella sostanza di procedimenti sempre riconducibili a valutazioni reddituali, che mettono in risalto l'entità del valore creato rispetto ai mezzi investiti nell'azienda, o nel ramo di azienda considerato e che permettono, sotto talune condizioni, di ridurre il peso attribuito al valore terminale nelle valutazioni di tipo reddituale (PIV III.1.33)

Criterio che coniuga l'affidabilità della dimensione patrimoniale dell'azienda e la rilevanza dei dati reddituali prospettici

Può essere utilizzato sia nelle situazioni di crescita stabile sia nelle situazioni non stabilizzate

$$W = K + (R - iK) \times (1+i)^{-t}$$

ORIZZONTE LIMITATO: non considera il valore creato post t

ORIZZONTE ILLIMITATO: considera un reddito medio prospettico

Secondo i PIV i metodi misti nascono come **metodi di controllo** di quelli basati sui flussi per verificare l'effettiva creazione di valore

Valutazioni comparative di mercato

Le valutazioni comparative comportano l'applicazione, a grandezze aziendali rilevanti, di moltiplicatori (o «multipli») ricavati dalle capitalizzazioni di Borsa di società quotate confrontabili. Rappresentano stime finalizzate all'individuazione di un probabile valore di mercato dell'azienda oggetto di esame (PIV III.1.38)

Vantaggi individuato il multiplo del campione il calcolo è piuttosto semplice

Svantaggi elevati rischi di errore legati ad una non corretta analisi (i) della redditività rispetto alle comparabili, (ii) delle aspettative di crescita e (iii) del rischio connesso all'attività e alla singola azienda

Multipli asset side

- EV/ricavi (EV/Sales)
- EV/Ebitda
- EV/Ebit
- EV/CI (cap. investito netto)
- EV/FCFO (flussi di cassa operativi)

Multipli equity side

- P/utile (P/Earning)
- P/PN (P/Equity)
- P/FCFE (flussi di cassa netti)

Multipli asset side EV / EBITDA

comparabile quotata 1	6,02
comparabile quotata 2	5,30
comparabile quotata 3	6,17
comparabile quotata 4	4,65
comparabile quotata 5	7,50
Valori massimi	7,50
Valori minimi	4,65
Valori medi	5,93
Valori mediani (a)	6,02
EBITDA società (b)	100
EV (enterprise value) (c = a x b)	602
PFN (d)	(200)
Equity Value (e = c + d)	402

Società non quotata: applicare sconto per mancanza di liquidità

Tasso di attualizzazione

- Il modello cui fare normalmente riferimento è quello del CAPM (*Capital Asset Pricing Model*) (PIV III.1.44)
- Si devono precisare le fonti utilizzate e le ragioni delle scelte (PIV III.1.43)

Asset side

WACC - Weight Average Cost of Capital

- Il WACC è il tasso minimo che un'azienda deve generare come rendimento dei propri investimenti per remunerare i creditori, gli azionisti e gli altri fornitori di capitale
- È il Costo medio ponderato del capitale, ossia la media ponderata tra il costo del capitale proprio e il costo del capitale di debito
- Il WACC è quindi calcolato tenendo conto del peso relativo di ciascuna componente della struttura del capitale (proprio e di debito)

Equity side

Ke – Cost of Equity

- Il Costo del capitale proprio è il tasso minimo che un'azienda deve generare come rendimento dei propri investimenti per remunerare gli azionisti
- Il Cost of equity è quindi il costo del capitale proprio (rendimento atteso del capitale di rischio)
- ed è una componente del WACC (asset side)

WACC – Costo medio ponderato del capitale

$$WACC_{\text{post-tax}} = E/(D+E) \cdot K_e + D/(D+E) \cdot K_d(1-t)$$

Cost of Equity

$$K_e = R_f + \beta (R_m - R_f) + S_p$$

Cost of Equity: rappresenta il rendimento medio atteso del capitale azionario

1. **Rf (Risk free rate):** tasso privo di rischio del Paese oggetto di analisi (per l'Italia, BTP decennale o IRS decennale + spread 2-3%)
2. **Rm – Rf (Rp: Market risk premium):** è il Premio di mercato per il rischio azionario (rinvenibile da fonti esterne. Es: sito A. Damodaran). Non deve includere il rischio paese se già compreso nel Risk free rate
3. **Beta:** il parametro β corregge il compenso per il rischio medio di mercato adattandolo alla specifica situazione aziendale (Beta = 1 rischio azienda = rischio mercato)
4. **Size premium:** sommato al costo del capitale per tener conto della > rischiosità delle piccole aziende nel reperire finanziamenti (range 1 - 4%)

Cost of Debt

$$k_d \cdot (1-t)$$

Cost of Debt: è il tasso teorico di rifinanziamento a titolo oneroso, al netto della fiscalità media effettiva “ t ” della Società (applicata per tenere conto della deducibilità fiscale degli oneri finanziari)
È possibile ricorrere a diversi approcci operativi:

1. struttura finanziaria della Società alla data di riferimento della valutazione;
2. struttura finanziaria prospettica della Società, definibile in base a valori medi rilevati su un campione di società comparabili (nell’assunzione che, nel lungo periodo, la struttura finanziaria della Società si allineerà a quella dei suoi *competitors*)

Rapporto di Indebitamento: rappresenta il peso delle componenti “Equity” e “Debt” nella struttura finanziaria osservabile nel settore di riferimento della società oggetto di valutazione

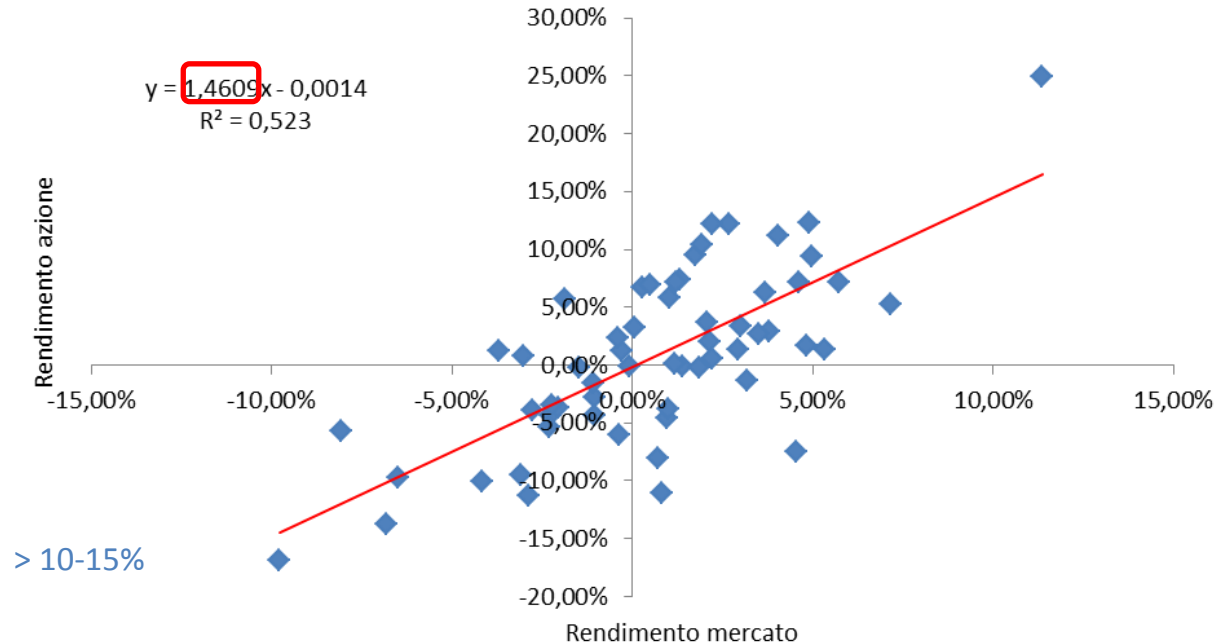
WACC – Costo medio ponderato del capitale

Coefficiente Beta: indicatore di rischio sistematico.

Misurazione: **(1)** individuazione società quotate comparabili **(2)** il cui Beta deve essere statisticamente significativo

Titolo Johnson Controls Inc
Indice borsa NYSE
Data 14/10/15
Periodo 5 anni
Frequenza mensile

Statistica della regressione	
R multiplo	0,7232
R al quadrato	52,30%
R al quadrato corretto	51,46%
Errore standard	0,0525
Osservazioni	59



> 10-15%

	Coefficienti	Errore standard	Stat t	Valore di significatività
Intercetta	-0,0014	0,0069	-0,2013	84,12%
Beta	1,4609	0,1848	7,9050	0,00%

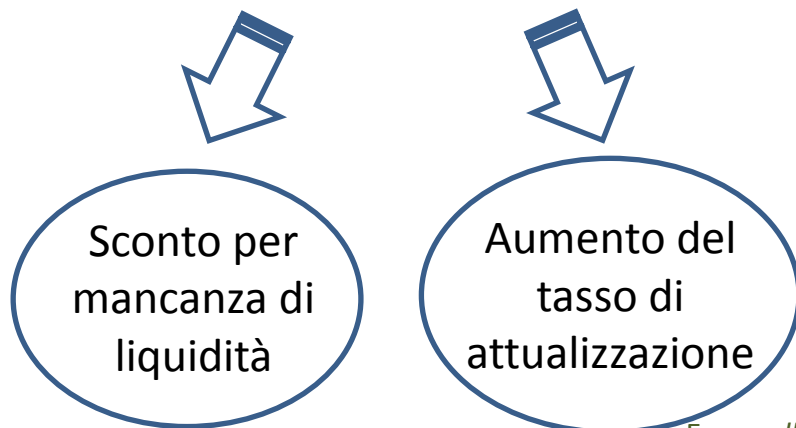
> 1,96 / 2

Adattamenti per PMI e Sintesi valutativa

Valutazione di società non quotate e di minori dimensioni (PIV III.2.3)

L'applicazione di metodiche di mercato e l'utilizzo di parametri (**tassi**, premi e sconti) desumibili dal mercato comporta alcune **criticità** nella stima di società non quotate di minori dimensioni:

- Rischio sistematico
- Rischio specifico
- Disponibilità o meno di piani formalizzati



Es. small cap size premium

Sintesi delle valutazioni (PIV III.1.42)

Formulazione di una sintesi razionale, scritta, delle diverse indicazioni di valore ottenute

Da inserire:

- richiamo agli aspetti critici del processo valutativo
- Motivare la \neq tra risultati derivanti dall'applicazione dei metodi basati sui flussi e sui multipli (valore mercato)

Da evitare:

- > l'applicazione di semplici medie a valori molto dispersi
- > la presentazione di range di valore così ampi da rendere troppo discrezionale la decisione su cui si basa la stima (Δ 10-15% intorno ad un valore puntuale è ragionevole)

Valutazioni **legali**
e ai fini di **bilancio**

Valutazioni legali



Sono quelle disposte dal codice civile:

- aumenti di capitale
- fusione e scissione
- trasformazione e conferimento
- recesso

L'esperto è chiamato a garantire **correttezza ed equità**, in particolare ai **soci minoritari** e agli **stakeholders**

Ai fini di una valutazione legale è necessario (PIV IV.2):

- Identificare la sostanza economica dell'operazione e rilevarla attraverso le modalità di generazione del valore aggiunto, il nuovo assetto societario e di governance, altri fattori
- Essere in possesso delle competenze e l'esperienza necessaria
- **Predisporre una valutazione piena e non solo pareri valutativi**
- Fornire tutte le informazioni necessarie a seguire tutti gli sviluppi del processo valutativo e di riprodurre i calcoli effettuati nelle stime
- Adottare criteri che si rifanno ad una pluralità di metodiche di valutazione, motivando poi perché è giunto ad un determinato risultato
- Prestare particolare attenzione ai fattori di rischio e indicare le difficoltà riscontrate

Valutazioni legali: le casistiche

Gli aumenti di capitale (art.2441)

Casistica	Aumento con limitazione diritto opzione
Obiettivo	Equità tra vecchi e nuovi soci entranti
Unità valutazione	PN, poi pro-quota
Configurazione	Valore di mercato del titolo
Criteri valutazione	Reddito, costo e mercato

Fusioni e scissioni (art 2501, 2501 bis, 2501 ter, 2501 sexies, 2506 ter)

Obiettivo	Evitare trasferimento di ricchezza a garanzia delle minoranze delle società coinvolte
Unità valutazione	Singolo titolo
Configurazione	Valore di mercato o intrinseco (no valori potenziali)
Criteri valutazione	Omogenei per determinare il concambio

Valutazioni legali: le casistiche

Conferimenti e trasformazioni (art 2343, 2343 ter, 2465)

Obiettivo	Equità tra vecchi e nuovi soci entranti
Unità valutazione	Beni oggetto di conferimento (se azienda o ramo verifica autonomia di reddito)
Configurazione	Valore normale di mercato dei beni o, nel caso di azienda o ramo, il < fra v. intrinseco e v. di mercato
Criteri valutazione	Reddito, costo e mercato

Recesso (art. 2437 ter)

Obiettivo	Evitare trasferimento di ricchezza tra soci
Unità valutazione	Azienda nel suo complesso. Valore singola quota calcolato pro-quota
Configurazione	Valore intrinseco (no valori potenziali)
Particolarità	Sconto se è probabile il ricorso a capitale esterno (diluizione valore per futuri aumenti di capitale)

Valutazioni a fini di bilancio



Sono quelle disposte dai principi contabili OIC:

- partecipazioni
- altri asset
- avviamento
- passività, ecc.

L'esperto deve essere in possesso di una **competenza** specifica in merito ai principi contabili e un'adeguata **esperienza**. Deve inoltre comprendere le responsabilità ed il ruolo delle figure coinvolte nella redazione, approvazione e revisione del bilancio

La valutazione dell'esperto (PIV IV.7):

- Dipende dall'informazione disponibile (più peso a quella esterna e indipendente)
- Dipende tipologia dell'incarico (valutazione o parere valutativo)
- Deve essere ripetuta nel tempo
- Esclude ipotesi ipotetiche (se non già comunicate al mercato / terzi) e ipotesi speciali
- Può derivare da più criteri di valutazione

Casi pratici

1 Valutazioni di immobilizzazioni materiali e immateriali - OIC 9 Svalutazioni per perdite durevoli (par. 10)

«Se il **valore recuperabile** di un'immobilizzazione è inferiore al suo valore contabile l'immobilizzazione si rileva a tale minor valore»

È fondamentale quindi individuare il valore recuperabile, che è il > tra:

- > **Valore IN USO:** è il valore attuale dei flussi di cassa attesi da un'attività o da una UGC (metodo finanziario, tasso di attualizzazione WACC al lordo delle imposte)
- > **Valore EQUO:** è l'importo ottenibile dalla vendita di un'attività libera fra parti indipendenti, dedotti i costi di dismissione – *fair value less cost to sell* (può essere un prezzo già pattuito o un prezzo di mercato)

N.B. Se uno dei due supera il valore contabile non serve calcolare l'altro

Per le **imprese di minori dimensioni** è possibile applicare un approccio semplificato, basato sul confronto tra la capacità di ammortamento dei futuri esercizi con il valore netto contabile

2 Valutazioni di partecipazioni - OIC 21 Partecipazioni e azioni proprie (par.30)

«La perdita durevole di valore è determinata confrontando il valore di iscrizione in bilancio della partecipazione con il **valore recuperabile**, determinato in base ai benefici che si prevede affluiranno all'economia della partecipante»

Nel prosieguo del principio contabile non vengono però date indicazioni in merito al calcolo del valore recuperabile, sebbene il riferimento ai benefici futuri lasci pensare ad un **procedimento analogo a quello dell'OIC 9 (maggiore tra valore in uso e valore equo)**. Tale lacuna consente all'esperto la scelta di applicare metodi finanziari, reddituali o di mercato



REVIDERE

**Revidere
Società di
Revisione Srl**

Via Dominutti 2 - 37135 Verona
www.revidere.it

contatti: michele.zampieri@revidere.it