

ACB

Valutazioni

**Capacità di reddito, crescita e rischio
come si traducono in valore d'impresa?**

«CS Incontra»

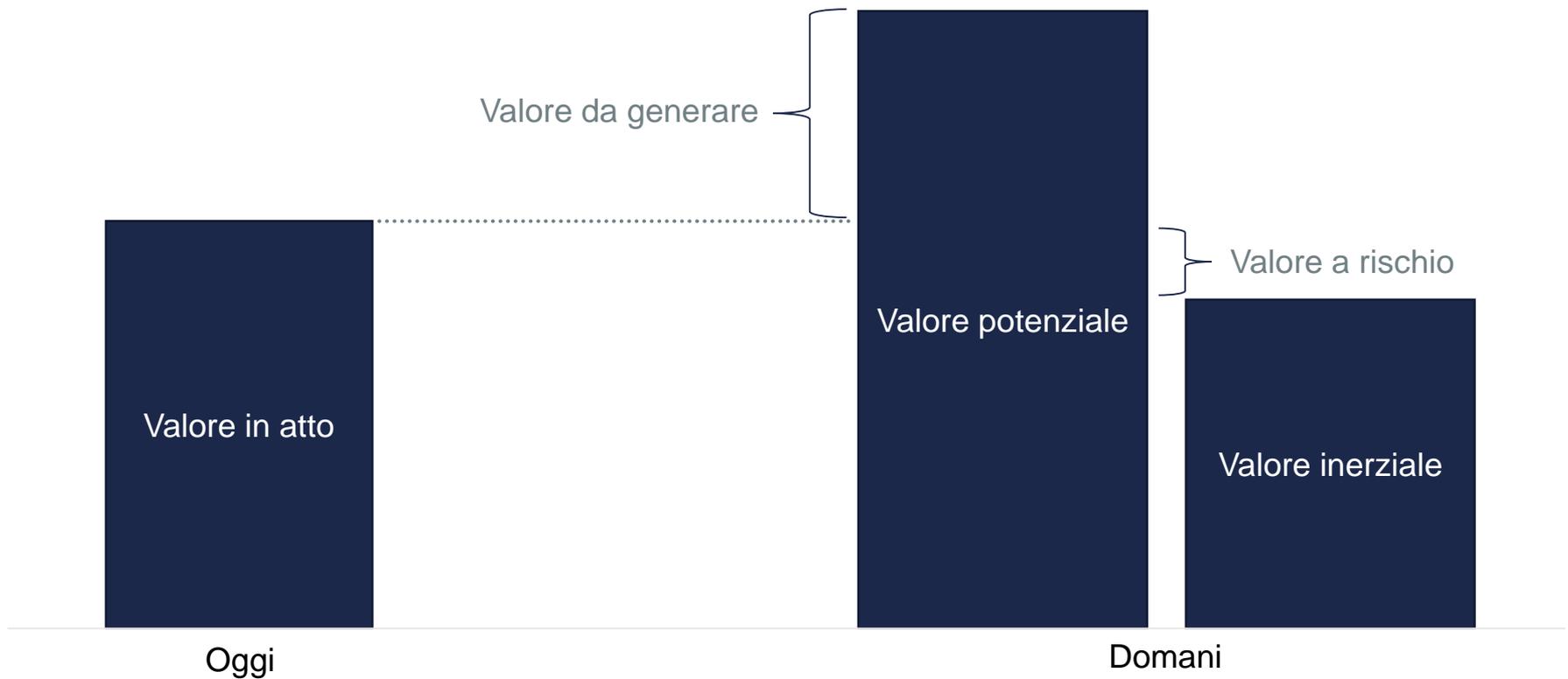
Agenda

1. <u>Valore in atto, valore potenziale e pianificazione</u>	03
2. <u>I <i>driver</i> di valore: la prospettiva del mercato e dell'impresa</u>	12
3. <u>Effetti e cause nella creazione di valore</u>	24
4. <u>Crescita e rischio</u>	30
5. <u>Analisi fondamentale</u>	37
6. <u>Dai valori ai prezzi</u>	41
7. <u>Conclusioni</u>	50

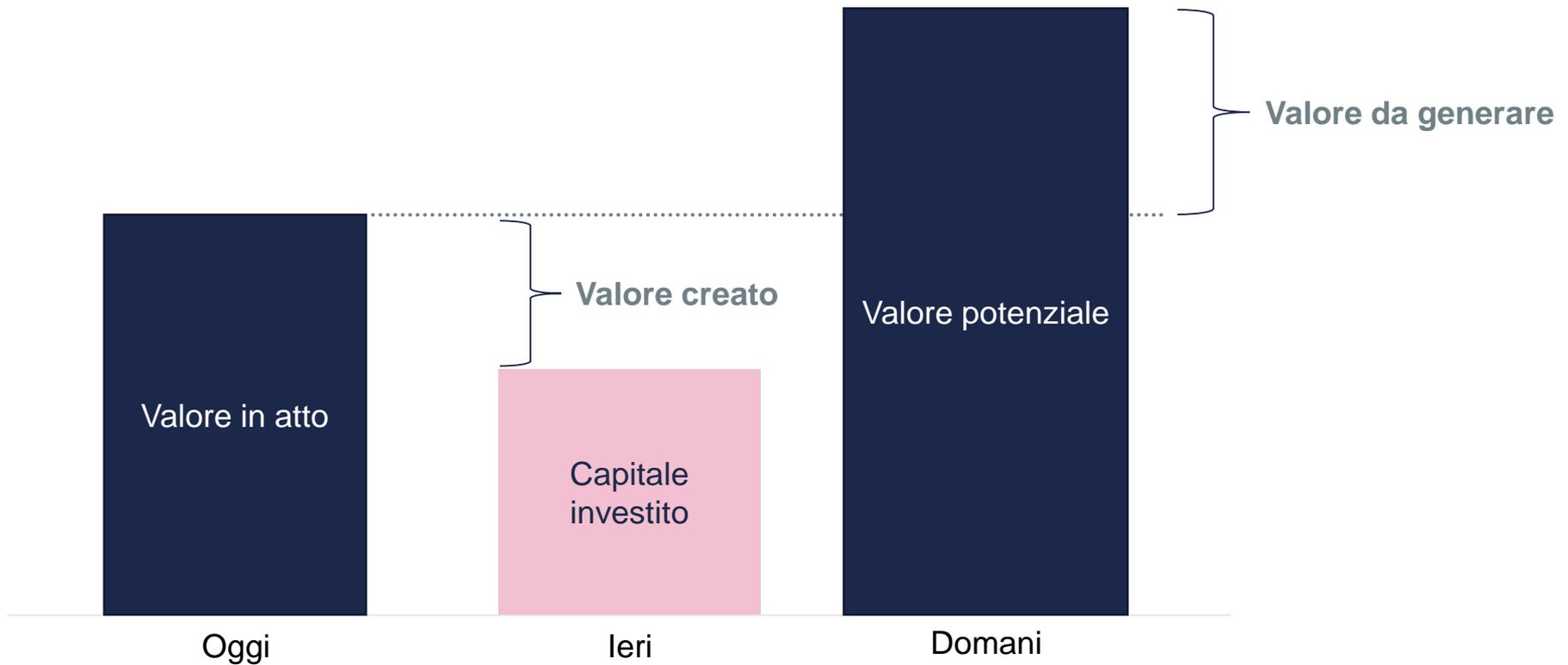
Agenda

1. <u>Valore in atto, valore potenziale e pianificazione</u>	03
2. <u>I <i>driver</i> di valore: la prospettiva del mercato e dell'impresa</u>	12
3. <u>Effetti e cause nella creazione di valore</u>	24
4. <u>Crescita e rischio</u>	30
5. <u>Analisi fondamentale</u>	37
6. <u>Dai valori ai prezzi</u>	41
7. <u>Conclusioni</u>	50

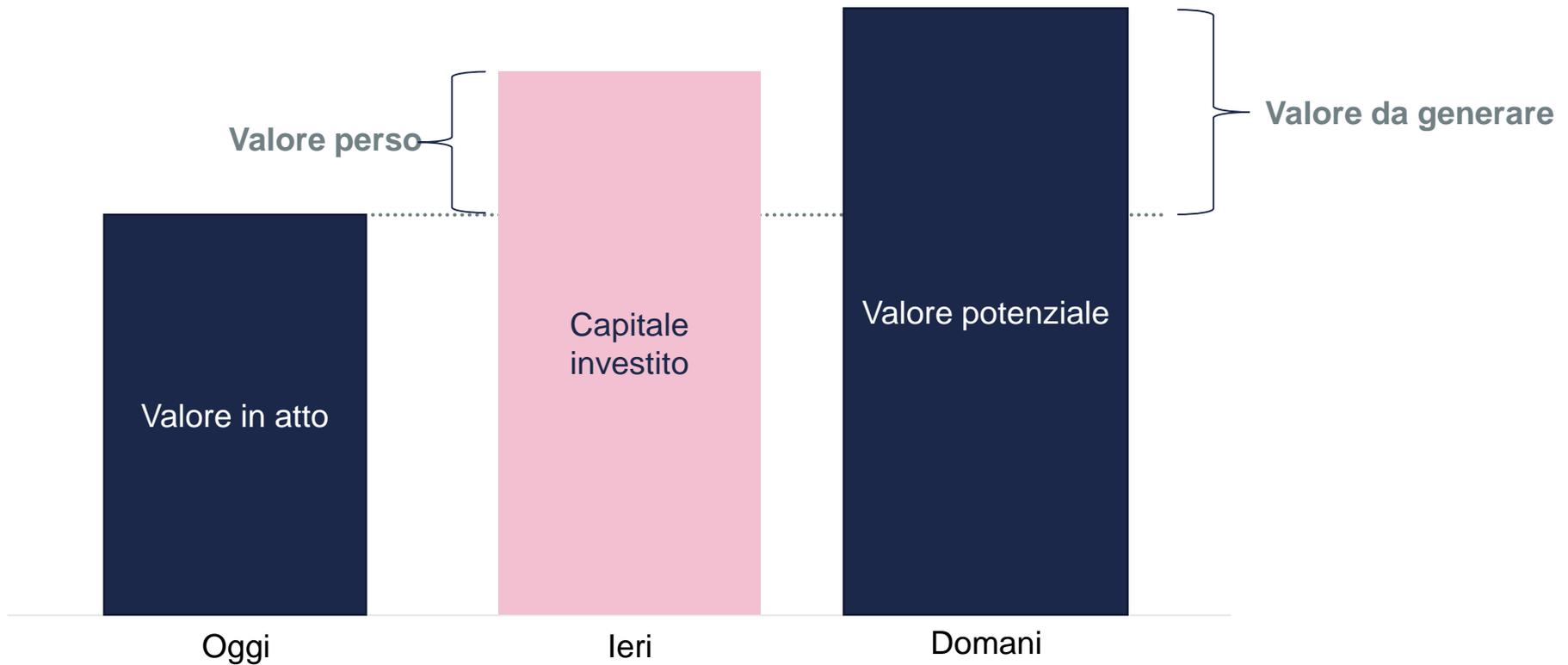
Il valore sempre si forma e sempre si distrugge: «fermi si arretra»



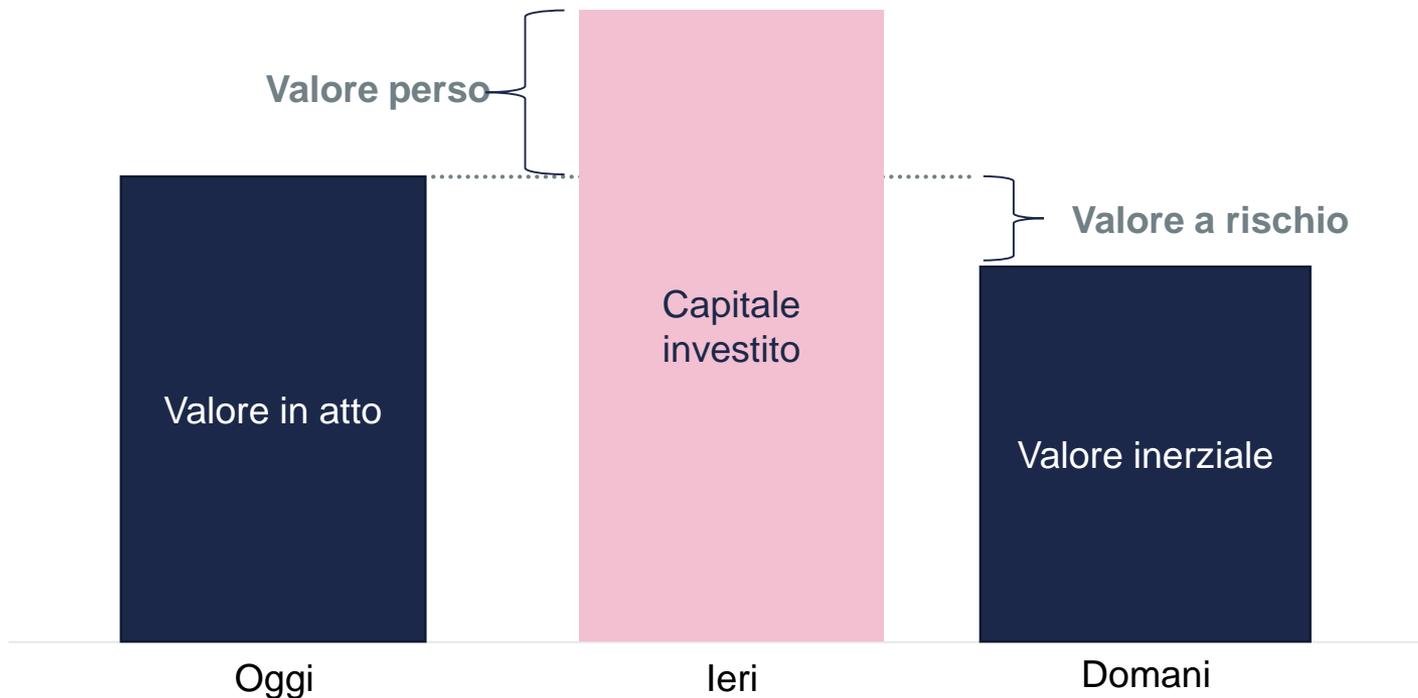
Impresa che crea valore nel continuo



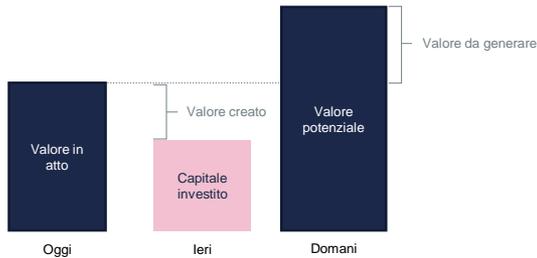
Impresa che ha distrutto valore ma ha potenziale



Impresa che ha distrutto valore ed è inerzialmente orientata al declino

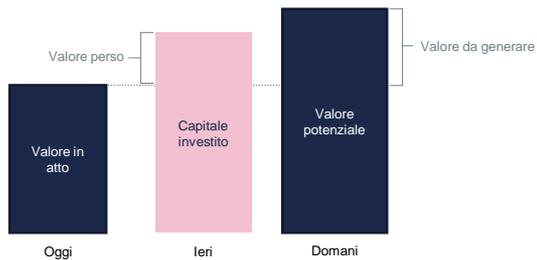


Come pianificano i tre tipi di impresa ?



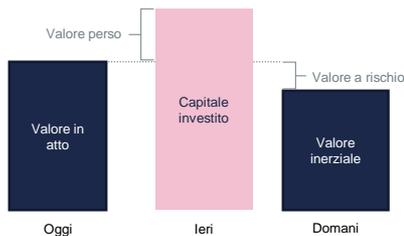
**Crea valore
nel continuo**

**Dal valore potenziale
al valore in atto**



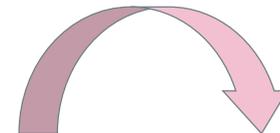
**Ha distrutto valore
ma ha potenziale**

**Senza pianificazione =
il futuro è imprevedibile**



**Distrugge valore
ed è inerzialmente
orientata al declino**

**Cerca di prevedere
la domanda**



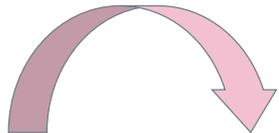
È questione di tecnica o di prospettiva ?



Impresa che ragiona in termini
di strategia/ struttura/ modello di business/ concorrenza



Impresa che non pianifica attendendo
che si dischiudano le opportunità future



Impresa che subisce il mercato e la competizione

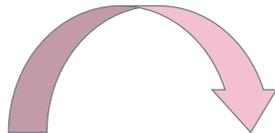
Le diverse concezioni di pianificazione



Pianificazione intesa come azione



Pianificazione considerata inutile



Pianificazione intesa come estrapolazione

Possiamo usare i piani di queste imprese per stimarne il valore ?



Si



Non esiste il piano



Il piano **non** è una base affidabile

Agenda

1. Valore in atto, valore potenziale e pianificazione	03
2. I <i>driver</i> di valore: la prospettiva del mercato e dell'impresa	12
3. Effetti e cause nella creazione di valore	24
4. Crescita e rischio	30
5. Analisi fondamentale	37
6. Dai valori ai prezzi	41
7. Conclusioni	50

La distruzione di valore e la sindrome della «rana bollita»

Immaginate un pentolone pieno d'acqua fredda nel quale nuota tranquillamente una rana. Il fuoco è acceso sotto la pentola, l'acqua si riscalda pian piano. Presto diventa tiepida.

La rana la trova gradevole e continua a nuotare. La temperatura sale.

Adesso l'acqua è calda, più di quanto la rana non apprezzi. Si stanca un po', tuttavia non si spaventa.

L'acqua adesso è davvero troppo calda. La rana la trova molto sgradevole, ma si è indebolita, non ha la forza di reagire. Allora sopporta e non fa nulla.

Intanto la temperatura sale ancora, fino al momento in cui la rana finisce «bollita».

Se la stessa rana fosse stata immersa direttamente nell'acqua a 50° sarebbe balzata subito fuori dal pentolone.

Le due prospettive di valore: mercato e impresa

Prospettiva di mercato

$$P_0 = \frac{Div_1 + P_1}{(1 + r)}$$

Da cui:

$$P_0 = \frac{Div_1}{r} + \frac{P_1 - P_0}{r} = \frac{Cash\ Flow_{atteso}}{r} + \frac{Capital\ Gain_{atteso}}{r}$$

Prospettiva d'impresa

$$P_0 = \frac{Div_1 + P_1}{(1 + r)} = \frac{(Utile_1 - \Delta BV) + P_1}{(1 + r)}$$

Da cui:

$$P_0 = \frac{Utile_1}{r} + \frac{(P_1 - BV_1) - (P_0 - BV_0)}{r} = \frac{Utile_{atteso}}{r} + \frac{Delta\ intangibili_{atteso}}{r}$$

Il vero *driver* non è il flusso di cassa (da solo), non è l'utile contabile (da solo), ma è il reddito economico permanente

$$\text{Dividendo} + \text{Capital Gain atteso} = \text{Utile atteso} + \text{Delta intangibili}$$

$$\text{Reddito economico permanente} = R = \text{utile contabile} + \text{delta intangibili}$$

Conoscendo P_0 :

$$P_0 = \frac{R}{r}$$

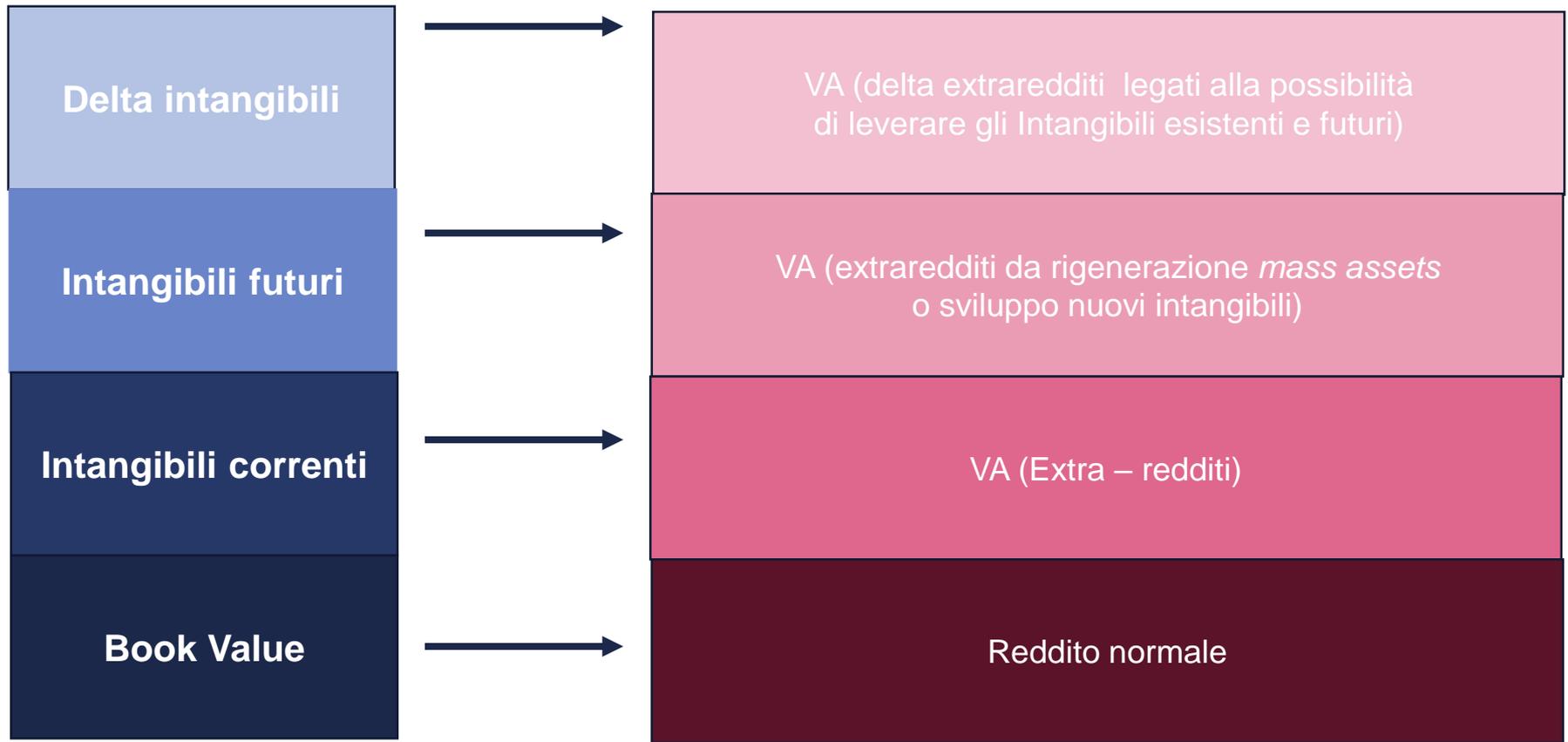
$$R = P_0 \times r$$

Oppure: $R = \text{Cash Flow} - \Delta P = \text{Cash Flow} - \text{ammortamento economico}$

Esempio di calcolo del valore di un'attività a vita definita sulla base del reddito permanente

Anni		1	2	3
(a) valore dell'asset stimato per attualizzazione dei flussi di cassa				
a	Cost of capital (coc)	10%		
b	Flusso di cassa	100,00	100,0	100,0
c	Discount factor al tempo 0 (inizio anno 1)	0,909	0,826	0,751
d = b x c	Valore attuale flussi	90,9	82,6	75,1
e = $\sum d$	Valore iniziale <u>all'inizio</u> dell'anno 1	248,7		
f	Discount factor al tempo 1 (inizio anno 2)		0,909	0,826
g = b x f	Valore attuale flussi		90,9	82,6
h = $\sum g$	Valore iniziale <u>all'inizio</u> dell'anno 2		173,6	
i	Discount factor al tempo 2 (inizio anno 3)			0,909
l = b x i	Valore attuale flussi			90,9
m = $\sum l$	Valore iniziale <u>all'inizio</u> dell'anno 3			90,9
(b) valore dell'asset stimato per capitalizzazione del reddito economico				
n = h1, l1, 0	Valore finale	173,6	90,9	0,0
o = (e-n); (h-n), (m-n)	Ammortamento economico (=Δ Valore nell'anno)	75,1	82,6	90,9
p = b - o	Reddito economico permanente	24,9	17,4	9,1
q = p/e, p/h, p/m	Reddito economico permanente/ valore iniziale	10%	10%	10%
r = p/a	Reddito capitalizzato @coc	248,7	173,6	90,9
(c) valore dell'asset lungo la vita residua: stima ottenuta muovendo dal valore iniziale				
s = e, h, m	Valore iniziale	248,7	173,6	90,9
t = s*(1+a)	Montante valore iniziale (valore iniziale * (1 + coc))	273,6	190,9	100,0
u = -b	- Flusso di cassa	-100,0	-100,0	-100,0
v = t+u	Valore finale	173,6	90,9	0,0

Delta intangibili non corrisponde ad intangibili futuri



Impresa *steady state* (= impresa che conserva gli intangibili = no delta intangibili)

Se vale la relazione

$$P_0 = \frac{Utile_{atteso}}{r} + \frac{\text{delta intangibili}_{atteso}}{r}$$

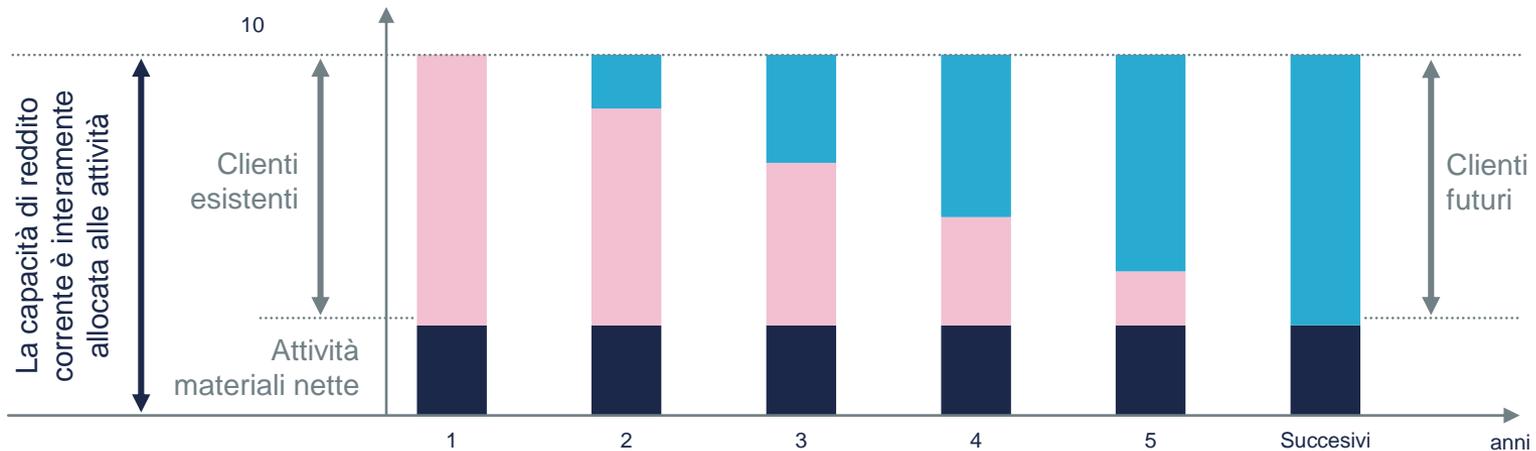
Allora in assenza di delta intangibili avremo

$$P_0 = \frac{Utile_{atteso}}{r} + \frac{\text{delta intangibili}_{atteso}}{r} = \frac{Utile_{atteso}}{r}$$

Impresa *steady state*: gli intangibili futuri rimpiazzano gli intangibili correnti

Flussi di pertinenza delle attività materiali nette, dell'intangibile relazioni di clientela (in prospettiva a finire), delle future relazione di clientela

Utile atteso	10
Attività materiali nette	50
Costo opportunità delle attività materiali	5%
Unico intangibile (<i>customer relationship</i>) vita 5 anni	

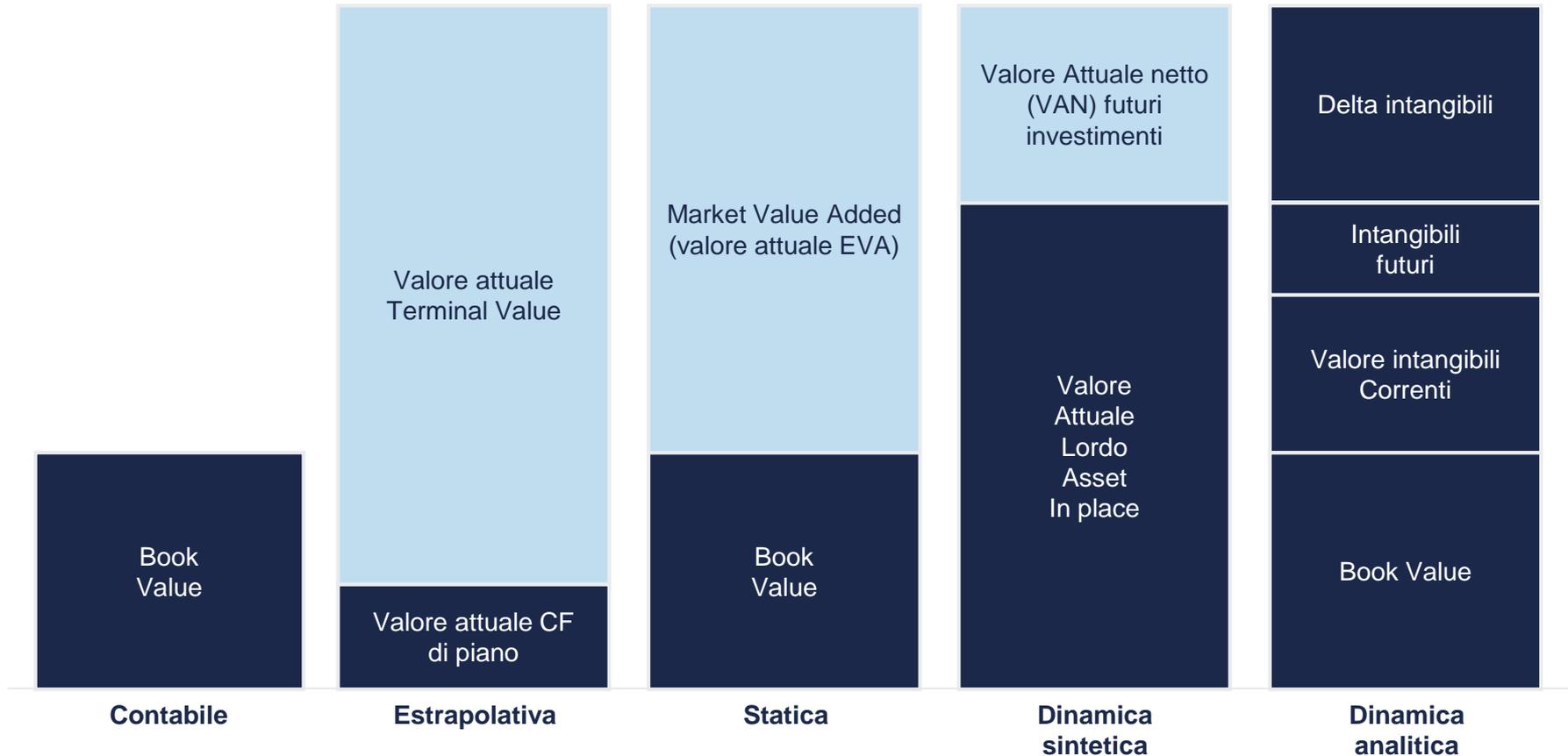


Quale logica valutativa seguireste per valutare Coca-Cola ?

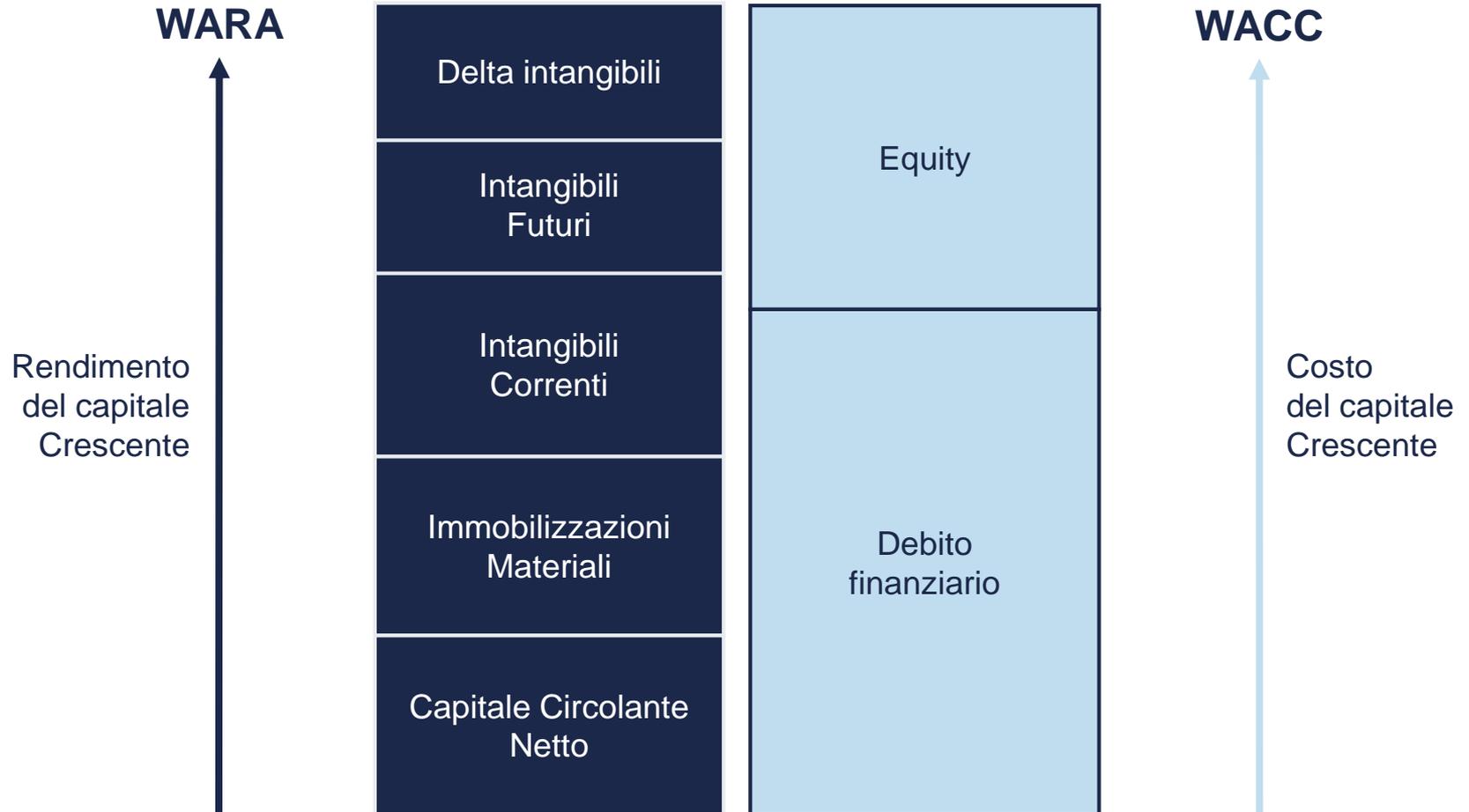
Dati di The Coca-Cola Company (KO)

Utile netto 2018	6,4 bn. U\$
Costi di advertising spesi in esercizio 2018	4,1 bn. U\$
Payout ratio	99%
Market cap	209,3 bn. U\$
Patrimonio di Gruppo 2018	16,9 bn. U\$
ROE	37,8%
Multiplo P/E	32,6 x
Multiplo P/BV	12,4x

Logiche di valutazione a confronto



Relazione fra composizione dell'attivo e costo del capitale



La verifica wara = wacc

	Fair value degli assets (a)	Grado di leverabilità dell'asset (loan-to-value) (b)	Contributo degli assets all'indebitamento (c=a*b)	Costo del capitale degli assets calcolato sulla base del grado di leverabilità (1) (d)	Wara (= weighted average return of assets) (e=d*a/100)
Tangibile	50	70%	35	7,6%	3,8%
Intangibile non dominante	10	40%	4	8,6%	0,9%
Asset intangibile dominante	20	30%	6	8,9%	1,8%
Goodwill (intangibili di futura formazione)	20	0%	0	9,9%	2,0%
Totale capitale investito	100	totale debito	45	Wara	8,4%
Calcolo wacc					
Struttura finanziaria target (2)	45%				
Cost of debt	6,0%				
Tax rate	33%				
Cost of debt defiscalizzato	4,0%				
Cost of equity	12,0%				
Wacc	8,4%				
Cost of equity unlevered (3)	9,9%				

- 1) calcolato sulla base della relazione fra cost of equity unlevered e wacc cfr. nota 3
- 2) pari al rapporti Loan-to-value medio ponderato = 45/100
- 3) ottenuto sulla base della relazione cost of equity unlevered = wacc/(1 - debito/BEV * tc)

Agenda

1. Valore in atto, valore potenziale e pianificazione	03
2. I <i>driver</i> di valore: la prospettiva del mercato e dell'impresa	12
3. Effetti e cause nella creazione di valore	24
4. Crescita e rischio	30
5. Analisi fondamentale	37
6. Dai valori ai prezzi	41
7. Conclusioni	50

Confondere effetti e cause nei *driver* di valore

Impresa molto indebitata: ROE inferiore a ROI e inferiore al costo del debito

Stato Patrimoniale

Attività		Passività e netto	
Impianti	80	Debiti finanziari	90
CCN	20	PN	10
Totale attivo	100	Totale passivo	100

Conto economico

Reddito operativo	11,00	
Oneri finanziari	9,90	= 11% Debiti per Hp interamente deducibili
Utili ante imposte	1,10	
Imposte	0,55	tc = 50%
Utile netto	0,55	
ROI	11%	
ROE	5,50%	< costo del debito

Diagnosi errata

L'impresa è troppo indebitata: occorre un aumento di capitale in grado di riportare il costo del debito al di sotto del ROI

Stato Patrimoniale

Attività		Delta	Passività e netto		Delta
Impianti	80	0	Debiti finanziari	50	-40
CCN	20	0	PN	50	40
Totale attivo	100		Totale passivo	100	

Conto economico

<i>Reddito operativo</i>	11,00	
<i>Oneri finanziari</i>	4,00	= 8% Debiti per Hp interamente deducibili
<i>Utili ante imposte</i>	7,00	
<i>Imposte</i>	3,50	0,5
<i>Utile netto</i>	3,50	
<i>ROE</i>	7,00%	<i>ROE aumentato rispetto al ROE precedente (= 5,5%)</i>

Diagnosi corretta

L'impresa ha una insufficiente capacità di reddito rispetto al capitale investito

Stato Patrimoniale

Attività		Passività e netto	
Impianti	80	Debiti finanziari	90
CCN	20	PN	10
Totale attivo	100	Totale passivo	100

Conto economico

Reddito operativo	11,00	
Oneri finanziari	9,90	= 11% Debiti per Hp interamente deducibili
Utili ante imposte	1,10	
Imposte	0,55	0,5
Utile netto	0,55	
ROI	11%	
ROE	5,50 %	< costo del debito
Costo di mezzi propri		10%
Valore equity (no crescita) = Utile netto/costo del capitale proprio = 0,55/10% = 5,5		
DISTRUZIONE DI RICCHEZZA = 10-5,5 = 4,5		

Distruzione di ricchezza conseguente alla diagnosi errata

Investendo nuovi mezzi propri ad un ROE inferiore al costo del capitale si distrugge ricchezza

Stato Patrimoniale

Attività		Delta	Passività e netto		Delta
Impianti	80	0	Debiti finanziari	50	-40
CCN	20	0	PN	50	40
Totale attivo	100		Totale passivo	100	

Conto economico

Reddito operativo	11,00	
Oneri finanziari	4,00	= 8% Debiti per Hp interamente deducibili
Utili ante imposte	7,00	
Imposte	3,50	0,5
Utile netto	3,50	
ROE	7,00 %	ROE aumentato rispetto al ROE precedente (= 5,5%)
Costo dei mezzi propri		10%
Valore equity (no crescita) = Utile netto/costo del capitale proprio = 3,5/10% = 35		
DISTRUZIONE DI RICCHEZZA = 35 -40-5,5 = -10,5		

Creazione di valore a seguito di diagnosi corretta

Occorre ridurre il capitale investito più che proporzionalmente rispetto al reddito

Stato Patrimoniale

Attività		Delta	Passività e netto		Delta
Impianti	50	-30	Debiti finanziari	60	-30
CCN	20	0	PN	10	0
Totale attivo	70		Totale passivo	70	

Conto economico

Reddito operativo	9,50	= -1,5
Oneri finanziari	6,00	= 10% Debiti per Hp interamente deducibili
Utile ante imposte	3,50	
Imposte	1,75	0,5
Utile netto	1,75	
ROE	17,50 %	
Costo del capitale proprio		10%
Valore equity (no crescita) = Utile netto/costo del capitale proprio = 1,75/10% =17,5		

Agenda

1. <u>Valore in atto, valore potenziale e pianificazione</u>	03
2. <u>I <i>driver</i> di valore: la prospettiva del mercato e dell'impresa</u>	12
3. <u>Effetti e cause nella creazione di valore</u>	24
4. <u>Crescita e rischio</u>	30
5. <u>Analisi fondamentale</u>	37
6. <u>Dai valori ai prezzi</u>	41
7. <u>Conclusioni</u>	50

Valore in atto e crescita

- **Valore in atto** = reddito normale/costo del capitale
 $EV = EBIT \times (1 - tc) / \text{costo del capitale} = \text{NOPAT} / wacc$

- Con

• Capitale investito (IC) = 50;	• Fatturato = 100 (rotazione = $100/50 = 2x$);
• EBITDA = 8,5;	• Ammortamenti = 4 (vita ec. 12,5);
• EBIT = 4,5;	• tc = 33%
• NOPAT = 3	

$$\text{ROIC} = \text{NOPAT} / \text{IC} = 3 / 50 = 6,0\%$$

EV = IC se ROIC = Wacc

EV > IC se ROIC > Wacc

EV < IC se ROIC < Wacc

Infatti:

- con $wacc = 6\%$ $EV = 3 / 6\% = 50 = IC$

- con $wacc = 5\%$ $EV = 3 / 5\% = 60 > IC$

- con $wacc = 7\%$ $EV = 3 / 7\% = 43 < IC$

Esempio di crescita autofinanziabile

- Fatturato iniziale **100**
- Saggio di crescita (g) del fatturato = **6%**
- $\Delta\text{Fatturato} = 100 * 6\% = \mathbf{6}$
- Rotazione capitale incrementale $= \Delta\text{Fatturato} / \Delta\text{IC} = 2x$ (=costante) ←
- $\Delta\text{IC} = \Delta\text{Fatturato} / 2x = 6 / 2 = \mathbf{3}$
- Autofinanziamento prodotto da IC esistente = **ROIC x IC** = $[\text{EBIT} \times (1-tc) / \text{IC}] \times \text{IC} =$
 $[\mathbf{EBIT} \times (1-tc)] = 6\% \times 50 = \mathbf{3}$

Ipotesi chiave

Tasso di rotazione delle immobilizzazioni costante

- Quindi: se $g_{\text{Fatturato}} = \text{ROIC}$ e la rotazione del capitale investito è costante l'investimento di crescita è autofinanziabile

Creazione di valore conseguente alla crescita

- $\Delta\text{EBITDA} = \text{EBITDA margin} \times \Delta\text{Fatturato}$
- $\Delta\text{EBIT} = \Delta\text{EBITDA} - \Delta\text{IC} \times (1/\text{Vita Economica Investimenti})$
- $\text{ROIIC} = \Delta\text{Ebit} \times (1-t_c) / \Delta\text{IC} = \Delta \text{NOPAT} / \text{IC}$
- Se **ROIIC > wacc** la crescita **crea** valore
- Se **ROIIC = wacc** la crescita **non crea, né distrugge** valore
- Se **ROIIC < wacc** la crescita **distrugge** valore



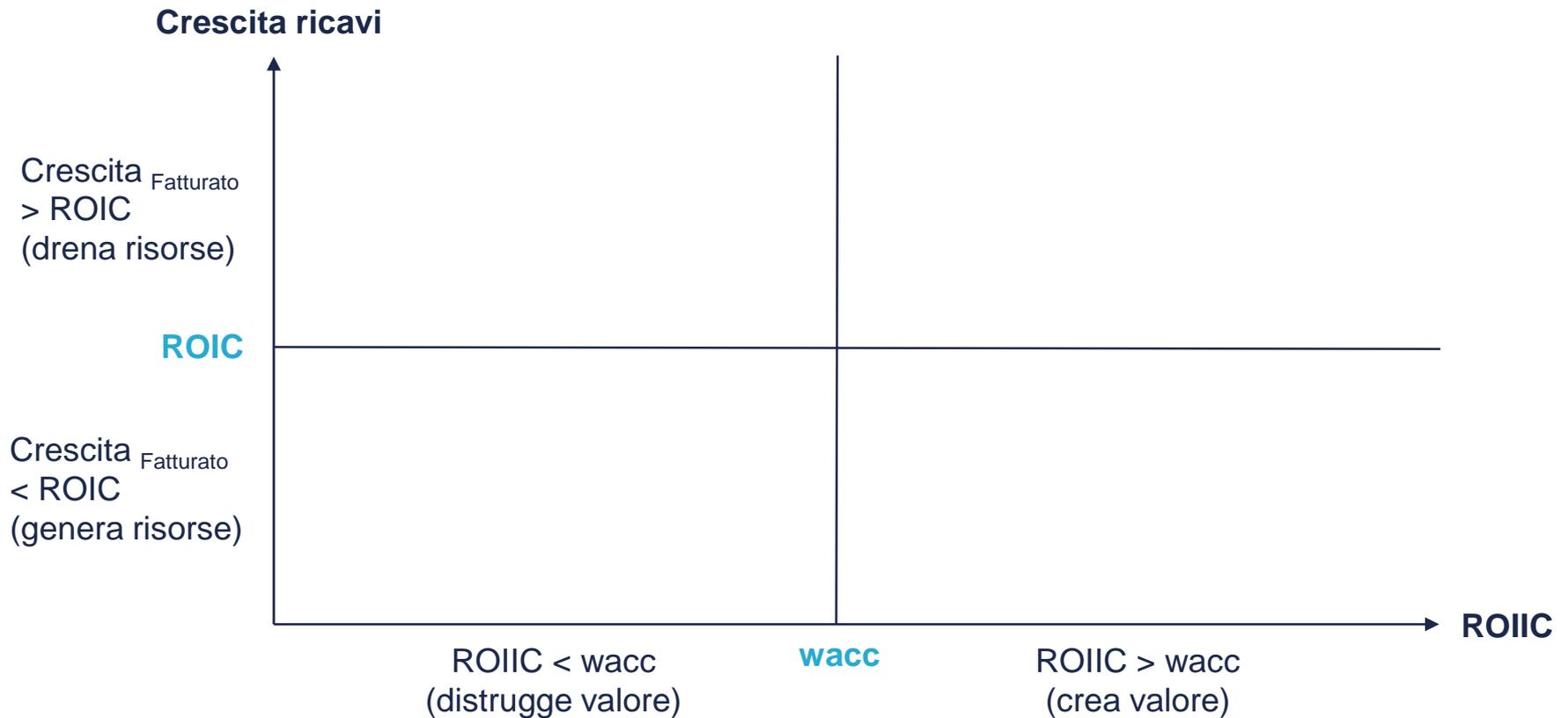
Crescita e valore insieme

- Fatturato iniziale 100
- Saggio di crescita (g) del fatturato = 6%
- $\Delta\text{Fatturato} = 100 * 6\% = 6$
- Rotazione incrementale (costante) = 2x
- $\Delta\text{IC} = 6/2 = 3$
- Autofinanziamento prodotto da IC esistente = $\text{ROIC} \times \text{IC} = 6\% \times 50 = 3$
- Ebitda margin = 8,5%
- $\Delta\text{Ebitda} = \Delta\text{Fatturato} \times \text{Ebitda margin} = 6 \times 8,5\% = 0,51$
- Vita economica = 12,5 anni
- $\Delta\text{Ammortamenti} = 3/12,5 = 0,24$
- $\Delta\text{Ebit} = \Delta\text{Ebitda} - \Delta\text{Ammortamenti} = 0,51 - 0,24 = 0,27$
- $\Delta\text{ROIC} = \text{ROIIC} = \Delta\text{Ebit} \times (1-t_c) / \Delta\text{IC} = 0,27 \times 0,67 / 3 = 0,18 / 3 = 6,0\%$

Se $wacc = 6\%$ la crescita non crea valore perché $\Delta\text{EV} = \Delta\text{NOPAT} / wacc = 0,18 / 6\% = 3$, esattamente pari al ΔIC .

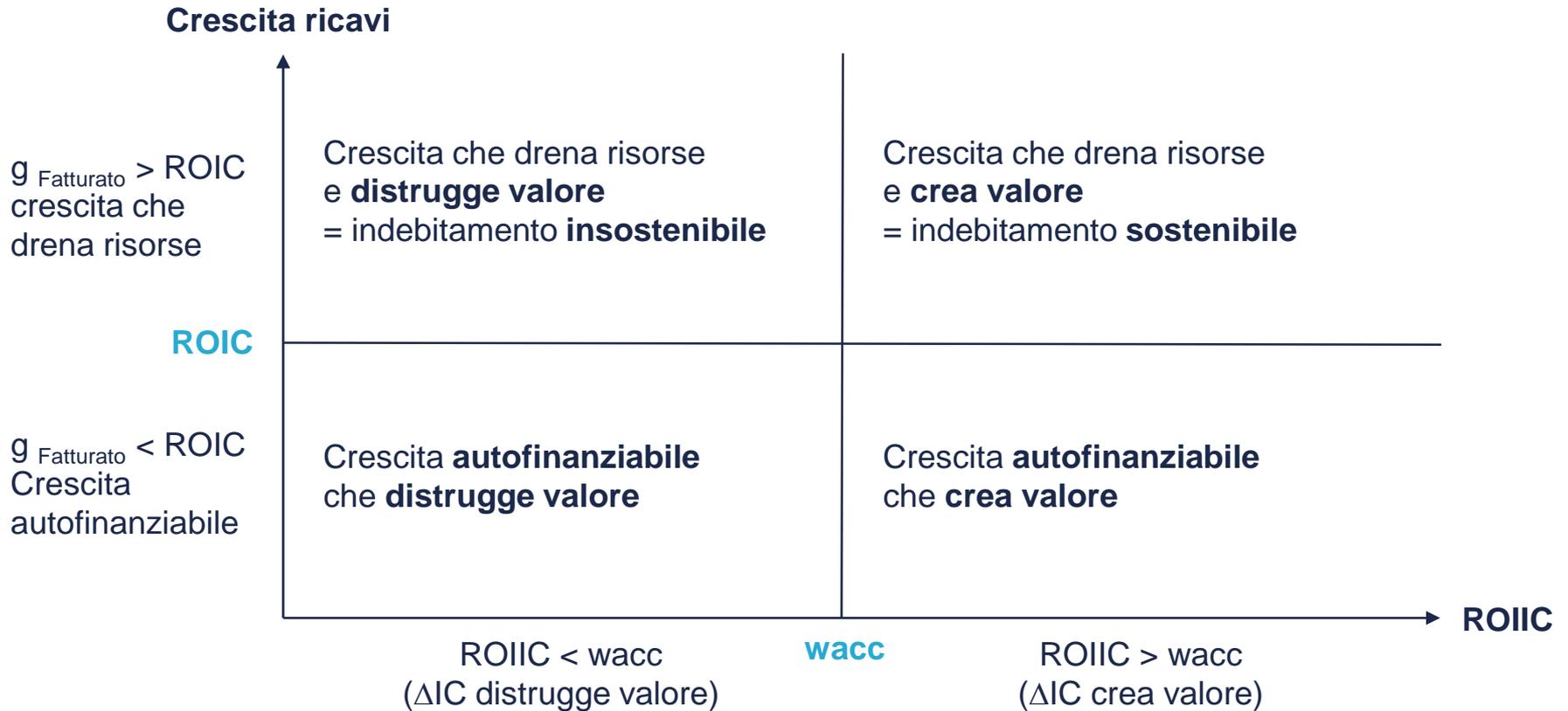
Crescita: i due profili rilevanti

(impresa con tasso di rotazione del capitale investito costante)



Crescita: i due profili rilevanti

(impresa con tasso di rotazione del capitale investito costante)



Agenda

1. <u>Valore in atto, valore potenziale e pianificazione</u>	<u>03</u>
2. <u>I <i>driver</i> di valore: la prospettiva del mercato e dell'impresa</u>	<u>12</u>
3. <u>Effetti e cause nella creazione di valore</u>	<u>24</u>
4. <u>Crescita e rischio</u>	<u>30</u>
5. <u>Analisi fondamentale</u>	<u>37</u>
6. <u>Dai valori ai prezzi</u>	<u>41</u>
7. <u>Conclusioni</u>	<u>50</u>

Analisi fondamentale

(= individuazione delle variabili chiave su cui poggiano le determinanti del valore d'impresa: reddito, crescita e rischio)



Analisi del *Business Model*

Esempio

A e B sono due imprese di servizi Business-to-Business (B2B) che competono nello stesso settore e sul medesimo mercato, adottando due modelli di business diversi:

- a) la società A adotta un modello di business incentrato sulla ricerca dei vantaggi di costo e quindi mira a minimizzare il prezzo del servizio per il cliente, riducendo sia il capitale investito sia i costi operativi per la società stessa;
- b) la società B adotta invece un modello di business incentrato sull'assistenza al cliente: volto ad accrescerne la fedeltà, con conseguenti maggiori costi e maggior capitale investito.

Le due società si differenziano per:

- a) le diverse caratteristiche della base clienti (il portafoglio clienti di A presenta un maggior tasso di rotazione, c.d. *churn rate*);
- b) la diversa struttura dei costi (B deve sostenere costi maggiori per l'assistenza offerta alla clientela);
- c) il diverso capitale investito (B deve impiegare maggiore capitale di A).

Dinamica dei ricavi nei primi 10 anni di vita delle società A e B caratterizzate da una diversa vita media delle relazioni di clientela

REVENUE MODEL SOCIETÀ A		ANNI									
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
CLIENTI con vita 5 anni	A	10	10	10	10	10					
	B		10	10	10	10	10				
	C			10	10	10	10	10			
	D				10	10	10	10	10		
	E					10	10	10	10	10	
	F						10	10	10	10	10
	G							10	10	10	10
	H								10	10	10
	I									10	10
	L										10
Totale /A)		10	20	30	40	50	50	50	50	50	50

REVENUE MODEL SOCIETÀ B		ANNI									
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
CLIENTI con vita 7 anni	A	10	10	10	10	10	10	10			
	B		10	10	10	10	10	10	10		
	C			10	10	10	10	10	10	10	
	D				10	10	10	10	10	10	10
	E					10	10	10	10	10	10
	F						10	10	10	10	10
	G							10	10	10	10
	H								10	10	10
	I									10	10
	L										10
Totale (B)		10	20	30	40	50	60	70	70	70	70

Performance a confronto delle società A e B nei primi 10 anni di vita

	ANNI									
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
RICAVI (A)	10	20	30	40	50	50	50	50	50	50
RICAVI (B)	10	20	30	40	50	60	70	70	70	70
DELTA RICAVI (B) – (A)	0	0	0	0	0	10	20	20	20	20
COSTI OPERTAIVI A	8	10	12	14	25	25	25	25	25	25
COSTI OPERATIVI B	18	20	23	26	33	34	35	35	35	35
DELTA COSTI (B) – (A)	10	10	11	12	8	9	10	10	10	10
REDDITO OPERATIVO A	2	10	18	26	25	25	25	25	25	25
REDDITO OPERATIVO B	-8	0	7	14	17	26	35	35	35	35
DELTA REDDITO OPERATIVO (B) – (A)	-10	-10	-11	-12	-8	1	10	10	10	10
CAPITALE INVESTITO (A)	100	110	120	130	140	140	140	140	140	140
CAPITALE INVESTITO (B)	110	115	125	135	145	155	160	160	160	160
DELTA CAPITALE INVESTITO (B) – (A)	10	5	5	5	5	15	20	20	20	20
ROI (A)	2,0%	9,1%	15,0%	20,0%	17,9%	17,9%	17,9%	17,9%	17,9%	17,9%
ROI (B)	-7,3%	0,0%	5,6%	10,4%	11,7%	16,8%	21,9%	21,9%	21,9%	21,9%
DELTA ROI (B) – (A)	-9,3%	-9,1%	-9,4%	-9,6%	-6,1%	-1,1%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%

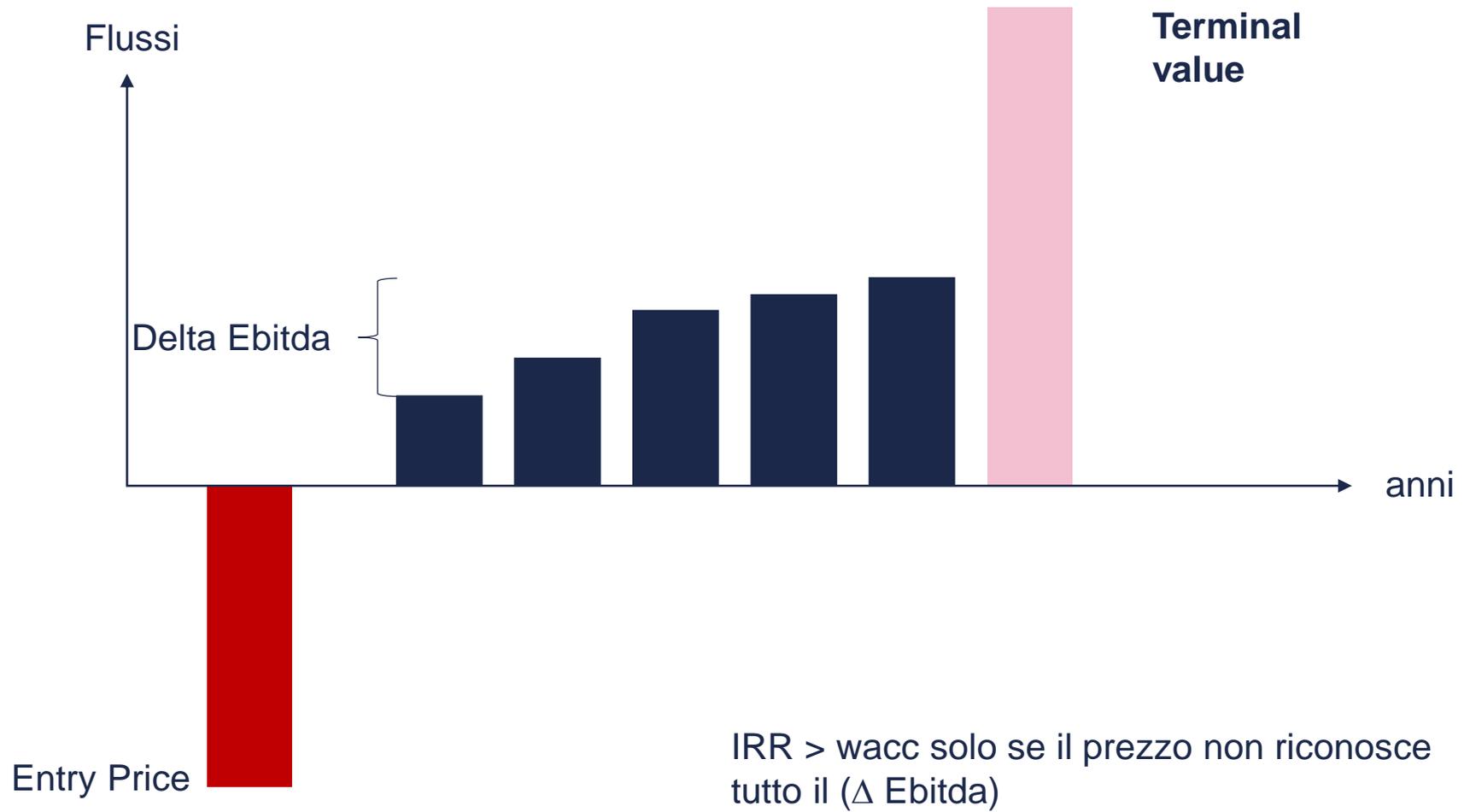
Agenda

1. Valore in atto, valore potenziale e pianificazione	03
2. I <i>driver</i> di valore: la prospettiva del mercato e dell'impresa	12
3. Effetti e cause nella creazione di valore	24
4. Crescita e rischio	30
5. Analisi fondamentale	37
6. Dai valori ai prezzi	41
7. Conclusioni	50

I prezzi sono funzione dei partecipanti al mercato: *strategic buyer vs. financial buyer*

- Per entrambi: «il prezzo è ciò che paghi ed il valore è ciò che ottieni»
- Quindi: prezzo < valore
- Ma valore per chi ?
- *Strategic buyer* può accrescere il valore con sinergie (Valore acquirente \neq valore per il venditore)
- Ma valore «as is» o valore con crescita ?
- *Financial buyer* può fornire la finanza per lo sviluppo (valore con crescita \neq valore «as is»)
- Propensione al rischio diversa
- Imprenditore ha una propensione al rischio inferiore a quella del *financial buyer* (in quanto è meno diversificato)

Logica dello *strategic buyer*

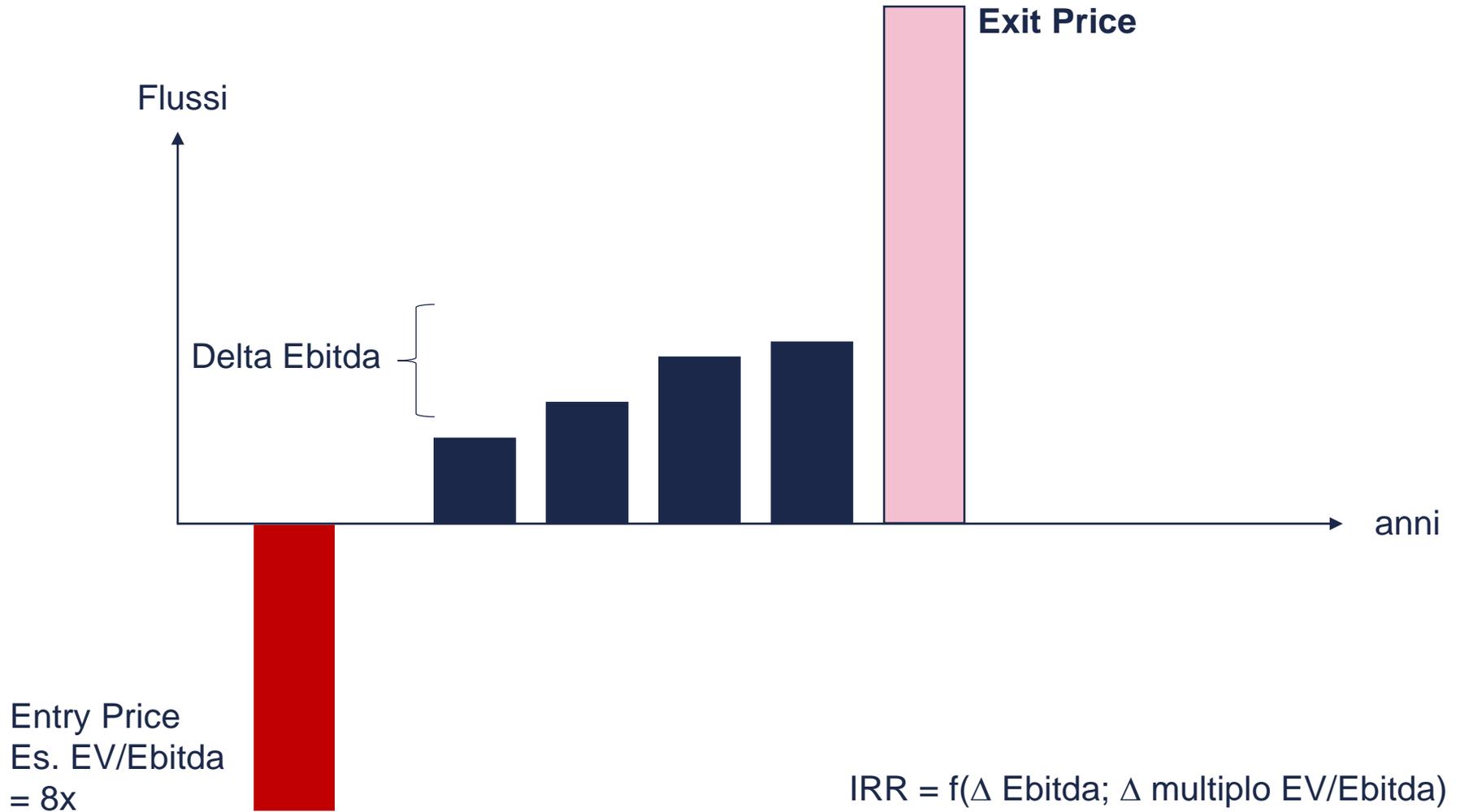


Esempio

- La società Bidder quotata operante nel settore degli *spirits*, propone l'acquisto del ramo *spirit* della società Target non quotata, anch'essa operante nel medesimo settore.
- La proposta prevede il riconoscimento di un prezzo formulato sulla base di un multiplo EV/EBITDA corrente di 10,0x (= multiplo di riferimento per il settore). Al 31.12.2017 l'EBITDA *actual* di è pari ad Euro 1.002.

EBITDA base da contabilità		EBITDA al netto di savings sui costi		EBITDA a regime per Bidder	
In Euro/000	2017				
Ricavi al netto delle accise	6.469				
Costi Variabili di Produzione	-3.050				
Costi Variabili Commerciali	-347				
Margine di Contribuzione	3.072				
Totale Costi Fissi Monetari	-2.070				
<i>Costi Generali & Amministrativi</i>	-520				
<i>Costi fissi di Marketing</i>	-800				
<i>Personale Indiretto</i>	-750				
EBITDA actual	1.002	Savings Netti	1.196		
		<i>Savings su rete commerciale</i>	692		
EV/EBITDA	10,00x	<i>Personale indiretto non trasferito</i>	605		
Valore Intrinseco	10.019	<i>Affitto immobile</i>	-100		
		EBITDA Adjusted	2.198	Sinergie di Ricavo	1.150
				<i>ΔVolumi</i>	150
		EV/EBITDA	10,00x	<i>Volumi Target 2017</i>	1.000
		PREZZO	21.982	<i>ΔPrezzo di Vendita</i>	€ 1,00
				EBITDA per Bidder a regime	3.348
				EV/EBITDA	10,00x
				Investment Value	33.482

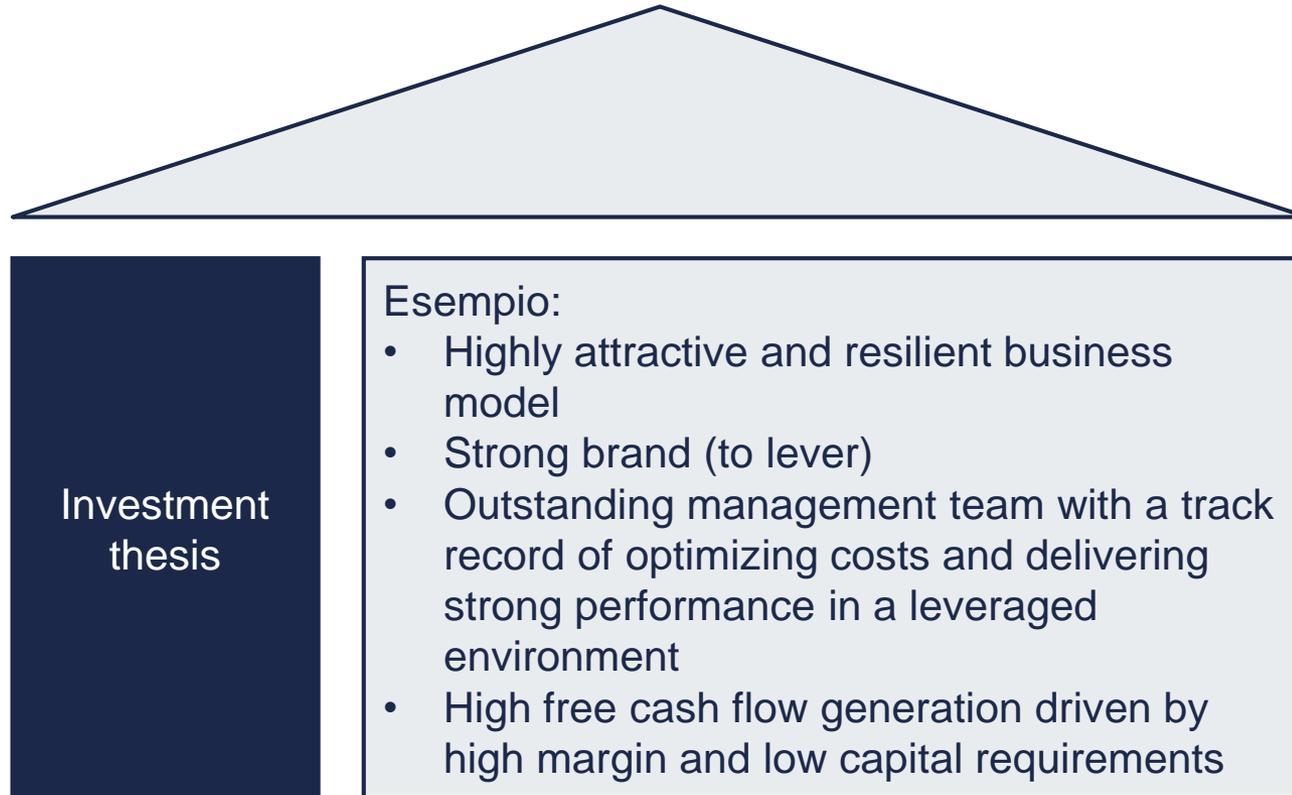
Logica del *financial buyer*



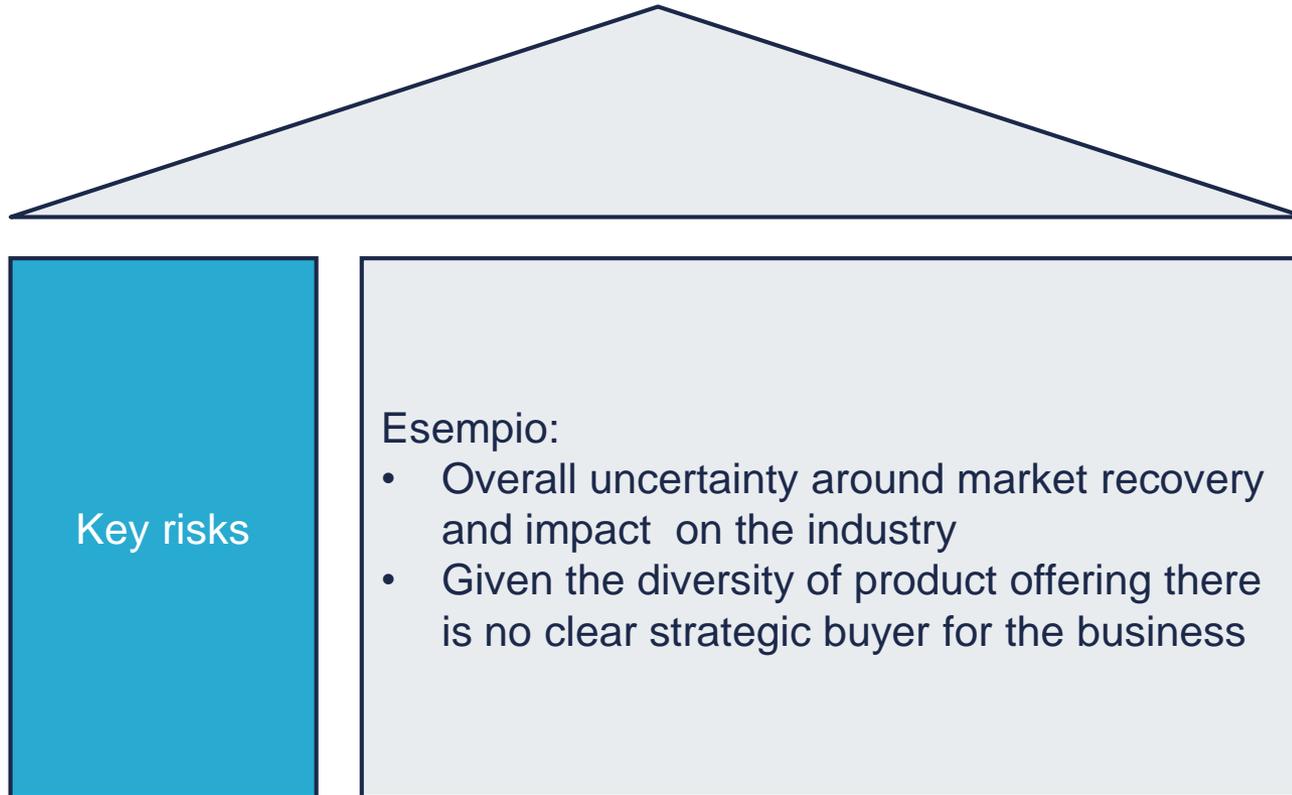
Financial buyer



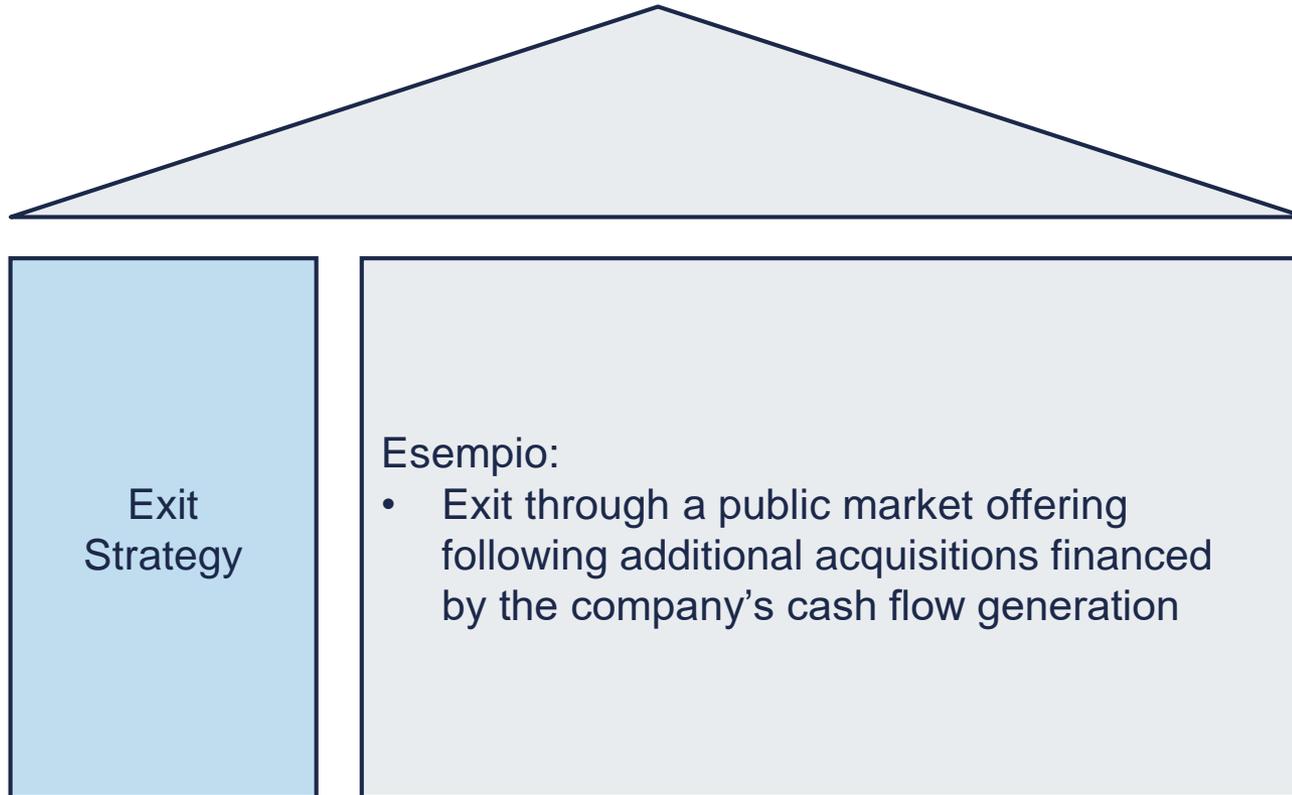
Esempio



Esempio



Esempio



Agenda

1. <u>Valore in atto, valore potenziale e pianificazione</u>	03
2. <u>I <i>driver</i> di valore: la prospettiva del mercato e dell'impresa</u>	12
3. <u>Effetti e cause nella creazione di valore</u>	24
4. <u>Crescita e rischio</u>	30
5. <u>Analisi fondamentale</u>	37
6. <u>Dai valori ai prezzi</u>	41
7. <u>Conclusioni</u>	50

Gli errori da evitare

- Concepire la pianificazione come la previsione del futuro (sempre più incerto);
- Adottare logiche estrapolative o statiche di valutazione o criteri relativi (alla ricerca dell'impresa o della transazione sosia);
- Confondere gli effetti con le cause di creazione/distruzione di valore;
- Ritenerne che la crescita sia sempre un *driver* di valore;
- Evitare l'analisi fondamentale;
- Trascurare il modello di business (strategia/ struttura/ modello di business/ concorrenza) e le variabili chiave;
- Non comprendere le logiche con cui si formano i prezzi nella prospettiva dello *strategic buyer* e del *financial buyer*

Richiedere sempre valutazioni piene ai sensi dei PIV- Principi Italiani di Valutazione

PIV I. 4. 3.

Una valutazione è un documento che contiene un giudizio sul valore di un'attività (azienda, partecipazione, strumento finanziario, bene reale, bene immateriale) o una passività fondato su uno svolgimento completo del processo valutativo che si sviluppa attraverso cinque fasi:

- a) la formazione e l'apprezzamento della base informativa;
- b) l'applicazione dell'analisi fondamentale;
- c) la selezione della metodologia o delle metodologie di stima più idonee agli scopi della valutazione;
- d) l'apprezzamento dei principali fattori di rischio;
- e) la costruzione di una razionale sintesi valutativa.

Mauro Bini



- Responsabile Scientifico e Tecnico di ACB Valutazioni (www.acb-valutazioni.it);
- Professore Ordinario di Finanza Aziendale nell'Università Bocconi (Dept. of Accounting) dove insegna a livello graduate: "Fair Value Accounting and Valuation" e "Deal Design" (www.faculty.unibocconi.it/maurobini);
- Presidente del Comitato di Gestione dell'OIV Organismo Italiano di Valutazione – lo standard setter nazionale nel campo delle valutazioni (www.fondazioneoiv.it);
- Membro dello Standard Review Board dell'IVSC – International Valuation Standard Council, lo standard setter internazionale nel campo delle valutazioni (www.ivsc.org);
- Membro del Consultative Advisory Group (CAG) dell'International Auditing and Assurance Standard Board, lo standard setter internazionale nel campo della revisione contabile (www.iaasb.org/cag);
- Autore di numerosi volumi, saggi e articoli su temi di valutazione di azienda;
- Svolge da più di 30 anni attività di valutazione di aziende, partecipazioni, rami di azienda, attività reali, beni intangibili per diverse finalità.

ACB

Valutazioni

Grazie.

- Mauro Bini