

REVIDERE

LA VALUTAZIONE DELLE FARMACIE

13 dic. 17

**Business
Valuation**



Agenda



La valutazione



Approccio valutativo e criteri di valutazione



Valutazioni basate sui flussi



Esempi

La valutazione

LA VALUTAZIONE È UN **GIUDIZIO** RAGIONATO E MOTIVATO CHE SI FONDA SU **STIME**

Fonte: Principi Italiani di
Valutazione I.1.1 e I.1.2



(1) **Non** è il risultato di un mero calcolo matematico (2) Non esiste un valore «vero» (3) Il giudizio deve essere **obiettivo**, più che prudente

**Il mercato delle
valutazioni**



La valutazione è
una professione,
non è una
commodity



- La valutazione delle farmacie si è storicamente basata sul multiplo P/Sales (prezzo/fatturato)
- Il contesto competitivo (ancor prima la miglior prassi valutativa) fa sì che la valutazione, per essere razionale, verificabile, coerente, affidabile, debba essere «costruita» sui **fondamentali** dell'impresa (ricavi, costi, margini, debito finanziario netto, ecc.)

Esempio di dispersione dei valori

Delisting (tentato) di Parmalat



Lactalis detiene l'87,74%



OPA 2,8
€/azione

2,8 €/azione esprime un EV/EBITDA di 11,4x > 8,7x dell'OPA 2011. +11% su media prezzi ultimo mese e +18% su ultimi 12

Amber Capital (socio <) detiene il 3% e stima un valore pari a

4 €/azione



La dispersione dei valori



Scenario

Il mercato chiede maggior professionalità al fine di migliorare la qualità dei servizi offerti ai committenti e agli utilizzatori finali delle stime

Nel 2012 nasce la
Fondazione OIV

OIV

Organismo Italiano di Valutazione

Fondazione indipendente
promossa da AIAF, ANDAF,
ASSIREVI, Borsa Italiana,
CNDCEC, Università Bocconi

ITA | ENG

Cerca nel sito



Oltre ai soci
fondatori, alcuni
gruppi di rilievo
nazionale hanno
aderito all'OIV



**OBIETTIVI
BASE
DELL'OIV**

- migliorare la qualità media delle valutazioni
- superare la frammentazione dei diversi ambiti di specializzazione
- dare agli esperti di valutazione una piattaforma comune
- condividere e sviluppare strumenti in grado di accrescere la professionalità

Principi Italiani di Valutazione



OIV
Organismo Italiano di Valutazione



Al fine di dar corso agli obiettivi, l'OIV ha pubblicato nel 2015 i Principi Italiani di Valutazione (PIV)

I PIV forniscono un METODO DI LAVORO per ridurre gli errori/differenze di valore e aumentare la **FIDUCIA** dell'utilizzatore finale

affinché l'opinione di stima sia **trasparente** (PIV I.1.4) e a **tutela dell'utilizzatore finale**

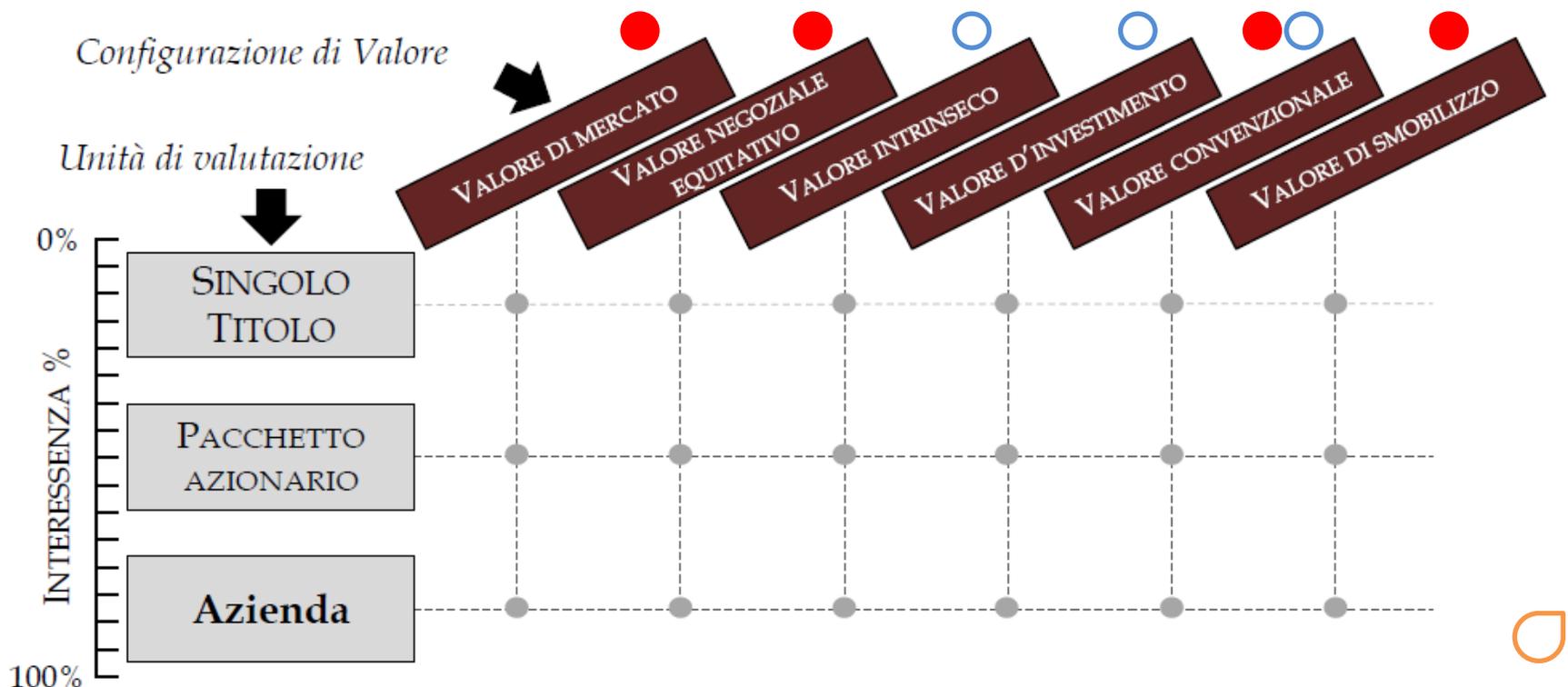
La relazione di stima e la relativa opinione deve essere:

- Adesione ai PIV facoltativa dal 01.01.16, comporta anche
- Adesione al Codice Etico dell'IVSC
- Dichiarazione di competenza rispetto a oggetto e scopo

- **razionale**: schema logico e rigoroso
- **verificabile**: processo valutativo ripercorribile, fonti attendibili, ipotesi ragionevoli, correttezza dei calcoli
- **coerente**: più ampia corrispondenza tra base informativa, obiettivi e risultati della stima
- **affidabile**: minor discrezionalità possibile

La finalità e la matrice dei possibili valori

Nell'eseguire una stima, in funzione della **FINALITÀ** per cui è eseguita (M&A, operazioni straordinarie, ai fini di bilancio, contenzioso) si deve tener conto della **CONFIGURAZIONE DI VALORE** (es. valore di mercato, valore di investimento, di liquidazione, ecc.) e della **UNITA' DI VALUTAZIONE** (azienda, partecipazione o singolo titolo)



Fonte: M. Bini

- **Prezzo:** grandezza empirica, influenzata dalle variabili che incidono su domanda/offerta
- **Valore:** grandezza stimata, non fattuale, risultato di un apprezzamento



Le sinergie e le riconciliazioni di valore

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

La componente di maggior peso che differenzia le configurazioni di valore è rappresentata dalle **SINERGIE**.

Queste possono essere **Universali** (realizzabili da un generico «partecipante al mercato») o **Speciali** (realizzabili da chi detiene il controllo, in aggiunta a quelle universali), ovvero **Divisibili / Indivisibili**



Fonte: IVS

Il processo valutativo

Il processo valutativo si basa su tre «pilastri»: (1) la base informativa, (2) l'analisi fondamentale, (3) la scelta dell'approccio con applicazione dei criteri di valutazione

1) **BASE INFORMATIVA:** insieme di input e dati raccolti

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

2) **ANALISI FONDAMENTALE:** insieme delle attività volte a scegliere il più adeguato approccio e criterio di valutazione

- **Analisi di settore/mercato**
- **Analisi strategica a livello di azienda**
- **Esame della documentazione contabile/gestionale**
- **Esame delle previsioni economiche finanziarie**
- **Analisi dei dati di scenario economici e di mercato**

3) **APPROCCIO VALUTATIVO:**

- **MERCATO** metodo dei multipli di borsa o di transazioni comparabili
- **FLUSSI ATTESI** metodo reddituale e metodo finanziario
- **COSTO** metodo patrimoniale

Approccio valutativo e criteri di valutazione

Tre principali **approcci** valutativi, cui sono ricondotti i **criteri** di valutazione

Mercato
market approach

Fornisce un'indicazione di valore attraverso la **comparazione** con aziende simili per le quali sono **disponibili indicazioni significative di prezzi recenti**

Criteri comparativi di mercato

Flussi attesi
income approach

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

Criteri reddituali e finanziari

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**

Criteri patrimoniali

Valutazioni basate sui flussi attesi

Il valore di un'azienda si basa sulla sua capacità di generare in futuro flussi di risultato (reddituali / finanziari)

Indiretto (c.d. *asset side*)

Approcci
alternativi

Diretto (c.d. *equity side*)

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

Capitale investito netto
(*Enterprise value*)

Posizione Finanziaria Netta
(*Debt value*)

Capitale di rischio
(*Equity value*)

= Patrimonio netto (Equity value) pari alla somma dei flussi attualizzati di cassa (o reddituali) netti normali disponibili per i soci

Criterio di valutazione reddituale

Le valutazioni reddituali sono basate sulla capitalizzazione del reddito distribuibile (o operativo) di lungo periodo ad un tasso espressivo del costo opportunità dei mezzi propri (o del costo medio ponderato del capitale)

Il flusso contabile non può essere usato tale e quale, ma deve essere **rettificato** (normalizzato) e **integrato** al fine di

- eliminare le componenti occasionali
- ripartire le componenti con ricorrenza pluriennale
- riequilibrare le componenti inquinate

REDDITUALE PURO

$$W = \frac{NOPAT}{WACC} - PFN$$

NOPAT = reddito operativo netto imposte medio atteso

WACC = costo medio ponderato del capitale

PFN = posizione finanziaria netta

$$W = \frac{R}{i}$$

R = reddito netto medio atteso

i = tasso di rendimento atteso del capitale di rischio (cost of equity)

Esempi di rettifiche ai redditi contabili

- Eliminazione di componenti di reddito che non hanno attinenza alla gestione caratteristica
- Rilevazione di oneri figurativi per uso di risorse con corrispettivo non congruo
- Rettifica dei valori determinati in funzione di politiche di bilancio e di errori
- Iscrizione dei beni in leasing col metodo finanziario (come se fossero beni acquistati con un finanziamento bancario)

Campione di farmacie società di capitali in Veneto

Criteria di selezione del campione

STEP 1

Estrazione da Infocamere delle (i) società di capitali con (ii) codice attività "farmacia" e (iii) aventi sede in Veneto

STEP 2

Escluse dal campione le società (i) in liquidazione, (ii) le società multi business e (iii) le società con ultimo bilancio depositato ante 2015

STEP 3

Estrazione dell'ultimo bilancio depositato (esercizio 2016), esclusione di una società in perdita e formazione del campione [**14 società**]

Bilanci 2016	min	max	media	mediana
Ricavi	918	9.967	2.366	1.621
Primo margine	25,2%	43,7%	33,1%	33,2%
EBITDA margin	3,4%	11,8%	6,6%	5,6%
EBIT margin	1,7%	9,4%	4,0%	3,6%
Utile % su ricavi	0,2%	6,1%	2,4%	1,9%
ROE	1,6%	58,7%	23,4%	16,5%
PN (patrimonio netto)	14	3.737	613	207
Utile	3	332	61	38

9 farmacie su 14
sono a proprietà
comunale

10 farmacie su 14
hanno un solo
punto vendita

Campione di società quotate

Criteria di selezione del campione

STEP 1

Estrazione dal data provider Infront Analytics delle società quotate incluse nel sector "drug retailers"

STEP 2

Escluse dal campione le società "distributors" e "wholesalers" e le società la cui *business description* non è risultata attinente

STEP 3

Estrazione dei dati relativi all'ultimo esercizio (2016), esclusione delle società in perdita e formazione del campione [**18 società**]

Bilanci 2016	min	max	media	mediana
Ricavi	24.911	30.936.012	3.599.029	725.559
EBITDA margin	0,7%	33,2%	7,4%	6,1%
EBIT margin	0,1%	32,3%	5,7%	4,3%
Utile % su ricavi	0,0%	27,0%	4,1%	3,0%
ROE	0,1%	49,0%	13,0%	11,8%
PN (patrimonio netto)	8.934	1.247.810	347.153	120.519
Utile	56	145.838	41.411	6.734

Margini superiori al campione di società venete non quotate

ROE inferiore al campione di non quotate perché queste ultime hanno un PN molto basso

Esempio di calcolo del valore (1/2)

Selezione: società top performer NON QUOTATA

(income margin 6,1% e ROE 58,7%)

Input:

- reddito medio prospettico (R) = 56 k€
- costo del capitale (Ke) = 9% (*)

$$W = \frac{56}{9\%} = 622$$



Multiplo implicito P/Sales =
622/918 = 0,7

Multiplo P/Sales
comparabili quotate = 0,6 (4,5
top performer QUOTATA)

(*) è funzione del (i) tasso privo di rischio, (ii) ERP equity risk premium, (iii) Beta, (iv) rischi aggiuntivi

Dati economici	
€/000	2016
Ricavi	918
Acquisto merci	(594)
Variazione rimanenze	(5)
Costo del venduto	(599)
Primo margine	319
Gross margin	34,7%
Altri ricavi	7
<i>Costi</i>	
- servizi	(104)
- utilizzo beni di terzi	(14)
- spese generali	(16)
Valore aggiunto	192
Costi del personale	(84)
EBITDA	108
Ebitda margin	11,8%
Ammortamenti immateriali	(1)
Ammortamenti materiali	(21)
EBIT	86
Ebit margin	9,4%
Oneri finanziari	(1)
Proventi finanziari	1
EBT	86
Imposte	(30)
Risultato netto	56
Income margin	6,1%

Esempio di calcolo del valore (2/2)

Selezione: società medio performante
NON QUOTATA

(*income margin* 3,1% e ROE 15,1%)

Input:

- reddito medio prospettico (R) = 41 k€
- costo del capitale (Ke) = 9% (*)

$$W = \frac{41}{9\%} = 456$$



Multiplo implicito P/Sales =
 $456/1.353 = 0,34$

Multiplo P/Sales
comparabili quotate = **0,6 (4,5
top performer QUOTATA)**

(*) è funzione del (i) tasso privo di rischio, (ii) ERP equity risk premium, (iii) Beta, (iv) rischi aggiuntivi

Dati economici

€/000	2016
Ricavi	1.353
Acquisto merci	(877)
Variazione rimanenze	(11)
Costo del venduto	(888)
Primo margine	465
<i>Gross margin</i>	34,4%
Altri ricavi	8
<i>Costi</i>	
- servizi	(129)
- utilizzo beni di terzi	(19)
- spese generali	(8)
Valore aggiunto	317
Costi del personale	(206)
EBITDA	111
<i>Ebitda margin</i>	8,2%
Ammortamenti immateriali	(1)
Ammortamenti materiali	(33)
Svalutazioni e accanton.ti	(10)
EBIT	67
<i>Ebit margin</i>	5,0%
Oneri finanziari	(8)
EBT	59
Imposte	(18)
Risultato netto	41
<i>Income margin</i>	3,1%

Takeaways

- 1 Un'azienda **crea valore** investendo capitale per generare futuri flussi di cassa ad un tasso di rendimento dell'investimento maggiore del costo del capitale
- 2 In funzione del tipo di attività che si sta valutando la dottrina (tra cui i PIV) ha elaborato **diversi approcci e criteri di valutazione**: ad ogni impresa il suo
- 3 I **criteri valutativi basati sui flussi** sono i più adatti ad esprimere il valore di una farmacia, in funzione della sua capacità di generare redditi e cassa
- 4 Il **metodo dei multipli**, in particolare per le non quotate, rappresenta un valido **criterio di confronto**, purché venga estratto il multiplo più rappresentativo del paradigma valutativo di mercato finanziario

REVIDERE

Grazie per l'attenzione

michele.zampieri@revidere.it
federico.rossin@revidere.it

Revidere Società di Revisione Srl

Via Dominutti 2 Verona

+39 045 8069236

+39 3492701955

revidere.it