La Valutazione dell'Azienda in Crisi dal Punto di Vista dell'Investitore Finanziario

Dott. Alessandro Fracanzani

Founding Partner e CEO Apeiron Management S.p.A.

Dicembre 2020

Introduzione

1. I Principi Italiani di Valutazione ("**PIV**") definiscono sei **configurazioni di valore** (valore intrinseco, valore di mercato, valore di investimento, valore di smobilizzo, valore convenzionale, valore negoziale equitativo), necessarie a:
   - inquadrare le problematiche valutative,
   - ridurre l'arbitrio del valutatore e, quindi,
   - generare, a livello sistemico, un miglioramento delle valutazioni prodotte e, in un'ultima istanza, una maggiore efficienza dei mercati finanziari e reali

2. Nel contesto della valutazione di aziende in crisi, tali configurazioni di valore sono di estrema utilità sia per i professionisti (terzi o di parte) chiamati a definire il valore dell'azienda oggetto di valutazione, sia per gli investitori finanziari, che devono definire correttamente il *pricing* di un'azienda target, onde evitare indebite sopra/sottovalutazioni (che avrebbero impatti negativi sul profilo di redditività dell'investimento)

3. In particolare, nelle decisioni di *pricing*, l'investitore finanziario utilizza tre configurazioni di valore: **il valore intrinseco, il valore di smobilizzo, il valore di investimento**

4. L'utilità delle configurazioni di valore anche per l'investitore finanziario costituisce un'ulteriore conferma dell'efficacia dei PIV, al fine di raggiungere i risultati che OIV si è posto con la loro emanazione

Apeiron Management SpA detiene la proprietà intellettuale del presente materiale, nonché di tutti i diritti di utilizzo e commercializzazione.
Il materiale non può essere utilizzato e/o riprodotto e/o citato senza espressa autorizzazione di Apeiron Management SpA.

Introduzione – le configurazioni di valore di riferimento

Il Valore intrinseco secondo i PIV

La Definizione (PIV I.6.8)

"Il valore intrinseco esprime l'apprezzamento che un qualsiasi soggetto razionale operante sul mercato senza vincoli e in condizioni di trasparenza informativa dovrebbe esprimere alla data di riferimento, in funzione dei benefici economici offerti dall'attività medesima e dei relativi rischi"

Analisi fondamentale? Sì!

Esprime un valore frutto di analisi fondamentale, poiché, pur tenendo presenti gli indicatori di mercato per la quantificazione degli *input* (in particolare del tasso di attualizzazione), richiede la stima dei benefici economici e la quantificazione del rischio ad essi associato

Le caratteristiche (commenti ai PIV)

As is Where Is	Riflette la realtà operativa dell'azienda nelle sue condizioni correnti (con l'attuale destinazione d'uso, l'efficienza manageriale od operativa corrente, etc.)
Capacità di reddito corrente	È funzione della capacità di reddito corrente dell'azienda o del bene e delle opportunità di crescita concretamente realizzabili sulla base di azioni o progetti in cui l'impresa si è già impegnata, escludendo ogni tipo di potenzialità latente. Esprime un valore recuperabile sulla base di flussi di reddito prospettici e quindi esclude premi e sconti potenzialmente riconoscibili in un contesto transattivo
Point In Time	È una stima "Point-In-Time" ancorata alle specifiche condizioni di mercato alla data della valutazione
Esclude Sinergie	Esclude ogni tipo di sinergia o efficientamenti che un terzo soggetto sarebbe in grado di realizzare e che, quindi, potrebbe riconoscere nel prezzo d'acquisto

Un valore in atto e funzione delle attuali caratteristiche "intrinseche" dell'azienda (i cd. "fondamentali")…

Apeiron Management SpA detiene la proprietà intellettuale del presente materiale, nonché di tutti i diritti di utilizzo e commercializzazione.
Il materiale non può essere utilizzato e/o riprodotto e/o citato senza espressa autorizzazione di Apeiron Management SpA.

Introduzione – le configurazioni di valore di riferimento

Il Valore di smobilizzo secondo i PIV

La Definizione (PIV I.6.7)

"Il valore di smobilizzo è un prezzo fattibile in condizioni non ordinarie di chiusura del ciclo d'investimento", in cui le attività aziendali vengono liquidate separatamente. La liquidazione può essere "ordinaria" o "forzata"

Analisi fondamentale? NO!

NON Esprime un valore frutto di analisi fondamentale; si basa sul valore di liquidazione dei singoli cespiti aziendali e, quindi, non considera in alcun modo la capacità di generazione di redditi da parte della *target* oggetto di valutazione

Le caratteristiche (commenti ai PIV)

Valore in condizioni straordinarie	Emerge quando: ▪ non è rispettata la conclusione naturale dell'investimento (ad esempio perché si alienano attrezzature che erano state acquisite per un utilizzo indefinito); ▪ si accelerano i tempi della vendita, risentendo delle condizioni di liquidità del mercato; ▪ viene modificata la fisionomia dell'oggetto della valutazione per favorirne la cessione (come avviene quando si fraziona un immobile o un complesso industriale) ▪ occorre liquidare l'attività per finalità di interruzione forzata dell'esercizio della stessa
Esclude Sinergie	Esclude ogni tipo di sinergia o efficientamenti che un terzo soggetto sarebbe in grado di realizzare e che, quindi, potrebbe riconoscere nel prezzo d'acquisto
Point In Time	È una stima "*Point-In-Time*" ancorata alle specifiche condizioni di mercato alla data della valutazione

… Un valore in atto, funzione del valore di liquidazione forzata o ordinaria dei cespiti aziendali (e quindi NON funzione dei fondamentali)

Apeiron Management SpA detiene la proprietà intellettuale del presente materiale, nonché di tutti i diritti di utilizzo e commercializzazione.
Il materiale non può essere utilizzato e/o riprodotto e/o citato senza espressa autorizzazione di Apeiron Management SpA.

Introduzione – le configurazioni di valore di riferimento

Il Valore d'investimento secondo i PIV

LA DEFINIZIONE (PIV I.6.4)

"IL VALORE D'INVESTIMENTO ESPRIME I BENEFICI OFFERTI DA UN'ATTIVITÀ REALE O FINANZIARIA (O DI UN'ENTITÀ AZIENDALE) AL SOGGETTO CHE LA DETIENE, O CHE POTRÀ DETENERLA IN FUTURO, CON FINALITÀ OPERATIVE O A PURO SCOPO D'INVESTIMENTO"

ANALISI FONDAMENTALE? SI!

ESPRIME UN VALORE FRUTTO DI ANALISI FONDAMENTALE, POICHÉ, PUR TENENDO PRESENTI GLI INDICATORI DI MERCATO PER LA QUANTIFICAZIONE DEGLI *INPUT* (IN PARTICOLARE DEL TASSO DI ATTUALIZZAZIONE), RICHIEDE LA STIMA DEI BENEFICI ECONOMICI E LA QUANTIFICAZIONE DEL RISCHIO AD ESSI ASSOCIATO

Le caratteristiche (commenti ai PIV)

VALORE POTENZIALE	RIFLETTE LA REALTÀ OPERATIVA DELL'AZIENDA NELLE MANI DI UNO SPECIFICO INVESTITORE, INDUSTRIALE O FINANZIARIO, IN GRADO DI CONFERIRNE L'*HIGHEST AND BEST USE*
CAPACITÀ DI REDDITO PROSPETTICA	È FUNZIONE DELLA CAPACITÀ DI REDDITO CORRENTE DELL'AZIENDA O DEL BENE OGGETTO DI VALUTAZIONE E DELLE OPPORTUNITÀ DI CRESCITA REALIZZABILI DA UNO SPECIFICO INVESTITORE (INDUSTRIALE O FINANZIARIO) CHE DECIDA DI ACQUISIRE L'*ASSET*. ESPRIME UN VALORE RECUPERABILE SULLA BASE DI FLUSSI DI REDDITO PROSPETTICI
POINT IN TIME	È UNA STIMA "*POINT-IN-TIME*" ANCORATA ALLE SPECIFICHE CONDIZIONI DI MERCATO ALLA DATA DELLA VALUTAZIONE
INCLUDE SINERGIE	INCLUDE TUTTE LE SINERGIE E GLI EFFICIENTAMENTI REALIZZABILI DA UN POTENZIALE INVESTITORE, INDUSTRIALE O FINANZIARIO

… Un valore potenziale, frutto di analisi fondamentale e funzione delle capacità dell'investitore di generare sinergie ed efficientamenti

Apeiron Management SpA detiene la proprietà intellettuale del presente materiale, nonché di tutti i diritti di utilizzo e commercializzazione.
Il materiale non può essere utilizzato e/o riprodotto e/o citato senza espressa autorizzazione di Apeiron Management SpA.

La gerarchia teorica delle configurazioni di valore nei contesti di aziende *in bonis / performing*

Nell'ipotesi che le aziende *in bonis* creino valore, è solitamente vera la seguente disequazione:

Valore di smobilizzo < **Valore Intrinseco** < **Valore di investimento**

Questa gerarchia di valori è applicabile alle aziende in crisi???

Apeiron Management SpA detiene la proprietà intellettuale del presente materiale, nonché di tutti i diritti di utilizzo e commercializzazione.
Il materiale non può essere utilizzato e/o riprodotto e/o citato senza espressa autorizzazione di Apeiron Management SpA.

La gerarchia delle configurazioni di valore degli investimenti in aziende in crisi

Spesso, le comuni aziende italiane in crisi hanno le seguenti caratteristiche:

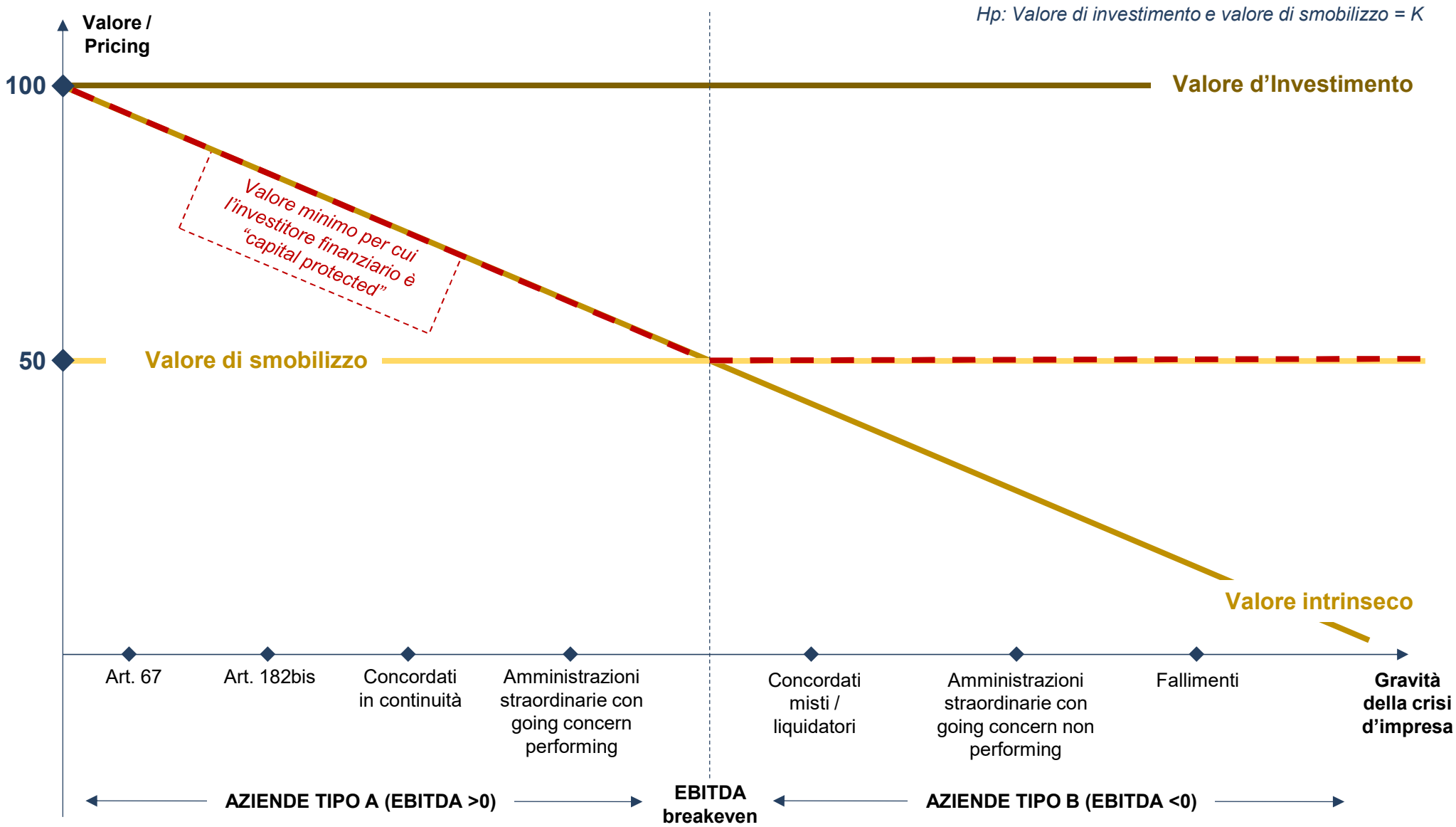
- Sono di piccole e medie dimensioni (con ovvi impatti in termini di diseconomie di scala e rischiosità operativa)
- Generano risultati negativi e, in particolare, **spesso** non raggiungono il *breakeven* a livello di EBITDA e (quindi) bruciano strutturalmente cassa

In questi contesti, è vera la seguente disequazione:

Valore Intrinseco	<	Valore di smobilizzo	<	Valore di investimento
▪ Metodo di valutazione: DCF / Reddituale ▪ Flussi di cassa dell'azienda *as is* (solitamente EBITDA < 0) ▪ Distruzione strutturale di valore ▪ No sinergie / efficientamenti inclusi nella valutazione		▪ Metodo di valutazione: patrimoniale semplice, funzione del valore di liquidazione forzata o ordinata dei singoli cespiti aziendali ▪ Non si entra nel merito della capacità di reddito / generazione di cassa dell'azienda ▪ Solitamente, la valutazione viene svolta con il supporto di advisor esterni specializzati (e.g. valutazione magazzino, immobili, impianti)		▪ Metodo di valutazione: DCF / Reddituale ▪ Flussi di cassa prospettici dell'azienda, funzione delle potenzialità di reddito attese a seguito del cambio di controllo ▪ Le sinergie e gli efficientamenti generabili dall'investitore (finanziario o industriale) sono inclusi nella valutazione

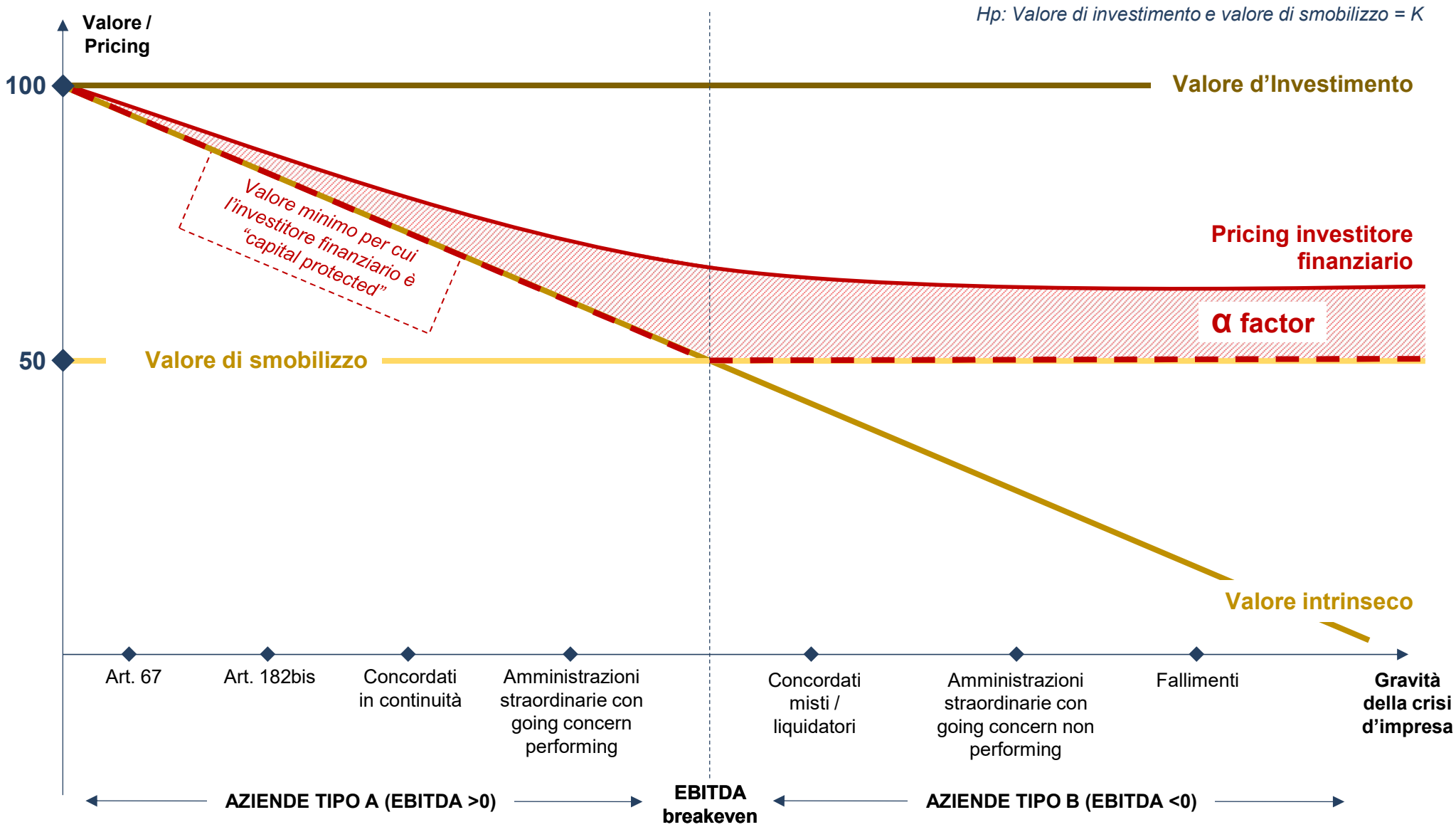
Apeiron Management SpA detiene la proprietà intellettuale del presente materiale, nonché di tutti i diritti di utilizzo e commercializzazione.
Il materiale non può essere utilizzato e/o riprodotto e/o citato senza espressa autorizzazione di Apeiron Management SpA.

La valutazione di un'azienda in crisi nella prospettiva di un investitore finanziario



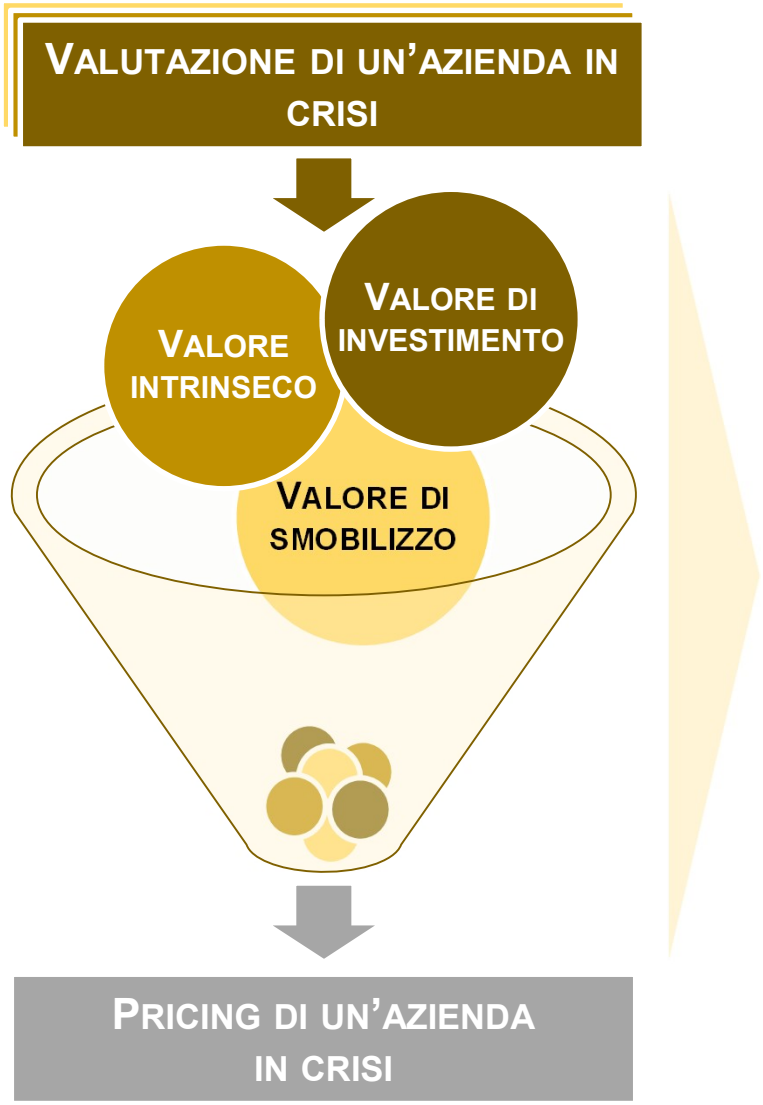
Apeiron Management SpA detiene la proprietà intellettuale del presente materiale, nonché di tutti i diritti di utilizzo e commercializzazione.
Il materiale non può essere utilizzato e/o riprodotto e/o citato senza espressa autorizzazione di Apeiron Management SpA.

Il pricing di un'azienda in crisi nella prospettiva di un investitore finanziario



Apeiron Management SpA detiene la proprietà intellettuale del presente materiale, nonché di tutti i diritti di utilizzo e commercializzazione.
Il materiale non può essere utilizzato e/o riprodotto e/o citato senza espressa autorizzazione di Apeiron Management SpA.

Valutazione e pricing di un'azienda in crisi



Valutazione e pricing

$$\textbf{Pricing} =$$
$$= \mathrm{f}(\textbf{Valutazione}) =$$
$$= \min[\max(\textbf{VS}, \textbf{VInt}), \textbf{VInv})] \times \boldsymbol{\alpha}\ \textbf{factor} =$$
$$= \text{Valore capital protected} \times \boldsymbol{\alpha}\ \textbf{factor}$$

Dove l'**α factor** esprime i) il premio corrisposto dall'investitore finanziario in eccesso rispetto al valore minimo "*capital protected*" e, quindi, ii) la disponibilità dell'investitore a sostenere il **rischio di impresa**

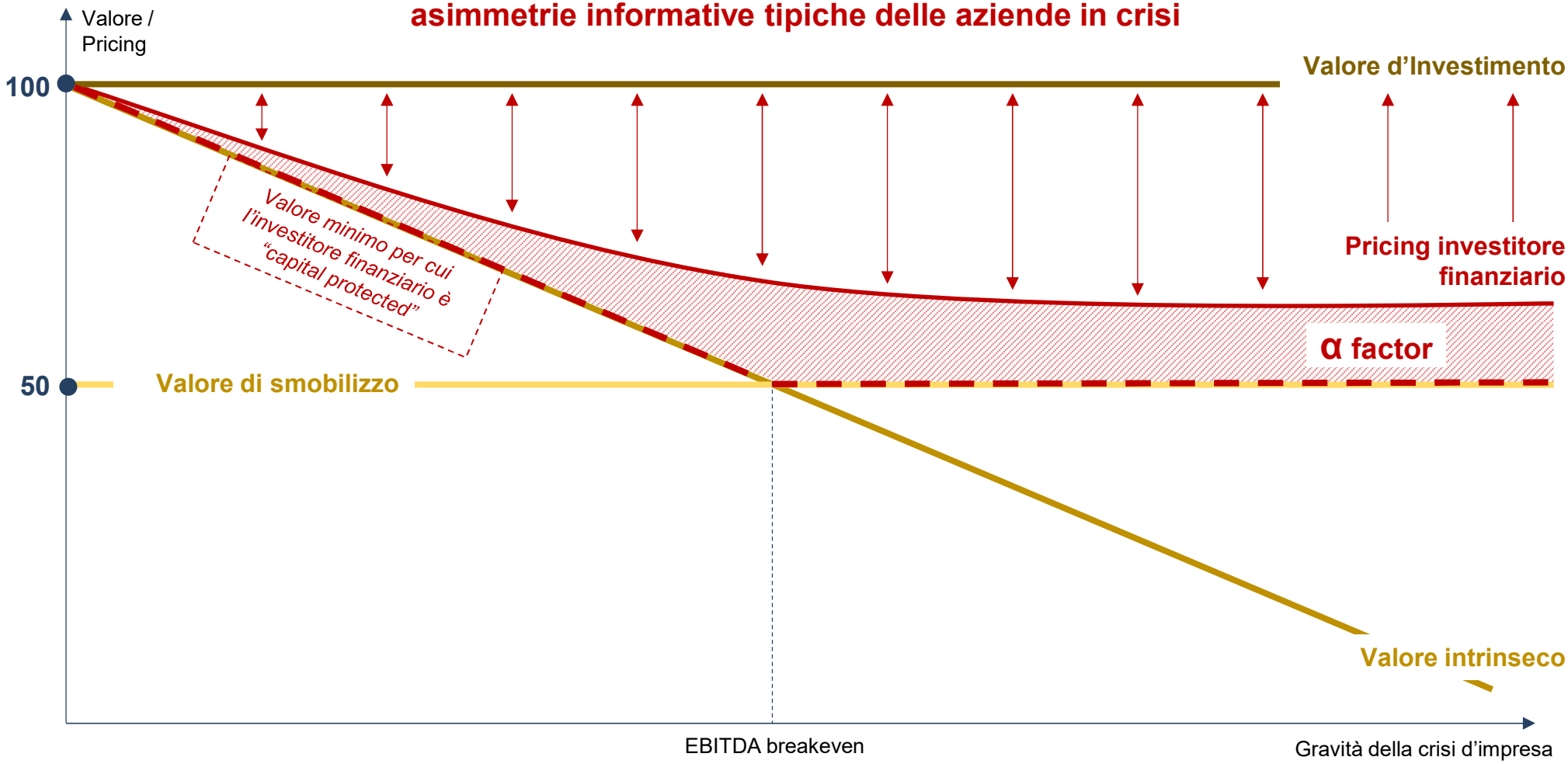
- La dimensione dell'**α factor**, dipende da:
  - **le caratteristiche dell'investimento** nei termini di: disponibilità informative, presenza di un *management* solido, complessità del *turnaround*, rapidità del *turnaround*, etc.
  - **il contesto macroeconomico**, nei termini di**:** disponibilità di capitali, numerosità delle opportunità di investimento, etc.
  - il livello di **competizione** sull'opportunità d'investimento
- Maggiore sarà il rischio percepito (scarse informazioni, *management* poco coeso, *turnaround* complesso, scarsezza di capitali, instabilità macro), minore sarà l'**α factor**

Apeiron Management SpA detiene la proprietà intellettuale del presente materiale, nonché di tutti i diritti di utilizzo e commercializzazione.
Il materiale non può essere utilizzato e/o riprodotto e/o citato senza espressa autorizzazione di Apeiron Management SpA.

Perché le aziende in crisi sono così interessanti per gli investitori finanziari?

Hp: Valore di investimento e valore di smobilizzo = K

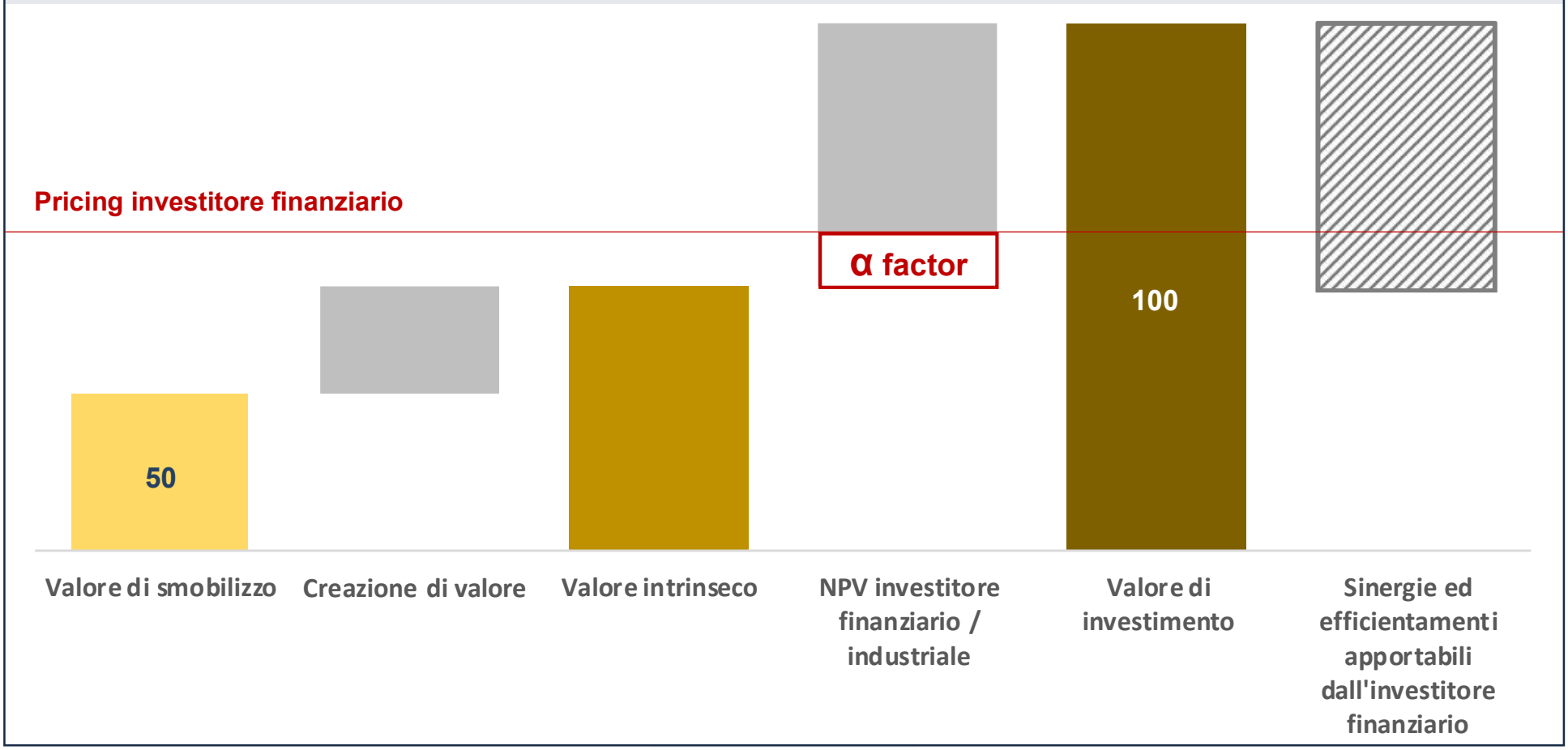
Il potenziale di *upside* dell'investimento incrementa significativamente all'aggravarsi della crisi d'impresa, in ragione della capacità degli investitori di trasformare in valore le incertezze e le asimmetrie informative tipiche delle aziende in crisi



Apeiron Management SpA detiene la proprietà intellettuale del presente materiale, nonché di tutti i diritti di utilizzo e commercializzazione.
Il materiale non può essere utilizzato e/o riprodotto e/o citato senza espressa autorizzazione di Apeiron Management SpA.

Le aziende in crisi che creano valore (tipo A)

La gerarchia delle configurazioni di valore



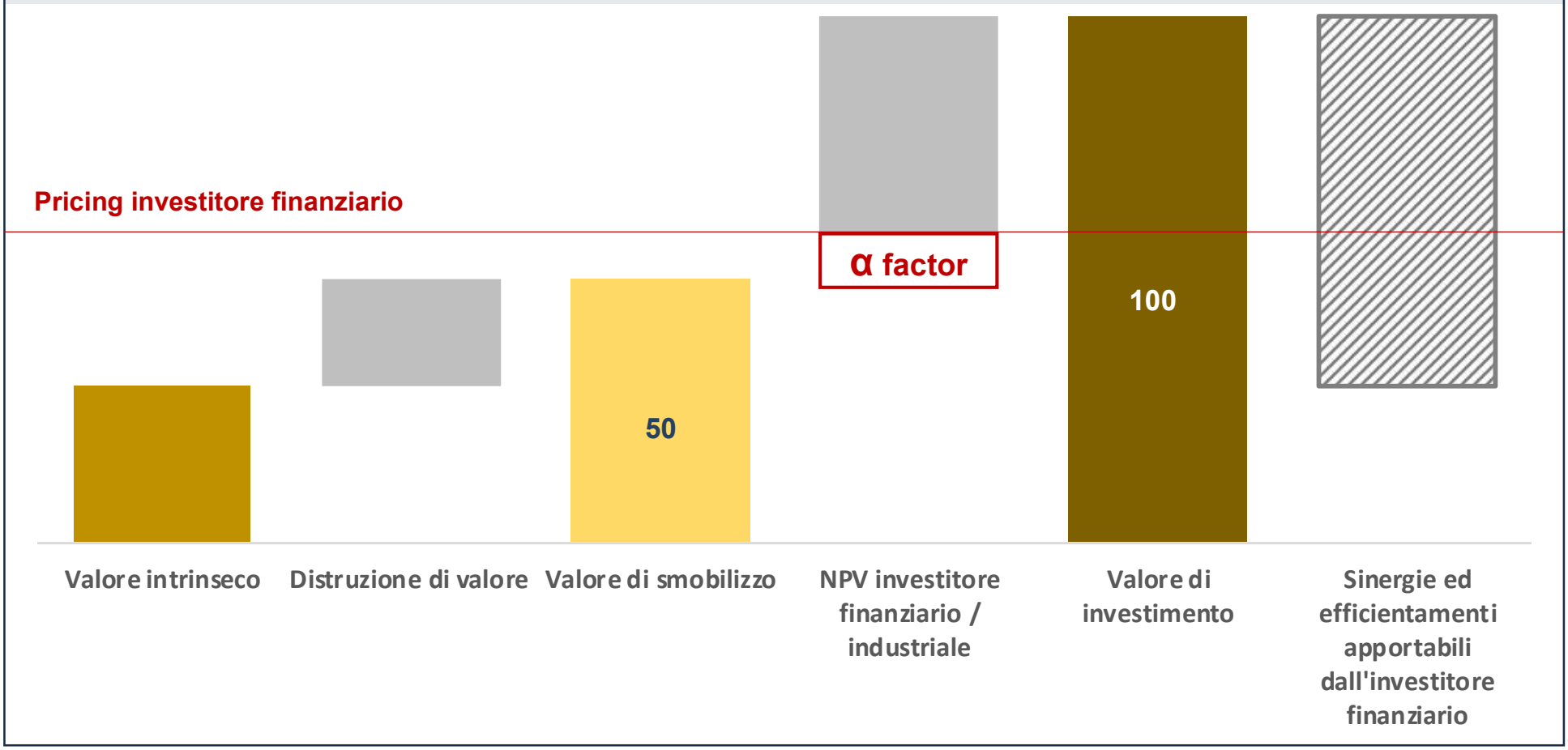
Esempi di aziende tipo A

deroma · UNIECO · pompea no_stress · Baldinini

Apeiron Management SpA detiene la proprietà intellettuale del presente materiale, nonché di tutti i diritti di utilizzo e commercializzazione.
Il materiale non può essere utilizzato e/o riprodotto e/o citato senza espressa autorizzazione di Apeiron Management SpA.

Le aziende in crisi che distruggono valore (tipo B)

La gerarchia delle configurazioni di valore



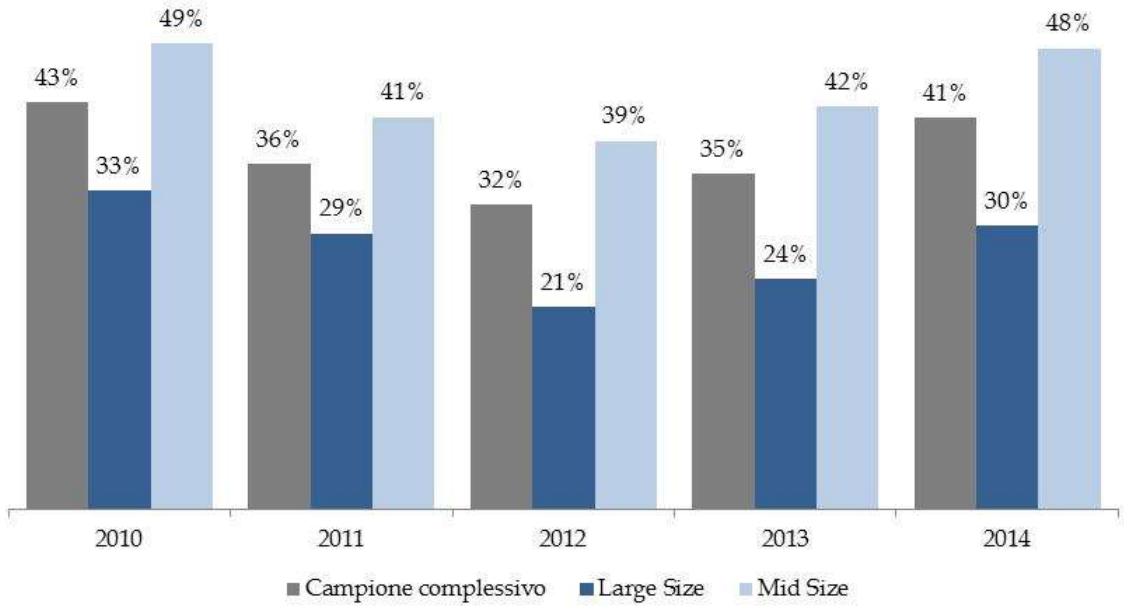
Esempi di aziende tipo B

roberto cavalli | Alitalia | MOBY | STEFANEL | ILVA ?

Apeiron Management SpA detiene la proprietà intellettuale del presente materiale, nonché di tutti i diritti di utilizzo e commercializzazione.
Il materiale non può essere utilizzato e/o riprodotto e/o citato senza espressa autorizzazione di Apeiron Management SpA.

La creazione di valore delle aziende italiane industriali (*in bonis* e in crisi)

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 (**principalmente società in bonis**) 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 valore (in termini di redditi residuali positivi)

La stessa analisi è stata condotta al 31.12.2015, 31.12.2016, 31.12.2017 e 31.12.2018. La percentuale di imprese "virtuose" è risultata in media pari al 34% (analisi non riportata per via della disomogeneità del campione utilizzato)

Alla luce del dato nazionale (campione composto principalmente da aziende *in bonis*), quante saranno le aziende italiane in crisi che creano valore (tipo A)?

Apeiron Management SpA detiene la proprietà intellettuale del presente materiale, nonché di tutti i diritti di utilizzo e commercializzazione.
Il materiale non può essere utilizzato e/o riprodotto e/o citato senza espressa autorizzazione di Apeiron Management SpA.

Apeiron Management S.p.A.
Piazza San Babila 4/D, 20122, Milan