



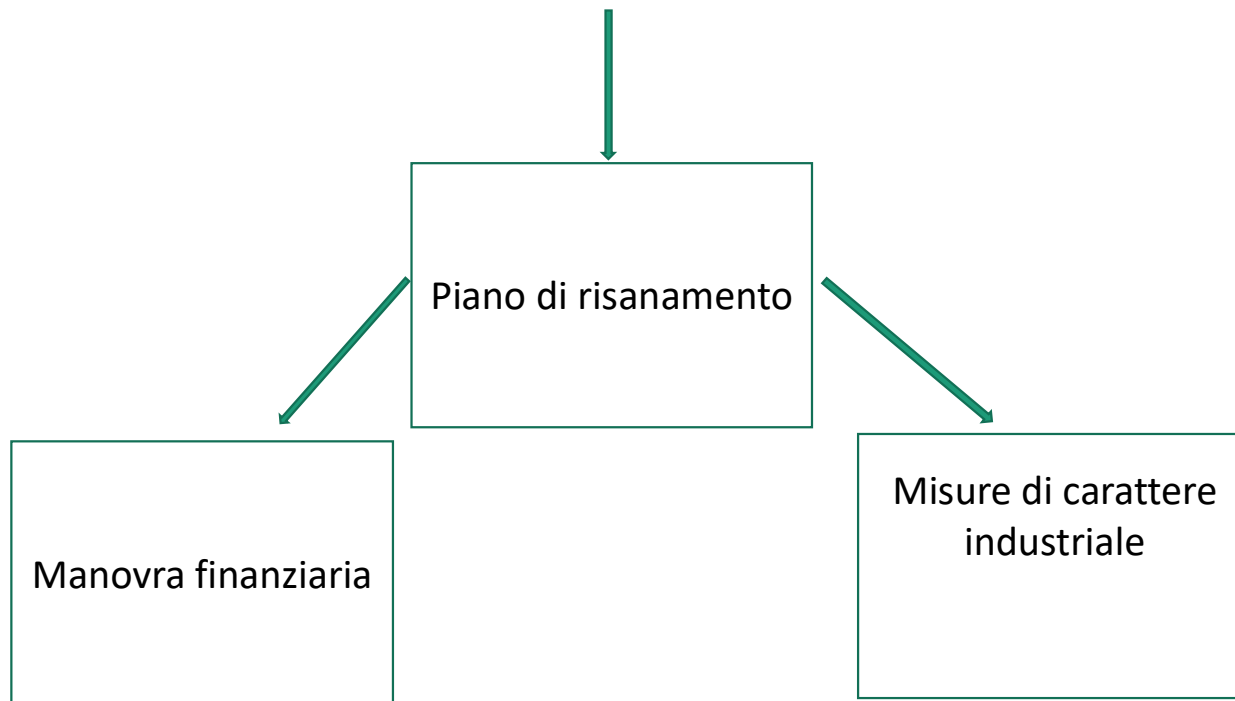
Come impostare la valutazione dell'azienda nella CNC

Verona, 23 novembre 2022

Luigi Facchin

Imprese in composizione negoziata

- Imprese in crisi o in stato di insolvenza attuale o prospettica
- Risulta ragionevolmente perseguibile il risanamento



Misure di carattere operativo che possono essere più o meno pesanti a seconda delle cause della crisi:

- Interventi sui costi in presenza di una adeguata domanda dei prodotti/servizi con miglioramento dei margini (impresa inefficiente)
- Interventi sui costi (fissi) in presenza di insufficiente domanda dei prodotti/servizi della singola impresa o del settore (carenza di domanda e quindi di fatturato, venir meno di clienti chiave,.....)
- Interventi sui prodotti/servizi e sul loro mix (maturità o declino dei prodotti/servizi a livello di singola impresa o di settore)
-

Tutti gli interventi richiedono l'impiego di risorse e l'impiego di tempo (maggiori o minori a seconda della complessità)

Tutti gli interventi possono essere ostacolati da difficoltà operative che possono essere generate anche dalla stessa istanza di composizione negoziata (mancanza di credito da fornitori, venir meno di figure chiave tra il personale, incapacità nel gestire l'applicazione operativa degli interventi)

Manovra finanziaria:

- Naturalmente essenziale per la sostenibilità del piano
- normalmente presuppone il coinvolgimento dei creditori ma non solo (possibili finanziamenti prededucibili o altri apporti di capitale da parte di non appartenenti al ceto creditorio)

Decisioni dei creditori coinvolti influenzate da:

- **Presenza di cause di prelazione**
- **Valore in continuità stimato dell'azienda**
- **Valore di liquidazione stimato dell'azienda**
- **Possibile presenza di finanziamenti prededucibili**

CONFIGURAZIONI DI VALORE

VALORE DI MERCATO

Prezzo al quale verosimilmente l'azienda 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).

VALORE DI LIQUIDAZIONE

Il valore di liquidazione è un particolare valore di smobilizzo. La liquidazione può essere ordinata o forzata. In caso di liquidazione forzata, soprattutto se effettuata tramite asta, si evidenziano normalmente sconti sul prezzo anche notevoli (Piv I.6.7).

CONFIGURAZIONI DI VALORE

Nel caso di valutazione si imprese in crisi, come nel caso di imprese in composizione negoziata, entrambe le configurazioni devono essere prese in considerazione.

Le imprese in composizione negoziata sono imprese in crisi, quindi imprese per le quali l'insolvenza è probabile e di conseguenza è probabile l'ipotesi di liquidazione (anche forzata).

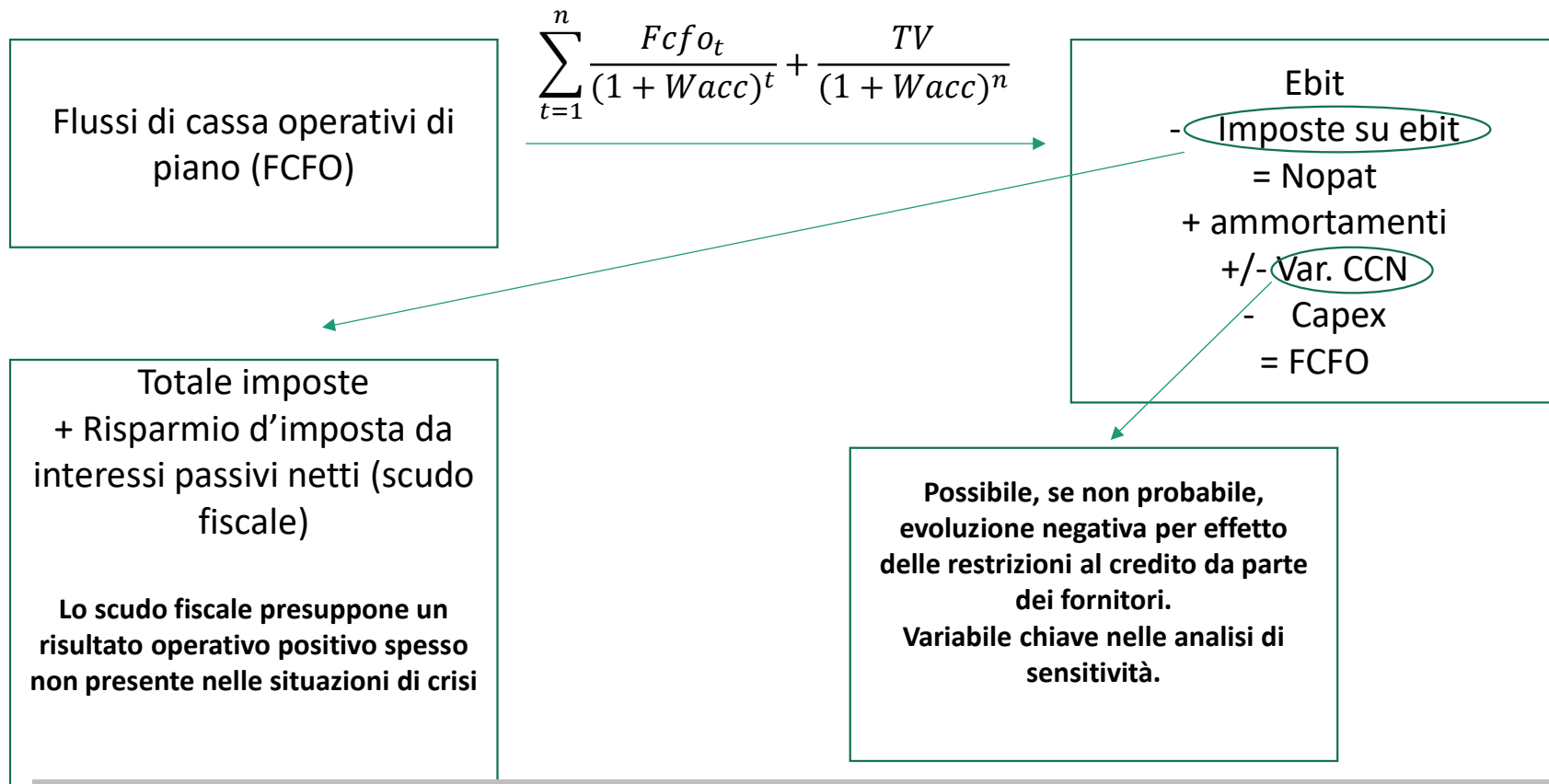
La valutazione, quindi, potrà essere fatta nella prospettiva di continuazione dell'azienda ma considerando anche il possibile scenario della liquidazione.

METODICHE DI VALUTAZIONE

Metodica di mercato. Comparazione con attività simili per le quali siano disponibili dati recenti di prezzo. Utilizzo dei multipli di società quotate comparabili. Di difficile utilizzabilità nel caso di imprese in composizione negoziata, quindi in crisi attuale o prospettica, perché difficile è l'individuazione di veri comparabili e perché eventuali multipli di reddito (es. EV/Ebit, EV/EBITDA) possono non essere applicabili in presenza di redditi operativi o mol negativi, situazione nelle quali molte delle imprese in composizione negoziata possono trovarsi.

Metodica dei risultati attesi. Determinazione del valore sulla base della capacità dell'azienda di generare flussi di risultati (finanziari, di reddito) futuri (DCF, EVA). Tenuto conto di quanto detto per le metodiche di mercato, tale metodica è quella direttamente utilizzabile nelle valutazioni di imprese in composizione negoziata. D'altra parte, proprio perché in composizione negoziata un piano aziendale (3-5 anni) deve essere presente. **Il piano, però non deve essere utilizzato in maniera acritica.**

LA STIMA DEL VALORE SULLA BASE DEI FLUSSI (DCF ASSET SIDE) FCFO

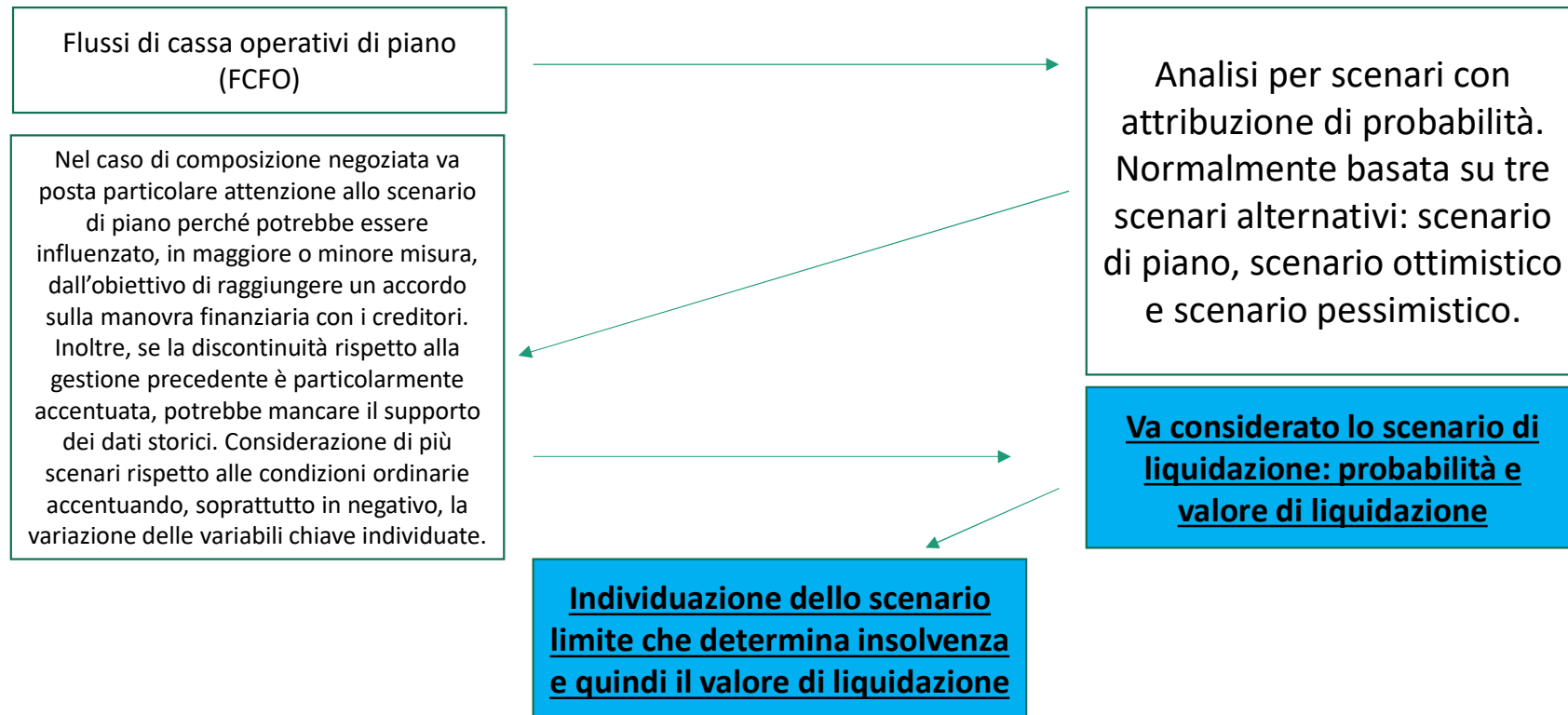


Fondamenti della stima del valore delle attività



- Azienda = Capitale investito netto

LA STIMA DEL VALORE SULLA BASE DEI FLUSSI (DCF ASSET SIDE) FCFO



Assunzioni e normalizzazioni

- Nella prospettiva del cambio del controllo si potrebbero verificare cambiamenti nel profilo strategico ed economico-finanziario:
 - Condizioni di fornitura ed effetti sulla marginalità e/o sui flussi di capitale circolante
 - Accesso a linee di credito ed effetti sulla marginalità
 - Investimenti

Global Corporate Average Cumulative Default Rates (1981-2021)

Rating	--Time horizon (years)--														
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
AAA	0.00	0.03	0.13	0.24	0.34	0.45	0.50	0.58	0.64	0.69	0.72	0.75	0.78	0.83	0.89
AA	0.02	0.06	0.11	0.20	0.30	0.40	0.48	0.55	0.62	0.68	0.74	0.80	0.86	0.91	0.96
A	0.05	0.13	0.21	0.32	0.44	0.57	0.73	0.87	1.01	1.15	1.28	1.40	1.52	1.63	1.76
BBB	0.15	0.41	0.72	1.09	1.48	1.85	2.18	2.50	2.80	3.10	3.40	3.64	3.86	4.09	4.34
BB	0.60	1.88	3.35	4.81	6.19	7.47	8.57	9.56	10.45	11.24	11.90	12.52	13.09	13.57	14.08
B	3.18	7.46	11.26	14.30	16.67	18.59	20.10	21.34	22.45	23.50	24.40	25.10	25.75	26.35	26.92
CCC/C	26.55	36.74	41.80	44.74	46.91	47.95	49.08	49.82	50.48	51.05	51.49	51.92	52.45	52.91	52.97
Investment-grade	0.08	0.23	0.40	0.61	0.83	1.05	1.26	1.45	1.63	1.81	1.98	2.13	2.27	2.40	2.55
Speculative-grade	3.60	6.97	9.86	12.23	14.16	15.75	17.06	18.16	19.14	20.04	20.80	21.44	22.05	22.58	23.09
All rated	1.50	2.93	4.17	5.22	6.10	6.83	7.45	7.97	8.43	8.86	9.23	9.54	9.84	10.10	10.36

Sources: S&P Global Ratings Research and S&P Global Market Intelligence's CreditPro®.

LA STIMA DEL VALORE SULLA BASE DEI FLUSSI (DCF ASSET SIDE) FCFO

Utilizzo delle probabilità cumulate di insolvenza per correggere i flussi di cassa dei corrispondenti anni

$$FCFO_t * (1 - pd_t) = FCFO_{t\ adj}$$

Es. la probabilità cumulata di insolvenza per rating CCC/C, al secondo anno, è del 36,74%. Il relativo flusso di cassa aggiustato sarà quindi dato dal flusso originario moltiplicato per il complemento a 1 di 36,74% (63,26%)

La probabilità di insolvenza dovrebbe essere utilizzata per misurare il valore di liquidazione nell'ambito della valutazione.

LA STIMA DEL VALORE SULLA BASE DEI FLUSSI (DCF ASSET SIDE) FCFO

Possibili parametri utilizzabili per identificare il momento dell'insorgenza dell'insolvenza e quindi il ricorso alla liquidazione (forzata); riflettono le due possibili definizioni di insolvenza.

EV < VL
(il valore dell'azienda è inferiore al valore di liquidazione)

Il debito supera gli affidamenti
(considerando anche le concessioni ottenute con manovra finanziaria)

	t	t+1	t+2	t+3
Ricavi	1000	1100	1400	1500
% costi variabili	30%	28%	25%	25%
Costi variabili	300	308	350	375
Costi fissi industriali	500	400	400	400
Costi comm.li e generali	400	350	350	300
EBITDA	-200	42	300	425
Ammortamenti	100	150	180	190
EBIT	-300	-108	120	235
Imposte	0	0	33	66
Nopat	-300	-108	87	169
ROIC		-7,9%	4,6%	8,2%
Int. Pass.	-40	-68	-73	-67
Ris. Ante imposte	-340	-176	13	102
Scudo fiscale	0	0	18	16
Ris. Netto	-340	-176	31	118

	t	t+1	t+2	t+3
Rimanenze	217	235	292	313
Crediti comm.li	305	336	427	458
Fornitori	- 142	- 28	- 122	- 117
Altri crediti e debiti	- 12	- 12	- 12	- 12
CCN	368	530	585	642
Immobilizzazioni	1000	1350	1470	1380
CIN	1.368	1.880	2.055	2.022
Liquidità	500	-	-	-
Debiti	- 1.500	- 1.688	- 1.832	- 1.680
PFN	- 1.000	- 1.688	- 1.832	- 1.680
PN	368	192	223	341

	t	t+1	t+2	t+3	TV
NOPAT	-300	-108	87	169	194
Ammortamenti	100	150	180	190	190
Var. CCN		-162	-55	-56	-21
Investimenti		-500	-300	-100	-190
FCFO		-620	-88	203	173
Scudo fiscale		0	17	16	15
FCFO con scudo fiscale		-620	-71	219	188
VA FCFO		-564	-80	185	
VA FCFO		-73	168		
VA FCFO		153			
WACC		10%	10%	10%	
g		3%	3%	3%	
TV		2471	2471	2471	
VA TV		1856	2042	2246	
EV		1372	2129	2431	
PFN		-1688	-1832	-1680	
p		60%	60%	60%	
VL		959	1118	1120	

	t	t+1	t+2	t+3	TV
NOPAT	-300	-36	140,595	331,66	360,8605
Ammortamenti	100	150	180	190	190
Var. CCN		-213	-51	-149	-25
Investimenti		-500	-300	-100	-190
FCFO		-599	-30	273	336
Scudo fiscale		0	17	15	12
FCFO con scudo fiscale		-599	-13	288	348
VA FCFO		-544	-27	248	
VA FCFO		-25	225		
VA FCFO		205			
WACC		10%	10%	10%	
g		3%	3%	3%	
TV		4798	4798	4798	
VA TV		3605	3966	4362	
EV		3241	4996	4610	
PFN		-1665	-1749	-1522	
p		10%	10%	10%	
VL		997	1156	1234	

	t	t+1	t+2	t+3	TV
NOPAT	-300	-180	-30	61	82
Ammortamenti	100	150	180	190	190
Var. CCN		-112	-97	-53	-20
Investimenti		-500	-300	-100	-190
FCFO		-642	-247	99	63
Scudo fiscale		0	0	19	19
FCFO con scudo fiscale		-642	-247	118	82
VA FCFO		-584	-224	90	
VA FCFO		-204	82		
VA FCFO		74			
WACC	10%	10%	10%	10%	
g	3%	3%	3%	3%	
TV	898	898	898	898	
VA TV	613	675	742	816	
EV	-105	-39	599	906	
PFN	-1000	-1710	-2039	-2001	
p	30%	30%	30%	30%	
VL	752	891	1006	1005	

Il costo del capitale

- Il **costo medio ponderato** (*Weighted Average Cost of Capital* - **WACC**) esprime l'onerosità delle fonti che l'azienda attinge a titolo di capitale (K_e) e di debito (K_d) per finanziare le attività

$$WACC = \left(\frac{D}{D + E} \right) * (K_d - t) + \left(\frac{E}{D + E} \right) * K_e$$

- Tasso di attualizzazione di imprese in crisi **più elevato** → investitore avverso al rischio richiede maggior rendimento
- Costo del debito → contrattualmente (nella manovra) mantenuto «**basso**», pur in presenza di *rating high yield*
- Rapporto $\frac{D}{E}$ molto elevato a causa del basso valore di E
- Dato che la struttura finanziaria potrebbe cambiare in modo sostanziale di anno in anno, potrebbe essere utilizzato l'APV.

Il costo del capitale

- Non è agevole stimare il rischio specifico dell'oggetto di valutazione. Soluzioni?
 1. Analisi per scenari per definire **flussi medi attesi** → **costo del capitale «normale»** → non incorpora rischio specifico, già riflesso nei flussi
 2. Assumere una struttura finanziaria formata solo da capitale proprio → **costo del capitale unlevered (K_u)** → dato il basso valore di E, il debito assume lo stesso livello di rischio di E.
 3. Stima del **valore residuo** (ripristino delle condizioni di economicità con estensione del piano analitico) → **WACC**
 4. Valutare adeguato sconto sul valore determinato

Il costo del capitale

→ costo del capitale **unlevered** (K_u) → $D = 0$ e $E = 1$

$$WACC = \left(\frac{D}{D+E}\right) * K_d + \left(\frac{E}{D+E}\right) * K_e \quad \longrightarrow \quad WACC = K_u = R_f + \beta_u * (R_m - R_f)$$

Lo stesso costo del capitale viene utilizzato nell'Adjusted present value (APV). In tal caso va calcolato separatamente il valore dello scudo fiscale