



WEBINAR

Analisi e valutazione finanziaria delle PMI

Il Commercialista advisor per la finanza d'impresa

Federico Beltrame

Ricercatore in Finanza aziendale Università Cà Foscari di Venezia e
Docente SAF corsi «Finanza d'impresa» e «Controllo di gestione»

Leonardo Adessi

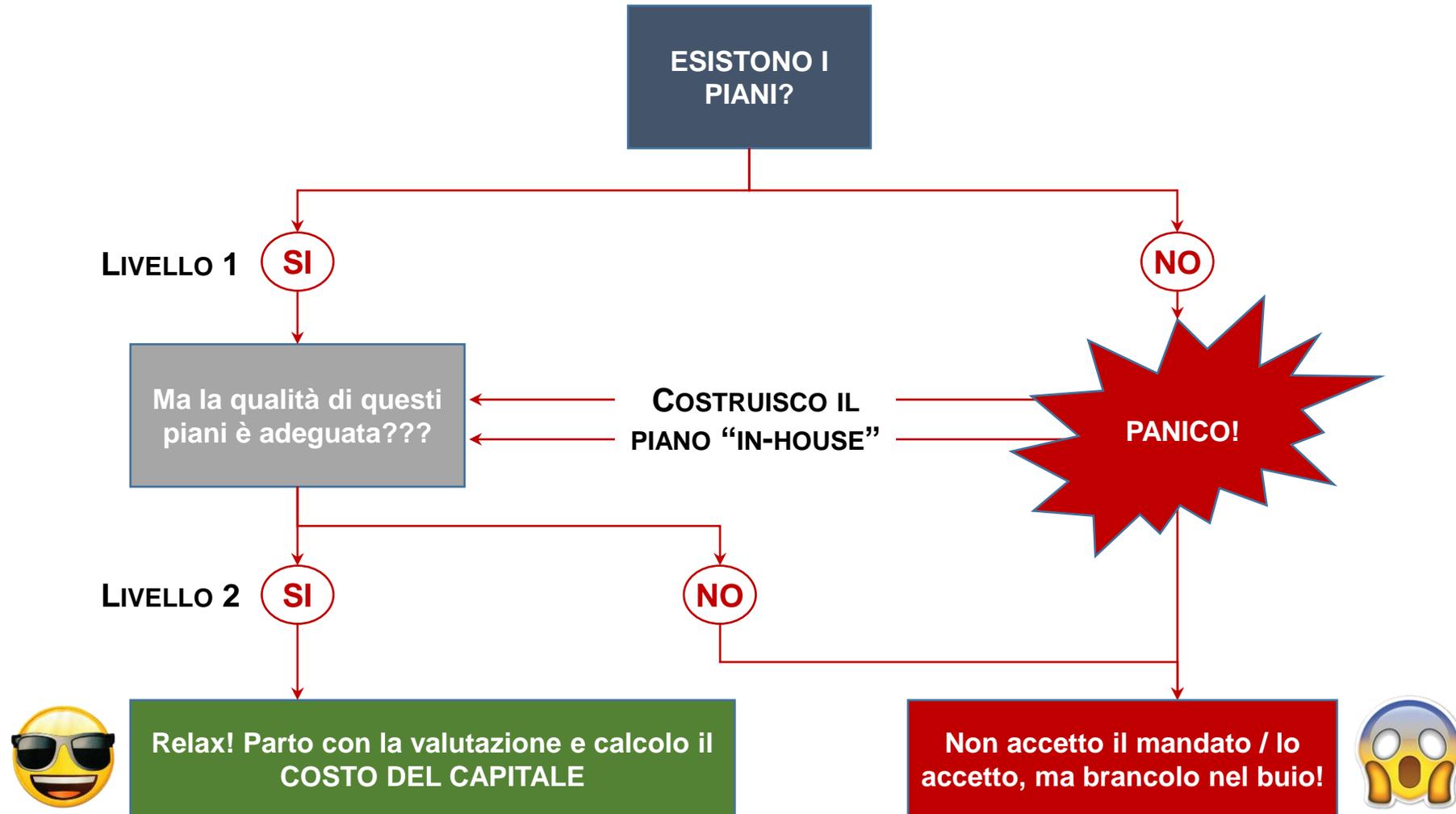
Director presso Apeiron Management, Docente presso l'Università Bocconi,
Docente SAF Emilia Romagna Corsi «Finanza d'impresa» e «Valutazione d'azienda»

1 ottobre 2021

Leonardo Adessi

Proviamo a valutare un'azienda non quotata, sia essa di grandi o di piccole dimensioni

... L'approccio solito di un professionista quando deve valutare una società non quotata...



Proviamo a valutare un'azienda non quotata, sia essa di grandi o di piccole dimensioni

... L'approccio del professionista quando deve valutare un'azienda non quotata...



**Occorre ribaltare la prospettiva,
ovvero partire dall'ANALISI FONDAMENTALE...**

... cercando di dare risposta a queste due macro domande

1

QUANDO UN'IMPRESA CREA VALORE?

2

**E DI CONSEGUENZA, QUANDO I PIANI
AZIENDALI SONO NECESSARI A FINI
VALUTATIVI?**



Se non siamo in grado di rispondere alle due domande, potremo anche usufruire di complessi piani aziendali, ma rischiamo di commettere gravi errori di stima

1

Quando un'impresa crea valore?

Un impresa crea valore se...



**GENERA REDDITI OPERATIVI
POSITIVI?!**

**GENERA UTILE NETTO
POSITIVO?!**

PAGA DIVIDENDI?!

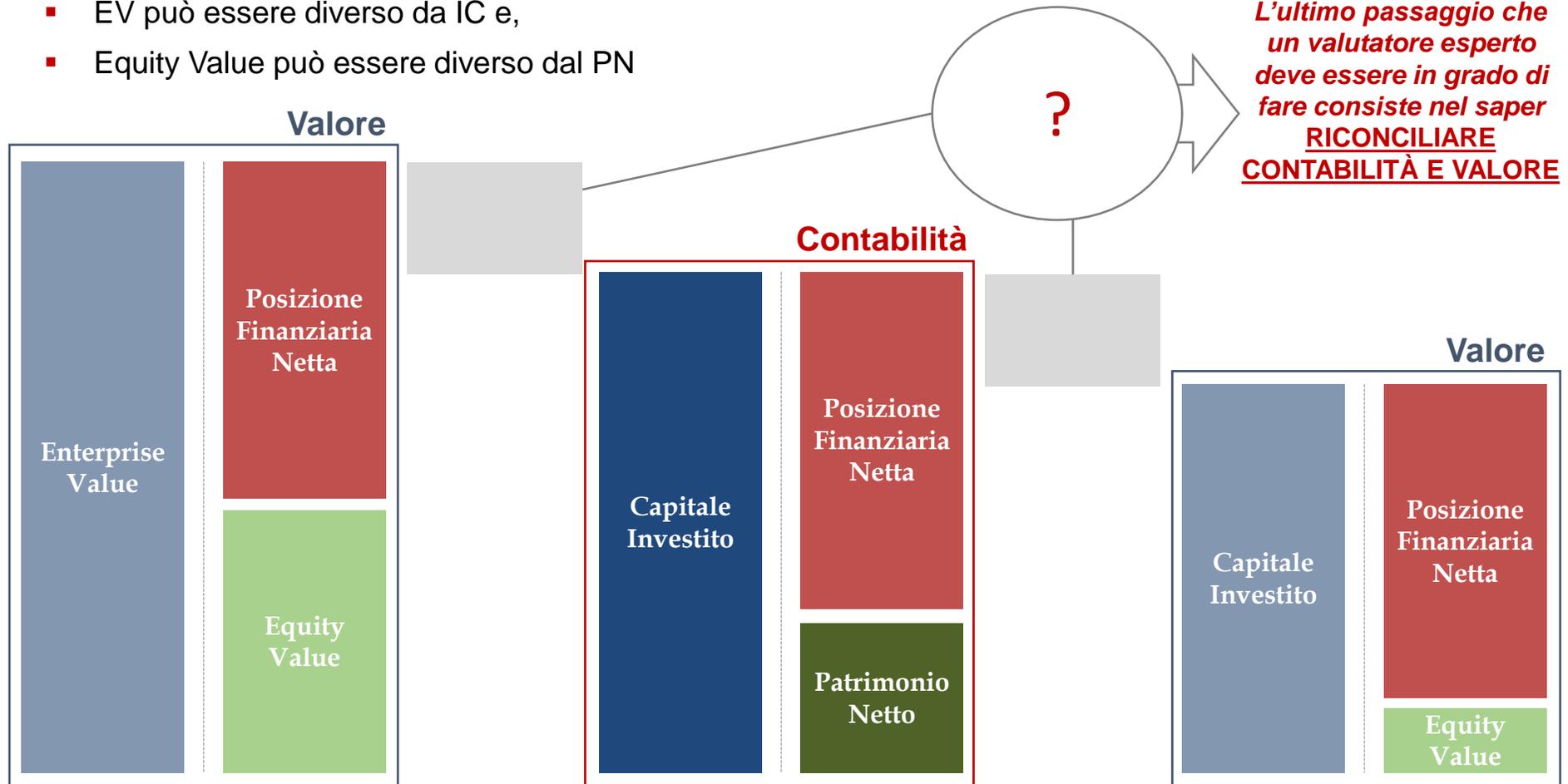
**GENERA REDDITI SUPERIORI
AL COSTO DEL DEBITO (GLI
INTERESSI)?!**

**NESSUNA DELLE
PRECEDENTI?!**

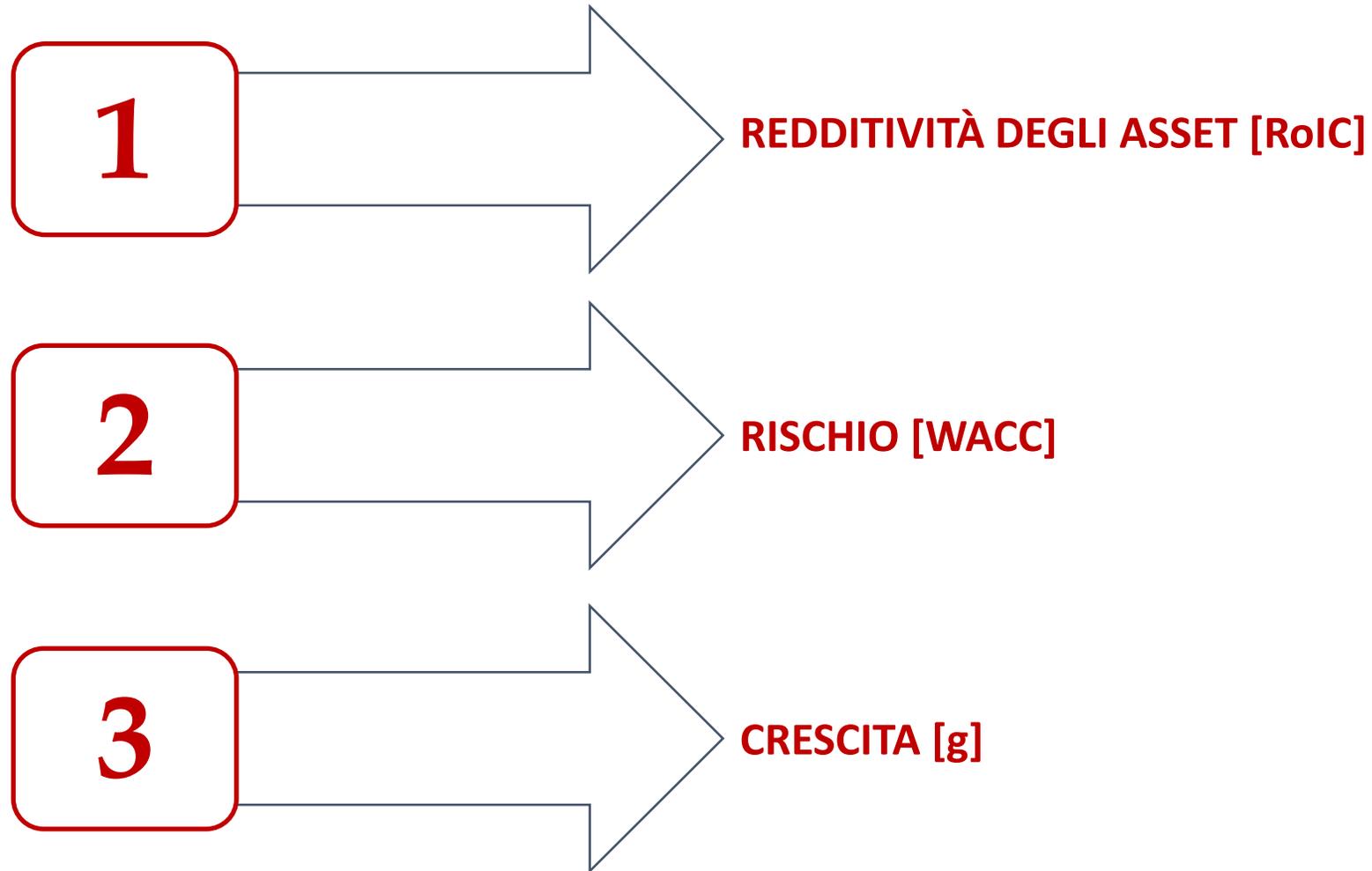
Il dilemma della riconciliazione

Esiste una differenza tra **contabilità** e **valore**, perché:

- EV può essere diverso da IC e,
- Equity Value può essere diverso dal PN



Il multiplo EV / IC: da cosa dipende?



La risposta al dilemma della riconciliazione: il modello Residual Income (RIM)

Il RIM stima l'Enterprise Value come somma di due componenti:

- valore contabile del capital investito (IC)
- valore attuale (*present value*) di tutti i futuri *Residual Income* periodali

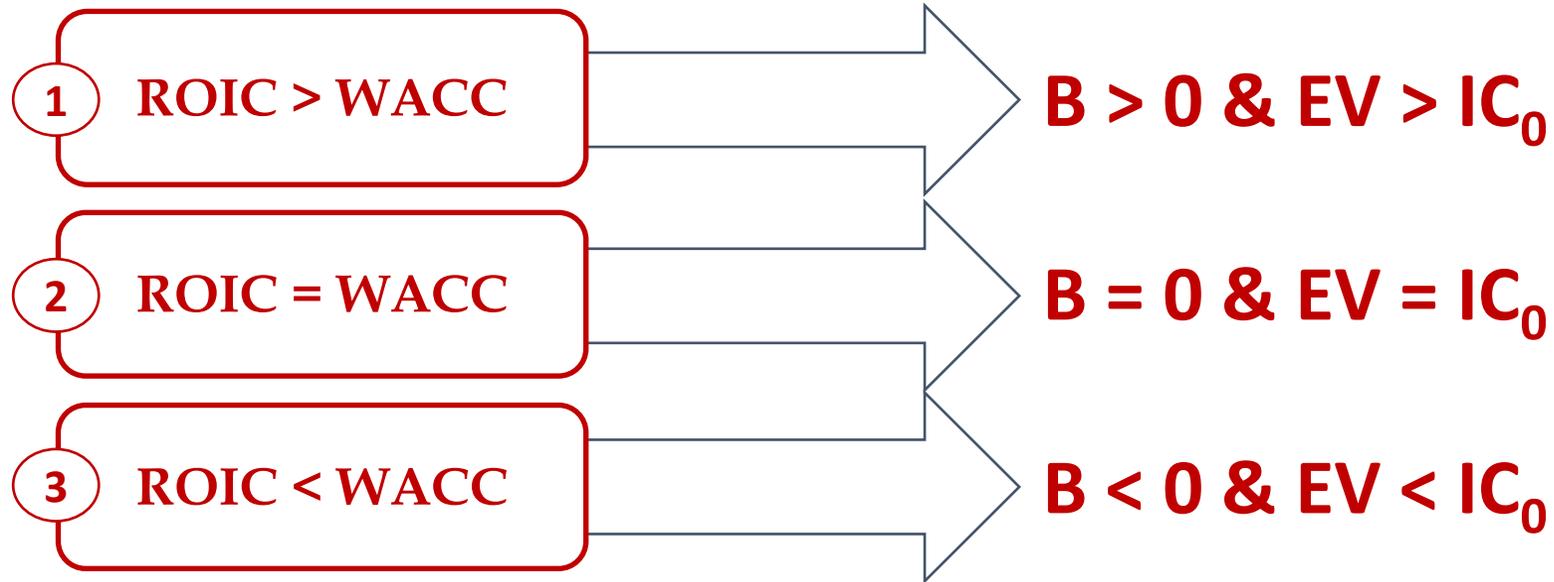
$$EV = IC_0 + \sum_{t=1}^n \frac{RI_t}{(1 + WACC)^t} = IC_0 + \sum_{t=1}^n \frac{IC_{t-1} \times (ROIC_t - WACC)}{(1 + WACC)^t}$$

Dove

$$\begin{aligned} RI_t &= NOPAT_t - WACC \times IC_{t-1} = ROIC_t \times IC_{t-1} - WACC \times IC_{t-1} \\ &= IC_{t-1} \times (ROIC_t - WACC) \end{aligned}$$

(segue)

$$EV = IC_0 + \sum_{t=1}^n \frac{RI_t}{(1+WACC)^t} = \underbrace{IC_0}_{\text{A}} + \underbrace{\sum_{t=1}^n \frac{IC_{t-1} \times (ROIC_t - WACC)}{(1+WACC)^t}}_{\text{B}}$$



LA DIFFERENZA TRA CONTABILITA' E VALORE DIPENDE DAL "RoIC spread"

**Focus sulle aziende virtuose ¹:
Per quanto tempo RoIC sarà superiore al WACC?**

**Supponendo che l'azienda oggetto di valutazione
nell'ultimo anno abbia generato un ROIC superiore al
WACC, per quanto tempo questa condizione potrà essere
rispettata?**

**In altri termini, è possibile che il RoIC spread rimanga
positivo per sempre?**

SI

RoIC Spread prospettico sempre positivo

Quante imprese ricadono in questa condizione? I casi degli oligopolisti USA



Life e Zero non convincono, Coca Cola offre un milione per un nuovo dolcificante

Coca Cola indice un contest per trovare un dolcificante naturale e ipocalorico, nel frattempo rivoluziona la propria offerta di bevande



Per Apple primo calo annuale per ricavi e utili dal 2001

24 ottobre 2016



Per Amazon profitti in calo del 77 per cento

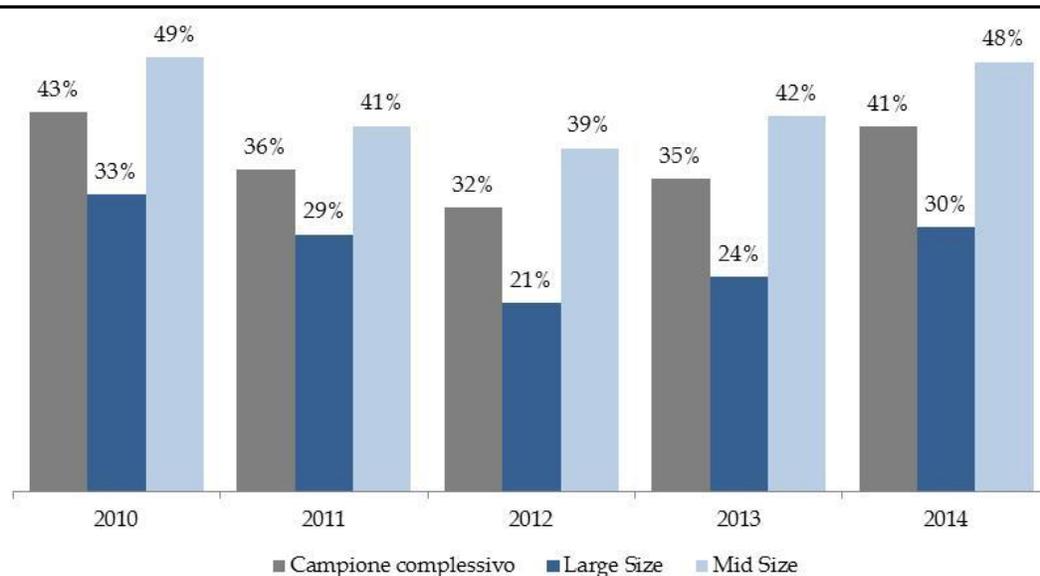
-di Marco Valsania 21 luglio 2017



Focus sulle aziende NON virtuose ³: Il caso delle aziende italiane



Percentuale di società con redditi residuali positivi (2010-2014)*



Media '10-'14 campione complessivo: 37%
Media Large Size '10-'14 : 27%
Media Mid size '10-'14: 44%

(*) Redditi residuali calcolati come differenza tra i NOPAT delle società del campione e il prodotto tra i) il WACC e ii) il Capitale Investito Netto. *Large Size*: società con ricavi superiori a 2 miliardi di Euro. *Mid Size*: società con ricavi compresi tra 500 milioni e 2 miliardi di Euro. Fonte: AIDA, Factset

Nel periodo 2010-2014 in media solo il 37% delle imprese del campione è stato in grado di generare redditi residuali positivi!

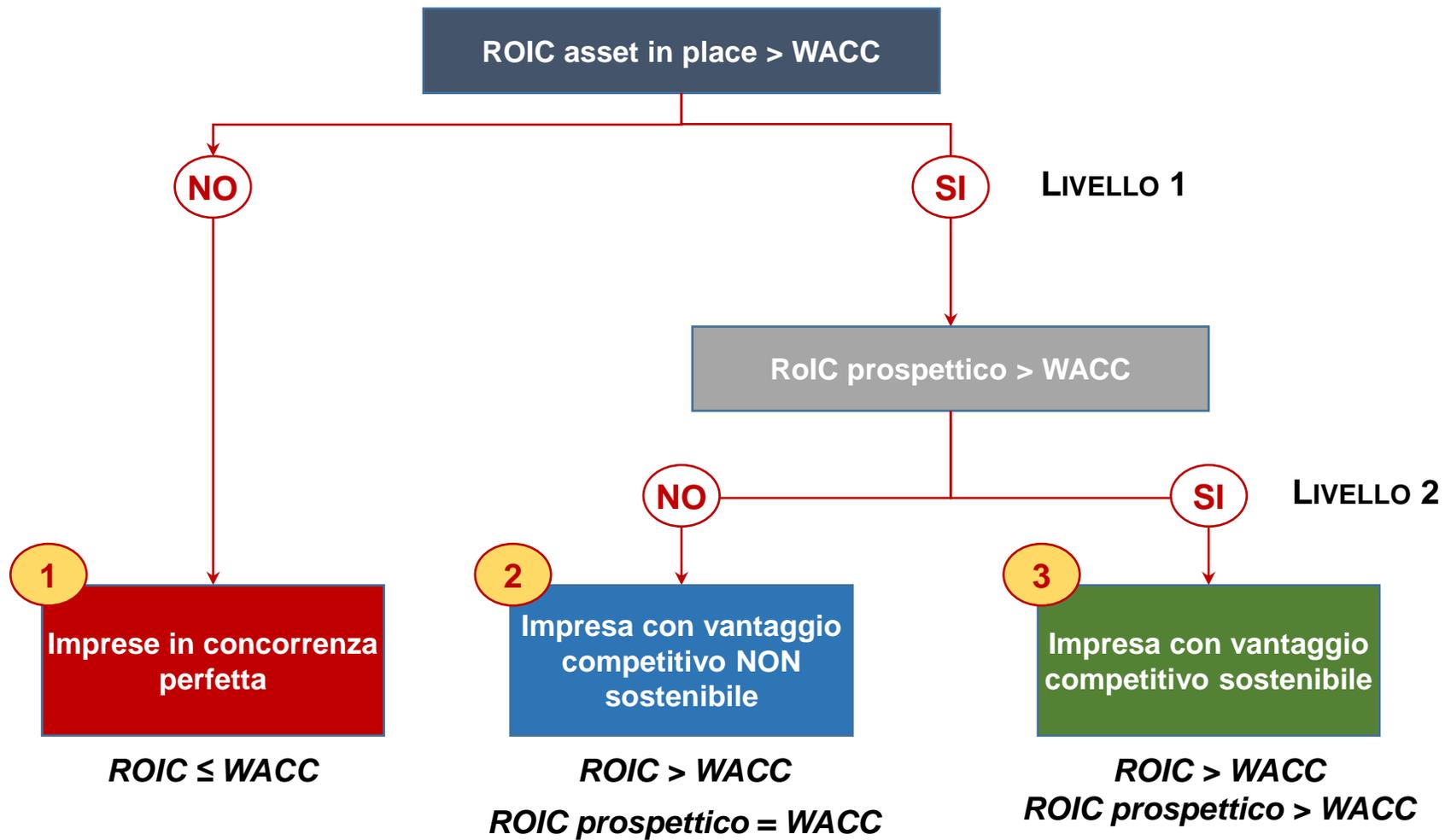
La stessa analisi è stata condotta:

- al 31.12.2015, 31.12.2016 e 31.12.2017 la percentuale di imprese “virtuose” è risultata in media pari al 35% (analisi non riportata per via della disomogeneità del campione utilizzato)

2

**Quando i piani aziendali
sono necessari a fini valutativi?**

Il mondo delle imprese in tre cluster



Il modello RIM per le tre imprese



63% aziende italiane

Imprese in concorrenza perfetta

$ROIC = WACC$

$$EV = IC_0 + \sum_{t=1}^n \frac{IC_{t-1} \times (WACC - WACC)}{(1 + WACC)^t} = IC_0$$



37% aziende italiane

Impresa con vantaggio competitivo NON sostenibile

$ROIC > WACC$

$RoIC_3 = WACC$

$$EV = IC_0 + \frac{RI_1}{(1 + WACC)} + \frac{RI_2}{(1 + WACC)^2}$$

Impresa con vantaggio competitivo sostenibile

$ROIC > WACC$

$RoIC \text{ prosp.} > WACC$

$$EV = IC_0 + \frac{RI_1}{WACC - g}$$

Solo in quest'ultima formulazione esiste un TV!

Le **DUE** domande preliminari che un valutatore deve **SEMPRE** porre al management

Quali sono le caratteristiche della target in termini di redditività?

1

La società ha specifici vantaggi competitivi (*if any*) che le permettono di realizzare una redditività (RoIC / RoE) elevata?

NELLA TESTA DEL VALUTATORE

RoIC > WACC?

2

(Se la risposta al punto 1 è affermativa) il vantaggio competitivo è strutturalmente sostenibile nel tempo?

RoIC prospettico > WACC?

Nella maggior parte dei casi:

- a. risposta a 1 è **NO**
- b. Se risposta a 1 è sì, risposta a 2 è **NO**

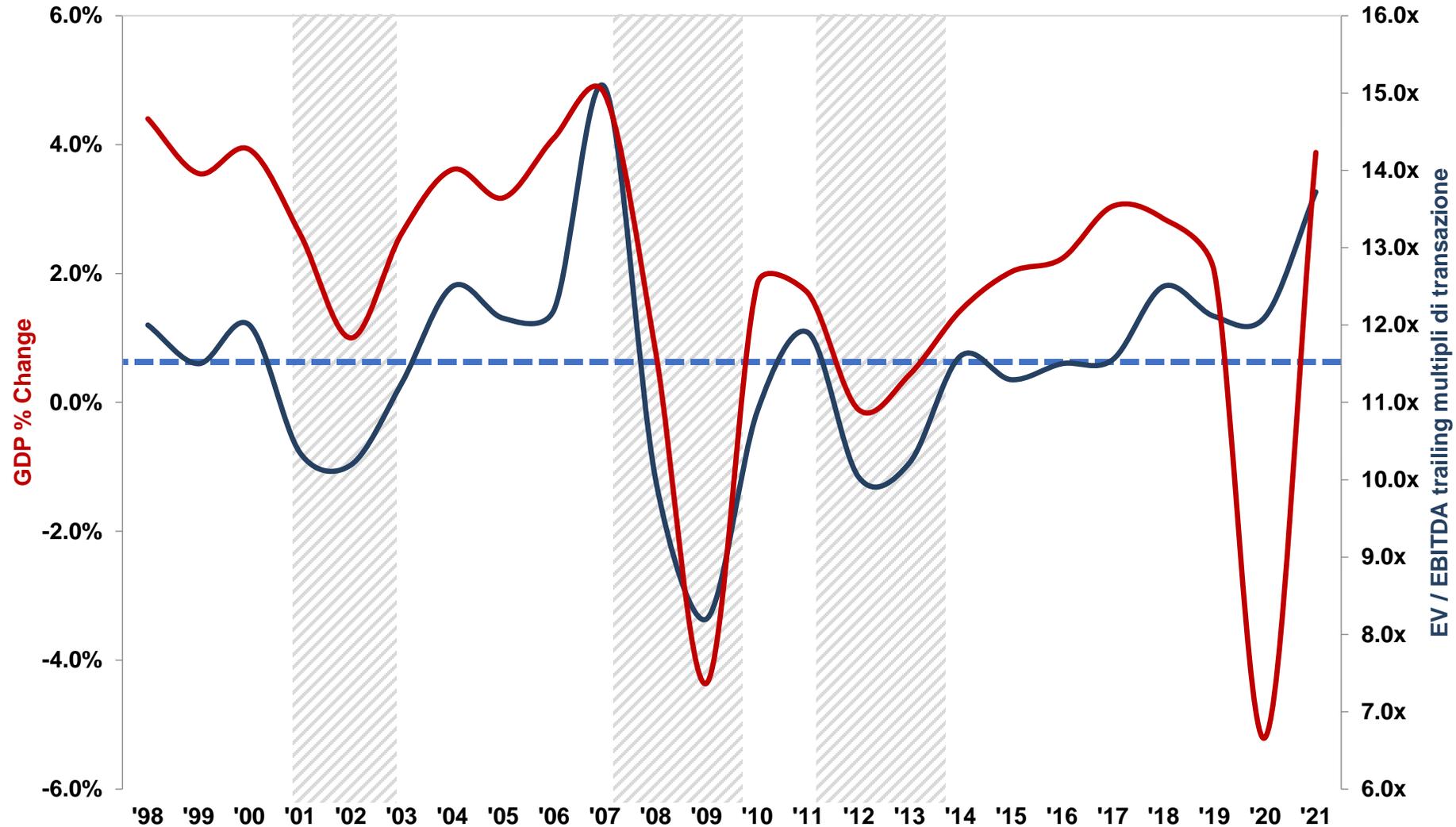
Per le imprese appartenenti ai cluster 1 e 2, l'utilizzo di complessi modelli DCF basati sull'utilizzo di piani aziendali non sempre è necessario e rischia di essere addirittura dannoso, perché può condurre a indebite sopravvalutazioni dei flussi di cassa prospettici, della redditività e, quindi, del valore d'azienda

3

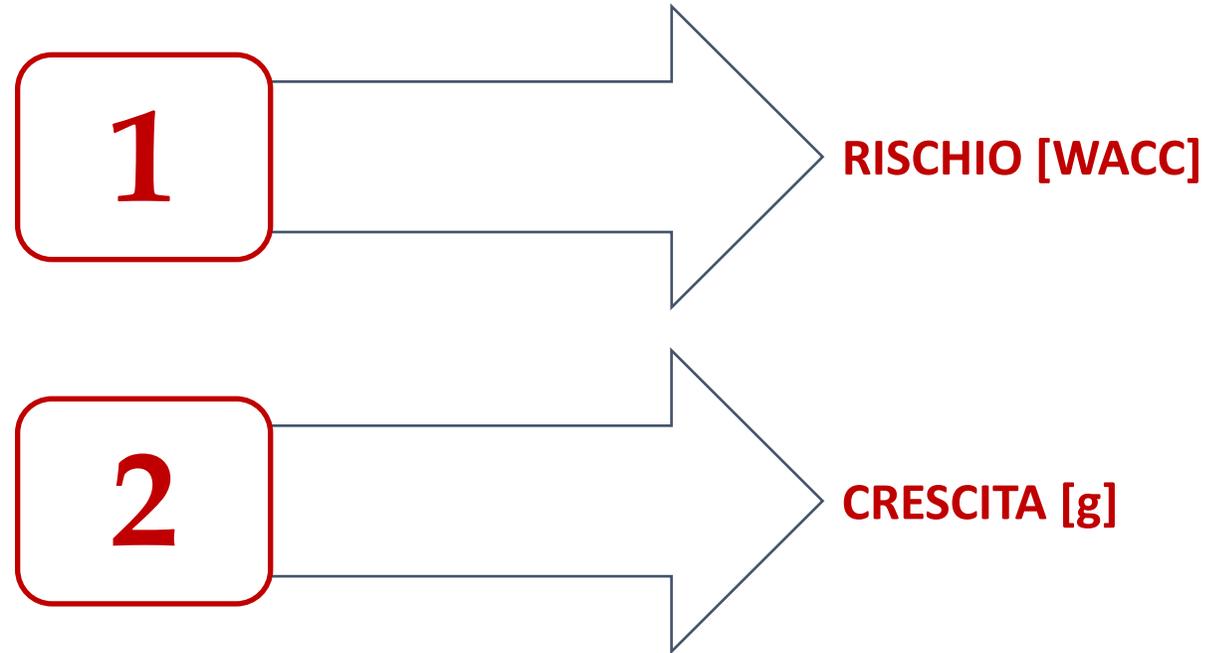
L'importanza dell'analisi fondamentale nel contesto attuale

Cosa è successo ai valori (e ai multipli) durante il Covid (segue)

Il multiplo EV / EBITDA nel tempo

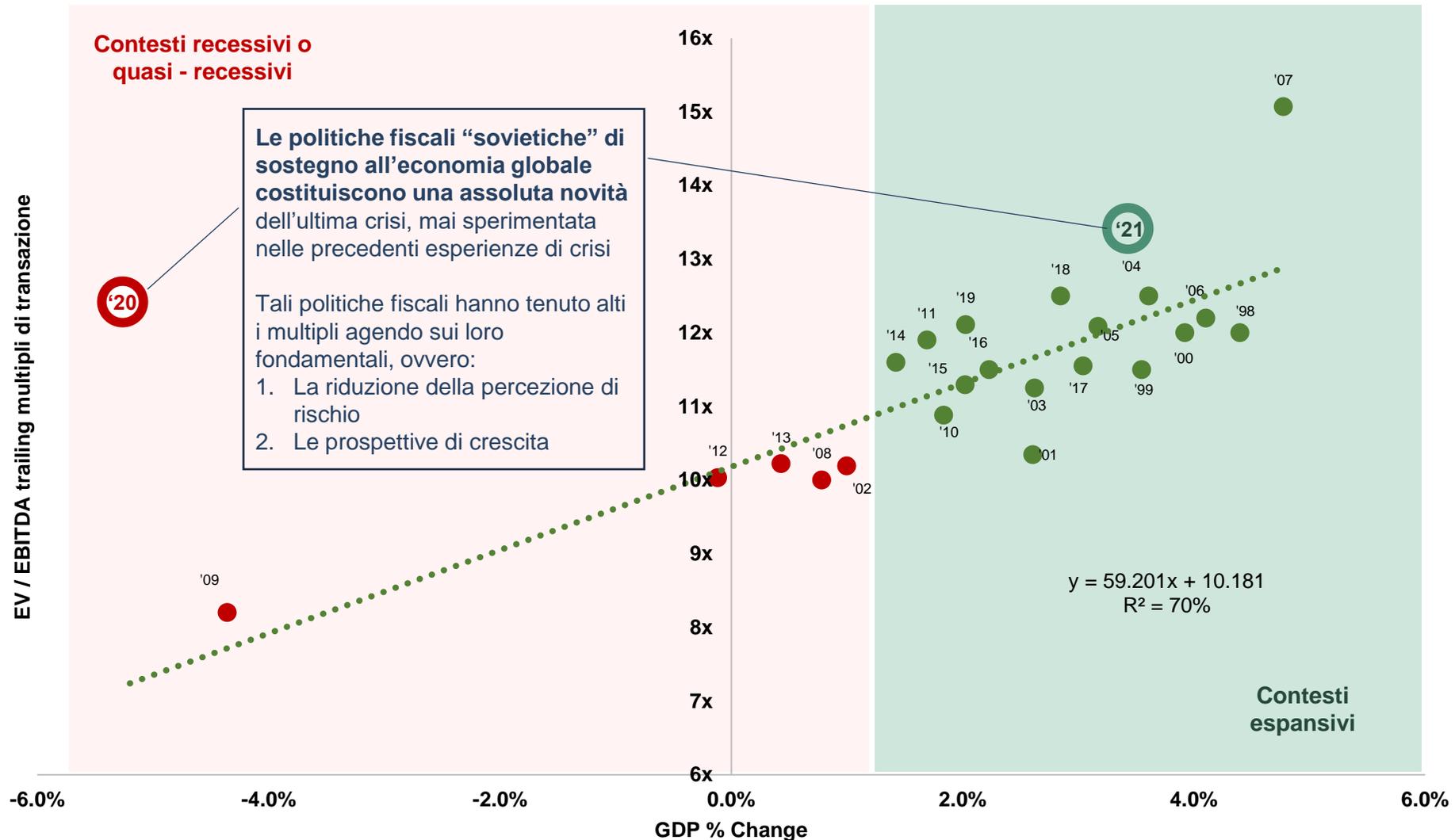


Il multiplo EV / EBITDA: da cosa dipende?



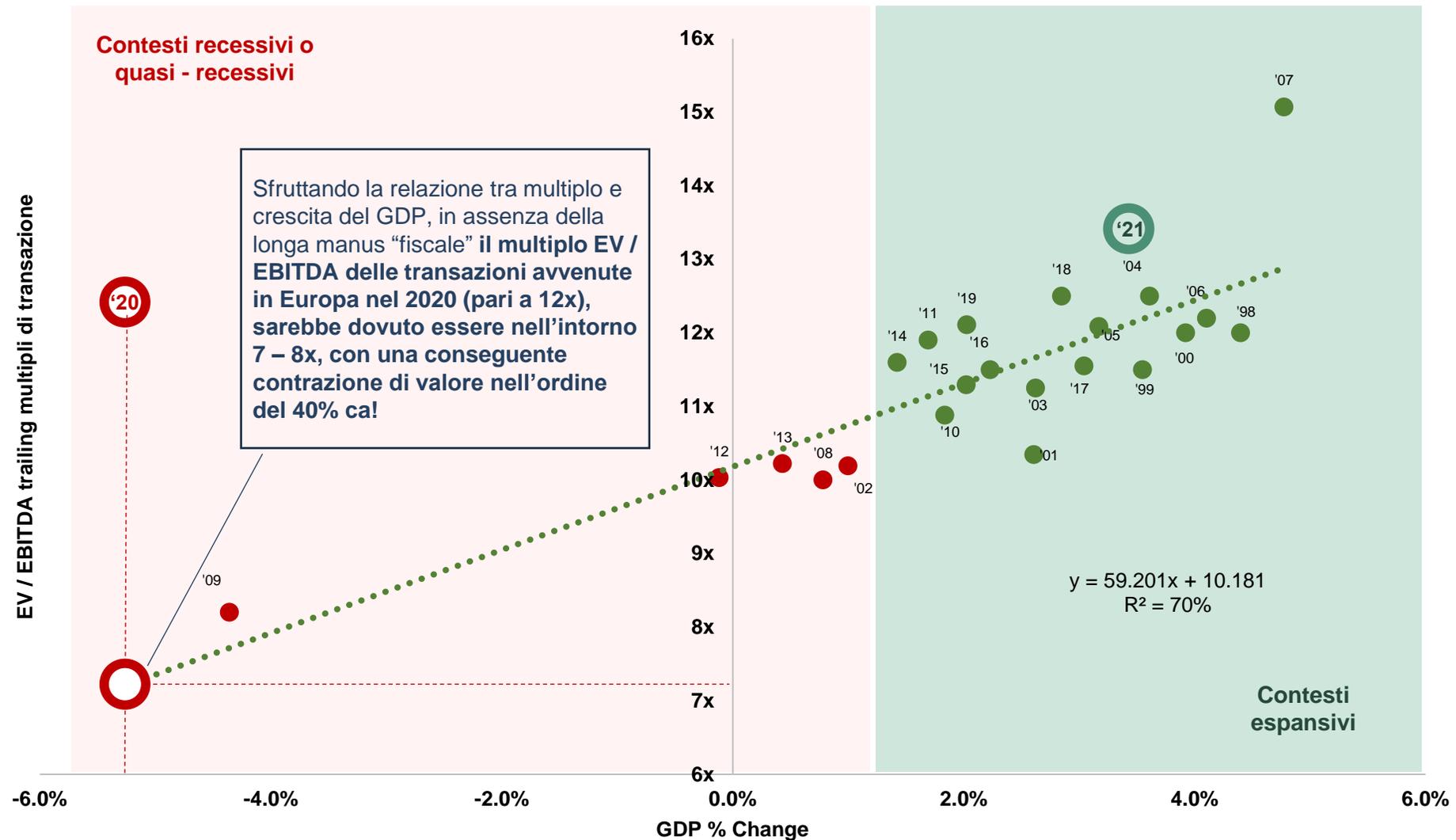
Cosa è successo ai valori (e ai multipli) durante il Covid

L'effetto delle politiche fiscali



Cosa è successo ai valori (e ai multipli) durante il Covid

L'effetto delle politiche fiscali



Il post COVID

Il ruolo delle politiche fiscali nel supporto ai fondamentali d'impresa

- 1 Nel processo di ripresa post pandemia, il ruolo delle politiche fiscali sarà ancora più centrale, per fare in modo che questi multipli, inusualmente alti, non si traducano in una nuova double dip in stile 2008 – 2012
- 2 Se governi e le istituzioni sovranazionali non saranno in grado di gestire al meglio il rilanci, le aziende non saranno in grado di:
 - sostenere con i flussi di cassa prospettici i prezzi pagati nelle transazioni e, quindi,
 - Ripagare / remunerare i debiti contratti
- 3 Per i professionisti questo si traduce nell'aspettativa di un futuro prossimo in cui:
 - Grossi gruppi industriali dovranno procedere a **ristrutturazioni del debito** (ex 182bis e concordati)
 - i **processi di impairment** diverranno nuovamente cruciali nella gestione finanziaria
 - Più in generale, la valutazione d'azienda dovrà muoversi in contesti di estrema incertezza, in cui occorrerà ricorrere in modo strutturato all'**analisi dei fondamentali**

Federico Beltrame

Gli equilibri d'impresa

Analisi delle forme di affidamento rotative



Analisi della situazione debitoria generale



Analisi delle forme di affidamento rateali



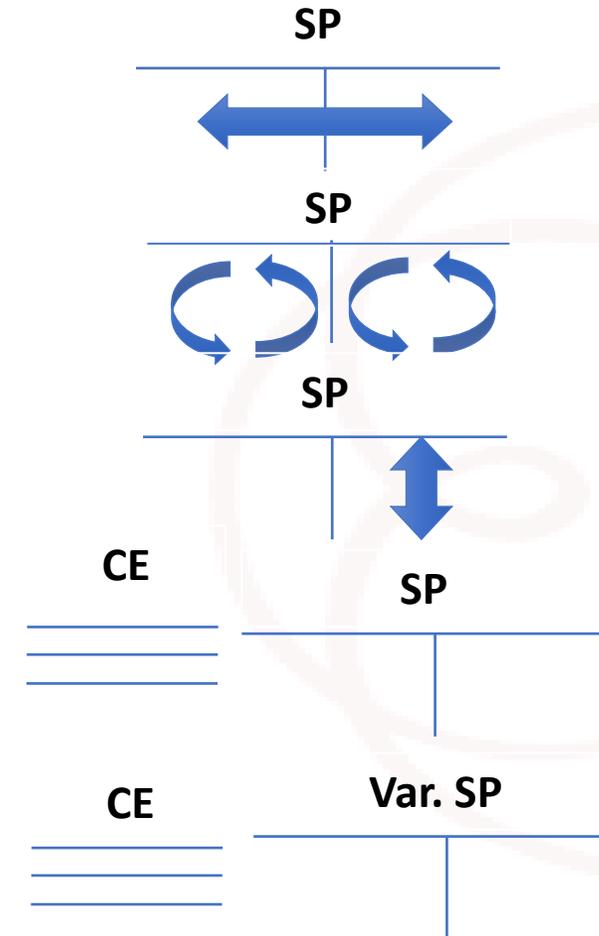
Corretto utilizzo delle fonti
EQ. PATRIMONIALE

Movimentazione dei fidi
ROTAZIONE

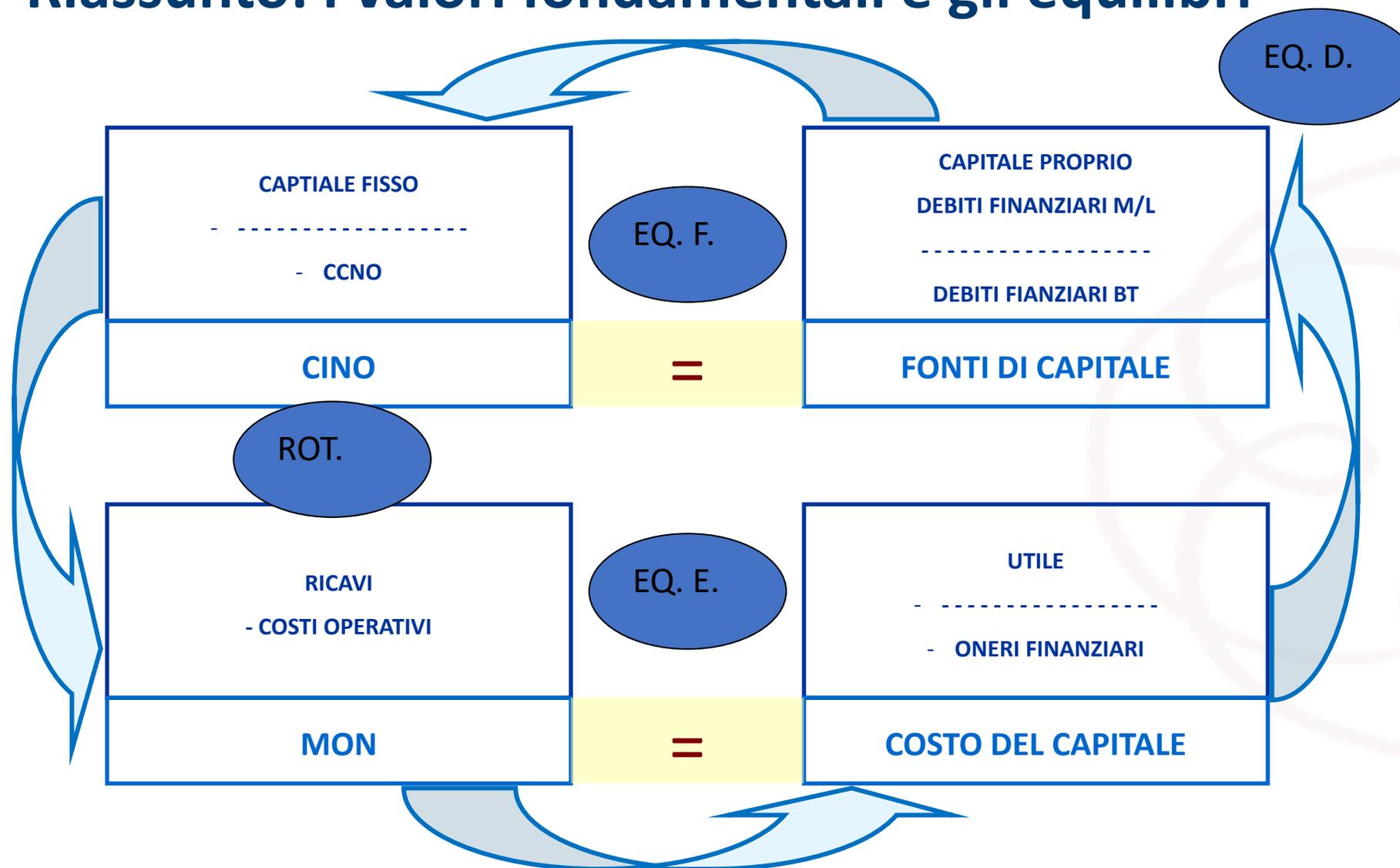
Livello di indebitamento
EQ. FINANZIARIO

Redditività sufficiente
EQ. ECONOMICO

Capacità di rimborso sufficiente
ANALISI FLUSSI



Riassunto: i valori fondamentali e gli equilibri



L'analisi delle cause di anomalia: una proposta

<i>VOCI/INDICATORI</i>	<i>T - 1</i>	<i>Var. %</i>	<i>T</i>
Ricavi di gestione			
Capitale investito netto operativo			
TURNOVER			
Capitale fisso			
Capitale circolante netto operativo			
CICLO MONETARIO			
Capitale proprio			
Debiti finanziari a medio lungo			
COEFFICIENTE COPERTURA CAPITALE FISSO			
Debiti finanziari a breve			
Debiti finanziari totali			
COEFFICIENTE DI INDEBITAMENTO			
ROI			
i%			



Gli indicatori finanziari ed economici sensibili

1)	REDDITIVITA'				$\frac{\text{Oneri finanziari}}{\text{Fatturato}}$
1)	INDEBITAMENTO				$\frac{\text{Patrimonio netto}}{\text{Passivo}}$
1)	CAPACITA' RIMBORSO				$\frac{\text{Cash flow}}{\text{Attivo}}$
2)	ROTAZIONE				$\frac{\text{Debiti a breve}}{\text{Fatturato}}$
3)	UTILIZZO COPERTURA	IDONEE	FONTI		$\frac{\text{Attivo corrente}}{\text{Passivo corrente}}$

Tali indicatori però non identificano le cause delle anomalie