



PRINCIPI ITALIANI DI VALUTAZIONE PER PMI

22 / 03 / 2019

Relatore: Dott. Fabio Cigna

OPEN Dot Com

Società dei Dottori Commercialisti

- ❖ *Introduzione ai principali metodi di valutazione*
- ❖ *Il tasso di attualizzazione*
 - ❖ *Modello CAPM per il costo del capitale proprio*
 - ❖ *I rischi specifici*
 - ❖ *La costruzione del WACC*
- ❖ *Il metodo reddituale – la rendita perpetua*
- ❖ *Costruzione del BP e metodo finanziario*
- ❖ *Metodi di controllo: moltiplicatori e transazioni comparabili*
- ❖ *La valutazione di una start-up*

La definizione di valore nelle PMI

In questi ultimi anni, la modalità di misurazione del valore delle PMI sta cambiando, in particolare perché è mutato il set di variabili che influenzano i processi di valutazione.

La valutazione della PMI non è solo più un fatto sporadico strettamente collegato alla determinazione di un prezzo, solitamente in occasione di una transazione di mercato, ma sempre più spesso sta diventando uno strumento di misurazione delle performance e di pianificazione strategica degli obiettivi di medio e lungo termine.

La definizione di valore nelle PMI

Nel corso della vita professionale, il consulente può trovarsi a dover utilizzare una o più tecniche di valutazione

- *Determinazione e raggiungimento di obiettivi strategici;*
- *Redazione di un Business Plan e misurazione delle performance;*
- *Valutazione dell'equilibrio della struttura finanziaria;*
- *Redazione del bilancio d'esercizio specie per i soggetti IAS adopter;*
- *Misurazione delle garanzie in ambito delle procedure concorsuali pre-concorsuali;*
- *Operazioni di finanza straordinaria ed M&A*

La definizione di valore nelle PMI

- Per l'investitore è il prezzo maggiore cui è disposto a pagare per l'attività oggetto di valutazione;
- Per il detentore è il compendio di asset, patrimonio e flussi che è in grado di produrre e accumulare nel tempo;
- Per il valutatore è giudizio che è in grado di stimare sulla base delle informazioni di cui dispone, tenendo conto di:
 - *Errori*
 - *Incertezza*
 - *Complessità*

La definizione di valore nelle PMI

Per l'Organismo Italiano di Valutazione (OIV), che nel 2015 ha pubblicato per la prima volta i Principi Italiani di Valutazione (PIV), la valutazione da cui scaturisce il valore:

***” è un giudizio ragionato e motivato che si fonda su stime, non è mai il risultato di un mero calcolo matematico ... qualsiasi valutazione richiede una dose significativa di giudizio da parte dell'esperto”.
(PIV 1.1.1).***

La definizione di valore nelle PMI

La valutazione di un'azienda porta ad un risultato non univoco, purché sia valido:

- *alla data in cui viene determinato;*
- *per le finalità per cui è stato elaborato;*
- *sulla base di precise condizioni*

Gli ambiti della valutazione

Gli ambiti di valutazione possono essere diversi e devono essere scelti dal valutatore in base alle finalità della stima richiesta.

L'utilizzo di un solo metodo di valutazione può portare a formulare un giudizio sbagliato.

Solitamente si utilizzano due metodi distinti tra loro:

- *Metodo principale*
- *Metodo di controllo per verificare l'attendibilità del risultato ottenuto con il metodo principale*

Gli ambiti della valutazione

Le valutazioni sono divise in due grandi gruppi:

- **Valutazioni assolute** (es. metodo patrimoniale, reddituale o DCF) *si basano su modelli e formule utilizzati per analizzare nel dettaglio un'elevata mole di dati su una singola impresa fino ad arrivare ad esprimere un giudizio di valutazione che spesso prescinde dal mercato competitivo in cui opera. Questa tecnica si basa in particolare su dati interni utilizzati per valutare la capacità futura dell'impresa di produrre flussi reddituali o di cassa.*
- **Valutazioni relative** (es. metodo dei moltiplicatori) *si basano su informazioni di mercato, su informazioni esterne dettate dal mercato o da precedenti compravendite. Vengono utilizzati nelle valutazioni di PMI dove l'aspetto patrimoniale è trascurabile o difficilmente rappresentabile ed il differenziale competitivo è ben rappresentato dai fatturati (esempio: farmacia) Solitamente si utilizzano come metodo di controllo*

Gli ambiti della valutazione

Valutazioni Assolute

- Metodo patrimoniale
- Metodo reddituale
- Metodo misto (patrimoniale/reddituale)
- Metodo finanziario (dei flussi di cassa)

Valutazioni Relative

- Metodo dei moltiplicatori (delle transazioni comparabili)

La relazione di stima

Per i PIV la relazione di stima è l'output derivante dal processo di valutazione, ovvero la sintesi del lavoro svolto

Il.4.1 tutti i lavori dell'esperto debbono assumere la forma scritta (relazione). La relazione può accompagnarsi ad una sintesi (estratto della relazione)... Ogni altro documento rilasciato prima del termine del processo valutativo costituisce una bozza di aggiornamento del lavoro compiuto sino alla data indicata nel documento e deve contenere la dicitura della bozza (draft). Le bozze non rappresentano comunque il giudizio finale che è unicamente quello contenuto nella relazione finale.

La relazione di stima

II.4.2 Le relazioni di stima devono avere un'organizzazione logica e devono essere in grado di anticipare le domande che un lettore competente potrebbe porsi. ... Gli eventuali allegati alla relazione devono essere identificabili separatamente rispetto alla relazione stessa e possono avere una circolazione diversa (ad esempio più riservata per esigenze di confidenzialità dell'informazione contenuta).

La relazione dell'esperto, qualunque sia la sua natura, deve contenere nella parte introduttiva i seguenti contenuti minimi che definiscono l'ambito di riferimento del lavoro compiuto dall'esperto (scope of work).

Metodo patrimoniale

- Rappresenta un utile modello di valutazione per piccole realtà o rami d'azienda
- Fornisce il valore minimo del capitale aziendale nei processi di liquidazione
- Garantisce una valorizzazione analitica dei beni dell'impresa

Metodo patrimoniale

Si utilizza nelle relazioni di stima

- Per determinare il valore di conferimento (art. 2343 C.C.)
- Per determinare il valore dei beni ceduti dai soci o dagli amministratori alla società (art. 2343-bis C.C.)
- Per definire il corrispettivo per l'acquisto di azioni propria da parte della società (art. 2357 C.C.)
- Quando alle operazioni societarie partecipa un unico soggetto economico
- Per valutazioni di aziende ad elevata intensità di capitale (assicurazioni, immobiliari) o quando non svolgo attività operativa (holding)

Metodo patrimoniale

I principali limiti

- Nelle valutazioni d'azienda deve essere abbinato ad un altro metodo (reddituale, finanziario)
- Si basa sui valori di bilancio che non rispecchiano i valori attuali dell'azienda
- Non consente una valutazione dell'azienda in chiave prospettica

Metodo patrimoniale

In sintesi

- Ancora molto utilizzato per valutazioni di PMI
- Utilizzato come supporto sia ai metodi reddituali e finanziari, ma anche come valore minimo dei metodi basati sui multipli
- Utilizzato per definire la PFN a supporto dei metodi finanziari
- Essendo un metodo analitico e oggettivo viene utilizzati nelle valutazioni giudiziarie o di garanzia
- La sua applicazione è condizione necessaria, ma non sufficiente per una valutazione d'azienda

Metodo reddituale

- Il valore dell'azienda è rappresentato dalla somma algebrica dei risultati economici futuri, attualizzati ad un dato tasso di attualizzazione in base al costo-opportunità dei mezzi propri

III.1.32 Le stime di tipo reddituale sono di elezione nelle situazioni aziendali stabilizzate. Nelle situazioni caratterizzate da fattori evolutivi è generalmente da preferire la più analitica costruzione dei flussi di risultati consentita dal metodo finanziario.

Metodo reddituale

L'utilizzo di questo metodo prevede che il valutatore

- Definisca l'orizzonte temporale di analisi, sulla base della documentazione ricevuta
- Normalizzi ed integri il risultato d'esercizio
- Stimì i flussi di reddito attesi, normalizzati

Metodo reddituale

Definizione dell'orizzonte temporale

- Secondo i PIV (III.3.1) di regola è infinito ma se la valutazione si basa su un piano previsionale l'orizzonte sarà definito dalla durata del Piano (3-5 anni)
- Può anche essere definito sulla base della durata di un contratto, un progetto, una concessione

Metodo reddituale

Normalizzazione e integrazione del risultato d'esercizio

- Normalizzazione come rettifica delle singole voci di costo e di ricavo tramite l'eliminazione delle poste straordinarie e di eventuali politiche di bilancio
- Integrazione del risultato d'esercizio con componenti economici che pur non essendo rilevati in bilancio, influenzano la capacità reddituale dell'azienda

Metodo reddituale

Stima dei flussi di reddito attesi

- Identificazione di un valor medio riferito ad un orizzonte temporale infinito o determinato
- Determinazione analitica dei risultati reddituali per ogni singola annualità (*sommatoria dei valori attualizzati*)
- Individuazione di un valore sintetico (*orizzonte indefinito*) o medio (*orizzonte temporale*) dei risultati reddituali.

Metodo reddituale

Stima dei flussi di reddito attesi

- Proiezione dei risultati storici
- Approccio dei risultati programmati
- Determinazione della crescita attesa
- Approccio delle opzioni innovative

Metodo misto patrimoniale - reddituale

Per anni è stato il metodo di valutazione aziendale più utilizzato perché combinava l'aspetto di valutazione analitica degli asset, tipico del metodo patrimoniale, con la capacità dell'impresa di produrre flussi reddituali futuri, tipico del metodo reddituale

Metodo misto patrimoniale - reddituale

Solitamente viene utilizzato

- Come mezzo di verifica delle stime effettuate con il metodo patrimoniale
- Come metodo di rivalutazione controllata dei beni ammortizzabili di aziende industriali
- Come metodo di valutazione delle aziende in perdita (*caso particolare*)
- Come metodo di valutazione del *badwill* (*caso particolare*)

Metodo misto patrimoniale - reddituale

Verifica delle stime effettuate con il metodo patrimoniale

- Stima del **reddito medio normale atteso** sulla base degli asset valutati con il metodo patrimoniale (R)
- Calcolo del **tasso prospettico di rendimento del capitale netto rettificato** (R/K)
- **Confronto** del tasso prospettico di rendimento (R/K) con il costo del capitale proprio (Ke)

$$R/K \Leftrightarrow Ke$$

- Se $R/K > Ke \rightarrow$ presenza di un *goodwill*
- Se $R/K < Ke \rightarrow$ *badwill*

Metodo misto patrimoniale - reddituale

Rivalutazione controllata dei beni ammortizzabili di aziende industriali

- Calcolo del costo di produzione o sostituzione del bene ammortizzabile al netto di deterioramento o obsolescenza
- Verifica della capacità dell'azienda di remunerare il nuovo fattore produttivo (oppure la sua rivalutazione) mantenendo la remunerazione del Capitale investito
- In caso positivo il valutatore considererà il cespiti rivalutato, diversamente il valore sarà parzialmente rivalutato o non rivalutato

Metodo finanziario

- Il valore dell'azienda dipende dalla sua capacità di produrre flussi finanziari futuri, attualizzati ad un determinato tasso in base al grado di rischio
- In caso di orizzonte temporale definito ed una buona pianificazione dei flussi futuri si preferirà un approccio analitico
- Se l'orizzonte temporale è indefinito, ipotizzando una certa stabilità nella produzione dei flussi finanziari si potrà utilizzare un approccio sintetico

Metodo finanziario

L'approccio più utilizzato è quello misto, una sintesi dei due

- Applicazione dell'approccio analitico
- Determinazione di un orizzonte temporale di breve periodo (3-5 anni)
- Stima dei flussi analitici secondo l'orizzonte temporale e stima sintetica dei restanti flussi (*Terminal Value*)
- Valore finale come sommatoria dei flussi analitici attualizzati (3-5 anni) + il *Terminal Value* attualizzato + PFN nel caso più frequente in cui si considerino esclusivamente i flussi finanziari operativi

Metodo finanziario

- Si basa essenzialmente sul concetto di flusso di cassa derivante dall'attività caratteristica, determinato sulla base di piani previsionali
- Il flusso di cassa è dato dalla differenza delle entrate e delle uscite della gestione operativa, all'interno di un determinato intervallo di tempo che di solito è il singolo esercizio
- Il valore dell'azienda è strettamente connesso con la sua capacità di generare flussi futuri di cassa dalla gestione operativa

Metodo finanziario

Incertezza nella pianificazione dei flussi di cassa futuri

- Bisogna tenere presente il ciclo di vita in cui si trova l'azienda
- Cautela nell'utilizzo dei trend storici per stimare i flussi di cassa attesi
- Attenzione alle scelte strategiche, gestionali e di investimento incluse nei piani previsionali perché possono influenzare notevolmente la capacità dell'azienda di produrre flussi di cassa futuri

Metodo finanziario

Incertezza nella pianificazione dei flussi di cassa futuri

- Secondo i PIV, il valutatore può concorrere con le proprie competenze ma non deve sostituirsi agli amministratori nella pianificazione dei flussi di cassa di futuri
- La rappresentazione dei flussi di cassa futuri può essere predisposta tramite il Rendiconto Finanziario utilizzando come base informativa quella derivante dal *business plan*
- (PIV) l'esperto deve esprimersi sulla ragionevolezza del Piano valutando la probabilità del raggiungimento dei risultati indicati dal management

Metodo finanziario

Congruità dell'orizzonte temporale di riferimento

- Settore di appartenenza o previsioni basate sulla realizzazione di un determinato progetto, un investimento, un contratto, una concessione (*es. settore farmaceutico, GDO, impianto fotovoltaico, cava o discarica*)
- Ciclo di vita dell'azienda e capacità di rinnovarsi (*start-up, sviluppo, maturità, declino*)
- Capacità del management di formulare un piano previsionale a medio lungo termine (*metodo misto*)

Metodo finanziario

Congruità dell'orizzonte temporale di riferimento

- Fatte le dovute considerazioni su tali variabili, il valutatore deve considerare la congruità dell'orizzonte temporale utilizzato per la redazione del Piano previsionale
- Per mantenere l'affidabilità del Piano il valutatore può essere chiamato a ridurre l'orizzonte temporale piuttosto che a rettificare la quantificazione dei flussi di cassa
- Nella valutazione della congruità del Piano il valutatore non può prescindere dal ponderare l'effetto dell'orizzonte temporale scelto per la sua redazione

Metodo finanziario

Quantificazione dei flussi di cassa futuri

- La cessione di un'azienda, in termini di flussi di cassa, rappresenta per il cedente il valore dei flussi di cassa cui è disposto a rinunciare e per il cessionario il valore dei flussi di cassa futuri che prevede di realizzare
- L'unità di misura dei flussi di cassa è data dalle disponibilità liquide così come individuate dal OIC 14
- La misurazione e la rappresentazione della variazione dei flussi di cassa si ottiene tramite al Riclassificazione di Stato Patrimoniale Funzionale ed il Rendiconto Finanziario

Metodo finanziario

Quantificazione dei flussi di cassa futuri

- La Riclassificazione di Stato Patrimoniale Funzionale permette di individuare il Capitale Operativo Investito Netto (COIN) ovvero il motore dell'attività operativa e di definire la PFN
- Dal confronto di due COIN consecutivi si è in grado di misurare la variazione della liquidità operativa tra un esercizio e l'altro
- La misurazione della PFN permette di misurare se il COIN è finanziato solo da *Equity* o anche da *Debt*

Metodo finanziario

Quantificazione dei flussi di cassa futuri

- Il Rendiconto Finanziario prospettico (metodo indiretto) permette di misurare la capacità dell'impresa di generare o assorbire liquidità dalla gestione operativa, da quelle di investimento e da quella di finanziamento
- La liquidità generata dall'attività operativa viene detta ripetibile, mentre quella generata dall'attività di investimento viene detta non ripetibile
- Parte della liquidità operativa viene assorbita dalla attività di finanziamento per il rimborso della PFN

Metodo finanziario

FREE CASH FLOW OPERATIVO

EBIT (*Earning Before Interest and Taxes*)

(-) Imposte sul reddito

= NOPAT (*Net Operative Profit After Taxes*)

+ Ammortamenti, svalutazioni, accantonamenti e altri costi

= AUTOFINANZIAMENTO NETTO

+/- Variazione del CCN Operativo

(-) Variazione fondo TFR e altri fondi Operativi

= FLUSSO DI CASSA OPERATIVO CORRENTE

(-) Investimenti dell'area operativa

+ Disinvestimenti dell'area operativa

= FREE CASH FLOW OPERATIVO

Metodo finanziario

FREE CASH FLOW TO EQUITY

FREE CASH FLOW OPERATIVO

- (-) Interessi passivi e altri oneri finanziari
- (-) pagamento dividendi
- + Proventi finanziari
- + Negoziiazione nuovi debiti
- (-) Rimborso debiti a scadenza
- + Aumenti di capitale sociale a pagamento
- Rimborsi di capitale sociale
- = FREE CASH FLOW TO EQUITY**

Metodo finanziario

Asset Side Approach – Il valore del capitale economico è ottenuto sottraendo dalla sommatoria dei flussi di cassa futuri, l'ammontare della PFN necessario all'impresa per garantire quel dato livello di Free Cash Flow Operativo.

Equity Side Approach – Il valore del capitale economico è ottenuto dalla sommatoria dei flussi di cassa futuri generati dall'attività operativa con quelli generati/assorbiti dalla gestione finanziaria (Free Cash Flow to Equity); ovvero le variazioni nel periodo che interessano sia l'Equity che la PFN

Metodo finanziario

Valutazione Asset Side Approach

Sommatoria dei Free Cash Flow Operativi, attualizzati ad un tasso che tenga conto del costo del capitale proprio e del costo della PFN (WACC – Costo medio ponderato del Capitale)

+ Posizione Finanziaria Netta (PFN o Debt)

+ Terminal Value, attualizzato ad un tasso che tenga conto del costo medio ponderato del Capitale ($1+WACC$)

Metodo finanziario

Valutazione Equity Side Approach

Sommatoria dei Free Cash Flow to Equity, attualizzati ad un tasso che tenga conto del costo del capitale proprio (K_e)

+ Terminal Value, attualizzato ad un tasso che tenga conto del costo del capitale proprio ($1+K_e$)

Metodo finanziario

Terminal Value

- Permette di sintetizzare il valore attuale dei flussi finanziari di un'impresa che opera in continuità aziendale, oltre all'orizzonte temporale (3-5 anni) per la stima analitica dei flussi rappresentati nel Piano Previsionale
- Consiste nella stima di una rendita perpetua definita dal flusso finanziario medio che l'azienda, in continuità aziendale, sia in grado produrre oltre l'orizzonte temporale
- Assume valori differenti a seconda che si utilizzi l'*Asset Side Approach* piuttosto che l'*Equity side Approach*

Metodo dei moltiplicatori

- Si fonda sull'applicazione ad una determinata performance aziendale di un fattore di moltiplicazione individuato per analogia dal mercato (banche dati, precedenti operazioni analoghe)
- Multipli di capitale (*levered*) – per valutazioni *Equity Side (Price)*
- Multipli di performance (*unlevered*) – per valutazioni *Asset Side (Enterprise Value)*

Metodo dei moltiplicatori

- Individuazione della corretta tipologia del multiplo da utilizzare a seconda del settore, del mercato, del Paese
- Particolare attenzione quando si utilizza per valutazione di PMI, dato che i multipli si riferiscono solitamente a imprese di grandi dimensioni, quotate
- Utilizzato come metodo di controllo nel caso di valutazioni con Metodo Finanziario (DCF) infatti la crescita attesa dei flussi influisce direttamente sul valore dei moltiplicatori

Metodo dei moltiplicatori - *Enterprise Value to Sales*

- Il multiplo si basa sul rapporto tra il valore dell'impresa (EV) ed il suo fatturato (EV/Sales)
- L'EV è dato dall'attualizzazione del EBIT (Reddito Op.vo + A.5 – B.14) ad un tasso rappresentativo del Costo medio ponderato del capitale (WACC)

$$EV = EBIT \times (1-t) / WACC$$

t = % fiscalità

EBIT = Sales x ROS

$$EV = Sale \times ROS \times (1-t) / WACC \rightarrow EV/Sale = ROS \times (1-t)/WACC$$

Metodo dei moltiplicatori

Enterprise Value to EBIT

- Il multiplo si basa sul rapporto tra il valore dell'impresa (EV) ed il suo EBIT (Reddito Op.vo + A.5 – B.14)
- L'EV è dato dall'attualizzazione del EBIT (Reddito Op.vo + A.5 – B.14) ad un tasso rappresentativo del Costo medio ponderato del capitale (WACC)

$$EV = EBIT \times (1-t) / WACC$$

t = % fiscalità

$$EV/Ebit = (1-t)/WACC$$

Metodo dei moltiplicatori

Enterprise Value to EBITDA

- Il multiplo si basa sul rapporto tra il valore dell'impresa (EV) ed il suo EBITDA (MOL + A.5 – B.14)
- L'EV è dato dall'attualizzazione del EBITDA (MOL + A.5 – B.14) ad un tasso rappresentativo del Costo medio ponderato del capitale (WACC)

$$EV = EBITDA \times (1-a) \times (1-t) / WACC$$

t = % fiscalità

a = % ammortamento

$$EV/Ebitda = (1-a) \times (1-t)/WACC$$

Metodo dei moltiplicatori

- Selezione delle società comparabili
- Selezione del o dei moltiplicatori
- Calcolo dei moltiplicatori
- Applicazione dei multipli di settore
- Stima del valore dell'azienda

$\text{EBITDA} \times \text{multiplo (EV/EBITDA)} + \text{PFN}$

Casi particolari di valutazione

Start-up

- Scelta del corretto metodo di valutazione
 - In caso di trasformazione – metodo patrimoniale
 - In caso di cessione – metodo DCF e multipli
- Disporre di dati comparabili di aziende analoghe, è piuttosto difficile basarsi solamente sull'approccio analitico utilizzando una base informativa esclusivamente prospettica
- I PIV non hanno una sezione dedicata a questo tipo di valutazione

Casi particolari di valutazione

PMI dotata di brevetto

- Scelta del corretto metodo di valutazione
 - In caso di trasformazione – metodo patrimoniale
 - In caso di cessione – metodo DCF e multipli
- Quantificare il valore patrimoniale del brevetto (tramite capitalizzazione delle spese di ricerca e sviluppo e/o sulla base dei flussi di cassa storici e prospettici)

Casi particolari di valutazione

Azienda in perdita

- Nel caso di operazioni di riorganizzazione del gruppo (fusione, scissione, cessione, accordi di ristrutturazione e risanamento)
- I flussi finanziari operativi sia storici che prospettici potrebbero essere negativi
- Il valore minimo dell'azienda è quello di liquidazione ottenibile analiticamente tramite il metodo patrimoniale
- In presenza di un Piano previsionale sarà cruciale l'attestazione di congruità del piano da parte dell'esperto valutatore

Casi particolari di valutazione

Azienda in perdita

- Il valore minimo dell'azienda è quello di liquidazione ottenibile analiticamente tramite il metodo patrimoniale
- Il metodo misto patrimoniale-reddituale è sicuramente il più adatto
- In presenza di un Piano previsionale giudicato congruo il metodo finanziario (DCF) potrebbe comunque rischiare di dare una valutazione «massima»



**DOT
COM**

GRAZIE PER L'ATTENZIONE

Per informazioni di carattere generale: info@opendotcom.it

Per quesiti relativi alla valutazione d'azienda: adb@opendotcom.it

Sito: www.opendotcom.it

OPEN Dot Com

Società dei Dottori Commercialisti