

# Valutazione d'azienda

# Finalità della valutazione

La valutazione d'Azienda rappresenta un processo che si pone come finalità la stima del valore di un'**Azienda**, di un **Ramo** ad essa relativo o di un **Gruppo di Imprese**, mediante metodologie specifiche e correlate al tipo di realtà e di Settore in cui l'Organizzazione opera.

## In quali ambiti si “valuta” l'azienda

- 1. transazioni*
- 2. aumenti di capitale e conferimenti*
- 3. costituzione di garanzie*
- 4. giudizi arbitrali*
- 5. divisioni*
- 6. fusioni e scissioni*
- 7. trasformazioni di società*
- 8. formazione del bilancio di esercizio*

# Finalità della valutazione

*La finalità della valutazione dell'azienda è quella di addivenire ad una stima del Capitale Economico (o Valore Economico), nell'ottica del perito indipendente.*

## ATTENZIONE

**Valore economico  $\neq$  Prezzo**

Il **prezzo** è quel valore che deriva dall'incontro tra la domanda e l'offerta e che per tanto può essere influenzato da condizioni soggettive di negoziazione.

# Finalità della valutazione

La valutazione è un giudizio ragionato e motivato che si fonda su stime. Non è mai la mera applicazione di un calcolo matematico.

Quando l'oggetto di stima è il valore di mercato, quest'ultimo può differire dal prezzo che si forma successivamente sul mercato per lo stesso bene.

Il giudizio deve essere OBIETTIVO, non prudente.

# Finalità della valutazione

L'opinione di valore cui giunge l'esperto deve essere:

- **Razionale:** si deve fondare su uno schema logico condivisibile
- **Verificabile:** il processo valutativo deve poter essere dimostrato con riguardo alla provenienza dei dati utilizzati, all'attendibilità delle fonti, alla ragionevolezza delle ipotesi, alla ragionevolezza dei risultati ottenuti.
- **Coerente:** il perito deve garantire la corrispondenza più ampia possibile tra base informativa, obiettivi della valutazione e risultati conseguiti.
- **Affidabile:** Circoscrivere il più possibile la discrezionalità
- **Svolta in modo professionale**
- **Svolta con competenza**

# Indici Fondamentali

- **Ebitda (MOL)**

Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortisation (EBITDA) è un'**approssimazione** dei flussi di cassa **operativi** di una società.

È l'indice maggiormente utilizzato nelle analisi di bilancio e nelle valutazioni d'azienda.

Ebitda consente di verificare se la società realizza profitti positivi dalla gestione ordinaria.

Si ottiene sommando all'Ebit (A-B) il valore degli Ammortamenti, [Accantonamenti e Svalutazioni].

**CONTO ECONOMICO (ai sensi dell'art.2425 c.c)**

<b>A</b>		<b>VALORE DELLA PRODUZIONE</b>	<b>VALORE DELLA PRODUZIONE</b>
1)	ricavi delle vendite e delle prestazioni	ricavi delle vendite e delle prestazioni	ricavi delle vendite e delle prestazioni
2)	variazione riman. prodotti in lav., semil., finiti.	variazione riman. prodotti in lav., semil., finiti.	variazione riman. prodotti in lav., semil., finiti.
3)	variazione lavori in corso su ordinazione	variazione lavori in corso su ordinazione	variazione lavori in corso su ordinazione
4)	incrementi di immobilizzazioni per lavori interni	incrementi di immobilizzazioni per lavori interni	incrementi di immobilizzazioni per lavori interni
5)	altri ricavi e proventi con separata indicazione dei contributi in c.es.	altri ricavi e proventi con separata indicazione dei contributi in c.es.	altri ricavi e proventi con separata indicazione dei contributi in c.es.
	Totale valore della produzione	Totale valore della produzione	Totale valore della produzione
<b>B</b>		<b>COSTI DELLA PRODUZIONE</b>	<b>COSTI DELLA PRODUZIONE</b>
6)	per materie prime, sussidiarie, consumo e merci	per materie prime, sussidiarie, consumo e merci	per materie prime, sussidiarie, consumo e merci
7)	per servizi	per servizi	per servizi
8)	per godimento di beni di terzi	per godimento di beni di terzi	per godimento di beni di terzi
9)	per il personale	per il personale	per il personale
10)	Ammortamenti e svalutazioni		
a)	amm immobilizzazioni. immateriali		
b)	amm.immobilizzazioni materiali		
c)	altre svalutazioni delle immobilizzazioni		
d)	svalut. crediti dell'attivo circolante e disp. liquide		
11)	variaz. Materie prime, di consumo, merci, ecc.	variaz. Materie prime, di consumo, merci, ecc.	variaz. Materie prime, di consumo, merci, ecc.
12)	accantonamenti per rischi		
13)	altri accantonamenti		
14)	oneri diversi di gestione	oneri diversi di gestione	oneri diversi di gestione
	Totale costi della produzione	Totale costi della produzione	Totale costi della produzione
		<b>Ebitda</b>	Ammortamenti e svalutazioni amm immobilizzazioni. immateriali amm.immobilizzazioni materiali altre svalutazioni delle immobilizzazioni svalut. crediti dell'attivo circolante e disp. liquide accantonamenti per rischi altri accantonamenti
<b>A-B</b>	<b>Differenza tra valore e costo della produzione</b>		
<b>C</b>	<b>PROVENTI E ONERI FINANZIARI</b>		
<b>D</b>	<b>RETTIFICHE DI VALORE DI ATTIVITA' FINANZIARIE</b>		
	RISULTATO PRIMA DELLE IMPOSTE(A-B+/-C+/-D)		
22)	imposte sul reddito di esercizio, correnti, differite e anticipate		
26)	<b>UTILE o PERDITA di Esercizio</b>		

# Indici Fondamentali

- **Posizione Finanziaria Netta**

Stato Patrimoniale riclassificato secondo il metodo FUNZIONALE

Immobilizzazioni	Patrimonio Netto
Rimanenze	Debiti Operativi
Crediti Operativi	
Disponibilità Liquide	Debiti Finanziari

Immobilizzazioni	Patrimonio Netto
Rimanenze	Debiti Operativi
Crediti Operativi	
Disponibilità Liquide	Debiti Finanziari



# Indici Fondamentali

Stato Patrimoniale riclassificato secondo il metodo FUNZIONALE

	Patrimonio Netto
Capitale Investito Netto (Immobilizzazioni + Rimanenze + Crediti operativi - Debiti Operativi)	Posizione Finanziaria Netta (Disponibilità Liquide - Debiti Finanziari)

$$\text{CIN} = \text{PN} + \text{PFN}$$

# Indici Fondamentali

- **PFN (definizione Consob)**

- A. Cassa
- B. Altre disponibilità liquide
- C. Titoli detenuti per la negoziazione
- D. Liquidità  $(A) + (B) + (C)$**
- E. Crediti finanziari correnti
- F. Debiti bancari correnti
- G. Parte corrente dell'indebitamento non corrente
- H. Altri debiti finanziari correnti
- I. Indebitamento finanziario corrente  $(F) + (G) + (H)$**
- J. Indebitamento finanziario corrente netto  $(I) - (E) - (D)$**
- K. Debiti bancari non correnti
- L. Obbligazioni emesse
- M. Altri debiti non correnti
- N. Indebitamento finanziario non corrente  $(K) + (L) + (M)$**
- O. Indebitamento finanziario netto  $(J) + (N)$**

Posizione Finanziaria Netta  
(Disponibilità Liquide - Debiti  
Finanziari)

# Rettifiche di normalizzazione

# Patrimonio netto rettificato

Nelle valutazioni si parla di «patrimonio netto rettificato»

Il patrimonio netto rettificato altro non è che il patrimonio della società rettificato per tener conto delle differenze tra valori contabili e valori correnti

Possibili esempi sono:

- Eliminazione di poste non operative (da valutare separatamente)
- Riespressione di valori correnti
- Rettifiche di Due Diligence (ad esempio appostazione di un fondo rischi)
- ... ecc

# Reddito Prospettico

Nelle valutazioni si parla e «reddito normalizzato» o «Reddito medio prospettico».

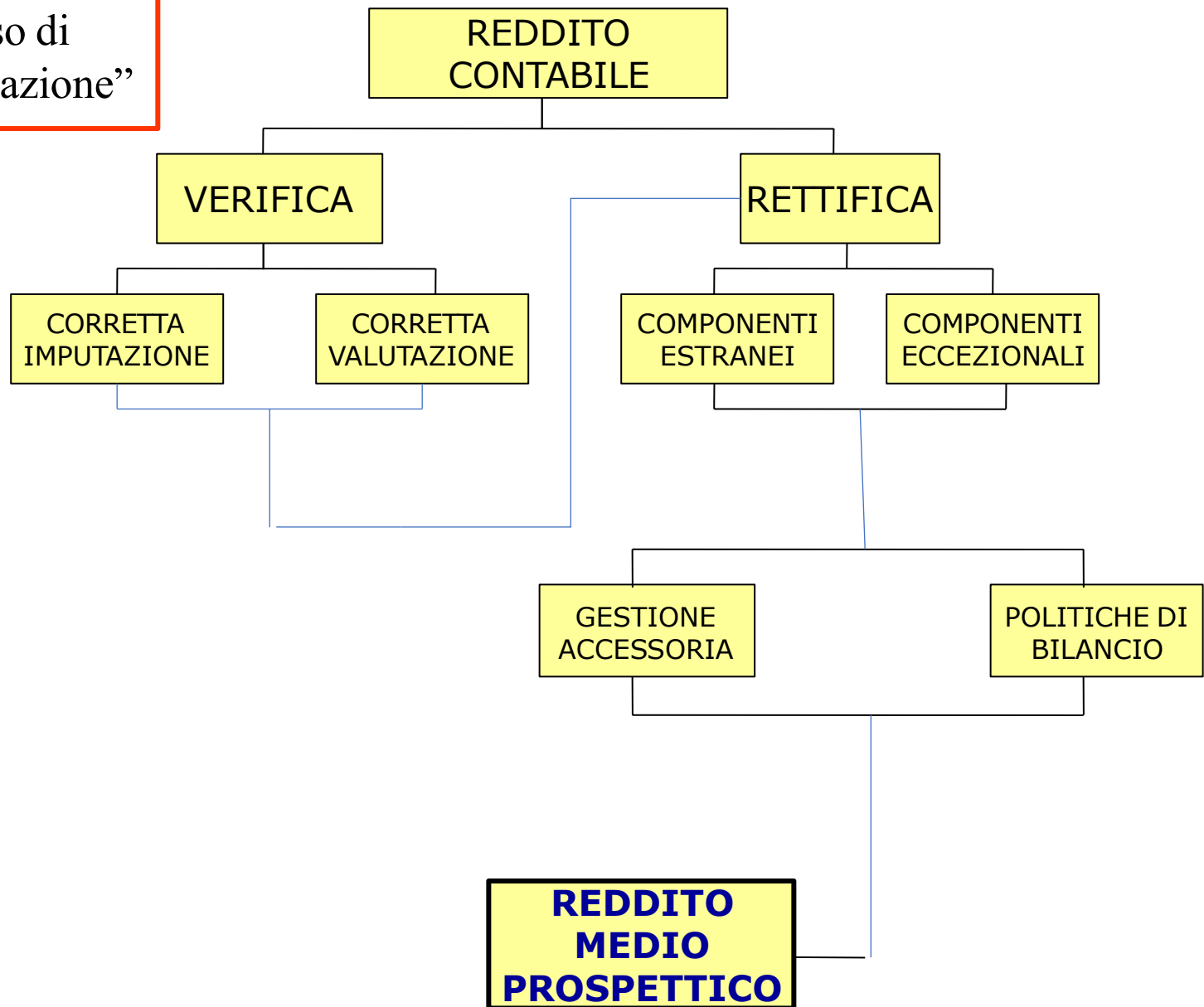
Alcuni esempi

- Poste straordinarie e non ricorrenti
- Costi non operativi (non relativi alla gestione caratteristica)
- Costi «figurativi»
- Compensi amministratori differenti dai «normali»
- Rettifiche di Due Diligence
- ...

# Processo di “normalizzazione”

- Il reddito deve essere in primo luogo “**normalizzato**”, cioè depurato dalle componenti reddituali straordinarie,
- L’obiettivo del processo di normalizzazione consiste nell’individuare **la reale e stabile capacità reddituale** dell’azienda, eliminando elementi di casualità, non ripetibilità e non pertinenza;
- La “*normalizzazione*” dei risultati storici è un’elaborazione comprendente:
  - Identificazione nel tempo di proventi ed oneri straordinari e valutazione circa il loro trattamento ai fini estimativi;
  - Eliminazione di proventi ed oneri estranei alla gestione caratteristica;
  - Neutralizzazione politiche di bilancio

Processo di  
“normalizzazione”



# Metodi di valutazione

# Metodi di Valutazione

## La classificazione dei metodi di valutazione

- **Metodica di mercato**

fornisce un valore attraverso la comparazione dell'attività oggetto di valutazione con attività simili (attenzione che nel prezzo non siano comprese «sinergie speciali»).

- **Metodica dei flussi e risultati attesi**

Calcola il valore sulla base della capacità dell'attività di creare un flusso di reddito o un flusso finanziario nel futuro.

- **Metodica del costo**

Calcola il valore sulla base dell'onere da sostenere per rimpiazzare o riprodurre l'attività.



# Metodi di Valutazione

Una classificazione largamente condivisa prevede l'utilizzo di cinque criteri principali per la valutazione d'azienda:

1. Criterio patrimoniale;
2. Criterio reddituale;
3. Criterio misto reddituale-patrimoniale;
4. Criterio finanziario;
5. Criterio di mercato.

# Metodo Patrimoniale

*Flash – Riesprimere il valore del patrimonio contabile a valori correnti*

Il **metodo patrimoniale** esprime il valore dell'azienda in funzione del valore del suo patrimonio, quantificandone il valore come ***valore di ricostituzione del patrimonio*** nella prospettiva di funzionamento aziendale.

Il valore coincide con l'investimento netto che sarebbe astrattamente necessario per avviare una nuova impresa con una struttura patrimoniale identica a quella oggetto di valutazione

# Metodo Patrimoniale

Il metodo patrimoniale considera il patrimonio netto e quindi i vari elementi patrimoniali ad un valore opportunamente rettificato rispetto ai criteri contabili di valutazione utilizzati nella predisposizione del bilancio di esercizio, quindi ...

la valutazione od il processo di stima operata con il metodo patrimoniale potrebbe essere definita:

**ANALITICA**, cioè riferita ad ogni singolo elemento del patrimonio aziendale;

**A VALORI CORRENTI**, cioè fa riferimento a “valori” di mercato in essere alla data della valutazione;

**DI SOSTITUZIONE**, perché l'ipotesi assunta è quella del riacquisto o della riproduzione per gli elementi attivi e della rinegoziazione per quelli passivi

# Metodo Patrimoniale

La valutazione dell'azienda con il metodo patrimoniale è meno soggettiva di quella ottenuta con altri metodi: minore è sia il numero di ipotesi da assumere, sia le competenze soggettive per la valutazione

Non si deve procedere alla valutazione dei flussi di reddito o di cassa; si riduce di conseguenza l'incertezza sul risultato del processo di valutazione

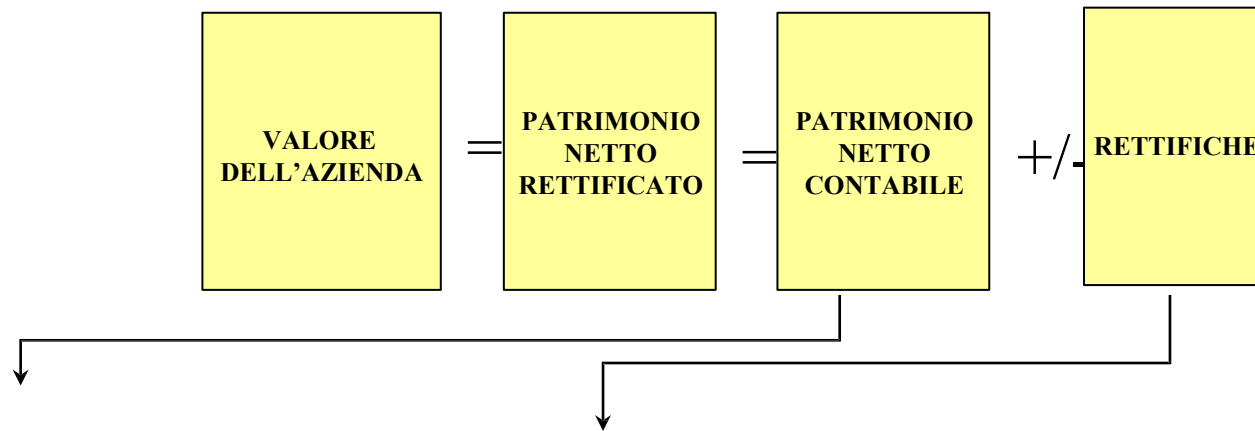
È un metodo talvolta usato per aziende con forte patrimonializzazione, cioè aventi un elevato ammontare di attività immobilizzate (es. holding pure, società immobiliari...)

# Limiti del metodo patrimoniale

Il metodo patrimoniale ha due evidenti limiti:

1. Il valore dell'azienda è determinato sulla base del saldo algebrico tra attività e passività e quindi su dati storici (rivalutati), ponendo in secondo piano la capacità dell'azienda di generare nel futuro reddito o flussi di cassa;
2. Si attribuisce un valore corrente ad ogni voce di bilancio, sia essa attiva o passiva, prescindendo dalla sua appartenenza al complesso aziendale unitariamente inteso e in funzionamento

# Struttura logica del metodo patrimoniale



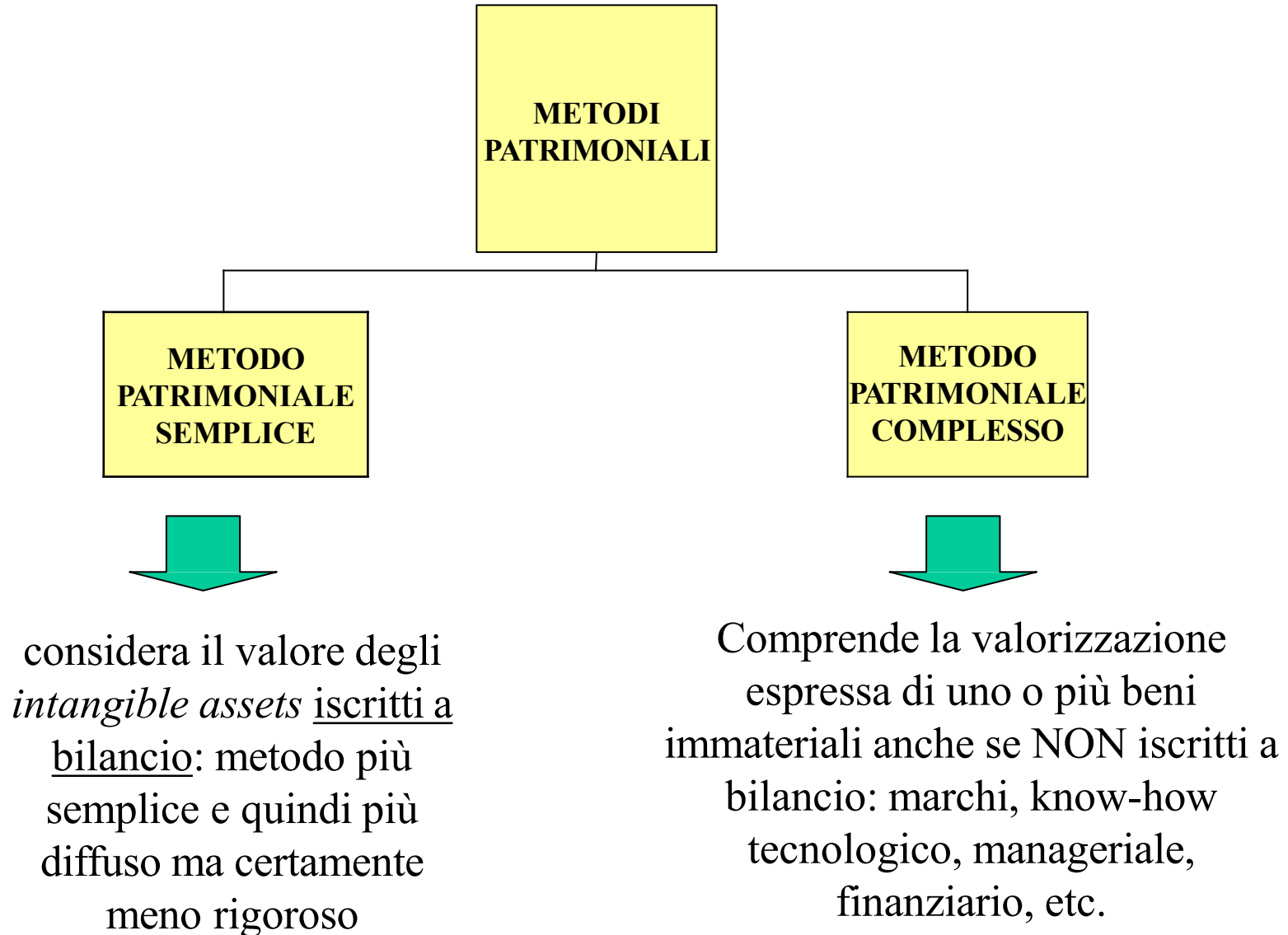
*Punto di partenza:  
è la situazione  
patrimoniale  
dell'azienda,  
espressa con valori  
di funzionamento*

*Il capitale netto  
contabile viene  
rettificato, adeguando  
le singole componenti  
del patrimonio ai  
valori correnti di  
mercato*



*Ipotesi di  
scindibilità  
degli elementi che  
formano il  
patrimonio  
aziendale*

# Tipologie di metodi patrimoniali



# Metodo patrimoniale semplice

Quantifica il valore economico del capitale dell'azienda rettificando opportunamente il valore del patrimonio netto. Rende attuale ed aggiornato il valore relativo al patrimonio dell'azienda

$$V = K$$

dove:

*V* = valore dell'azienda

*K* = valore patrimoniale rettificato

- Per gli elementi che compongono l'attivo patrimoniale destinati allo scambio o risultanti da precedenti scambi, il criterio preso a riferimento è quello del *Valore di presumibile realizzo*;
- Per le immobilizzazioni strumentali, il criterio preso a riferimento è quello del *Valore di sostituzione*;
- Gli elementi che compongono il passivo patrimoniale vengono invece valutati con il criterio del *Valore di presunta estinzione*.



# Metodo patrimoniale

La società Alfa è una società immobiliare ed ha tra il suo attivo immobili classificati tra le rimanenze per 3M€, crediti vs erario per 0,2M€, debiti verso banche per 1,2M€. Il patrimonio netto contabile risulta pari a 2M€.

$$\mathbf{V = K + I}$$

L'immobile espresso a valori correnti ha un valore di 2,8M€ (perizia da esperto del settore).

$$\text{PNC} = 2\text{M€} - \text{Rettifica Immobile } 0,2\text{M€} = V = 1,8\text{M€}$$

# Metodo patrimoniale complesso

Quantifica il valore economico del capitale dell'azienda rettificando opportunamente il valore del patrimonio netto ed includendo il valore delle risorse “intangibili” anche se non iscritte a bilancio

*dove:*

$$\mathbf{V = K + I}$$

*V= valore dell'azienda*

*K= valore patrimoniale rettificato*

*I= valore degli elementi immateriali*

Ogni bene immateriale deve avere le seguenti caratteristiche:

- Deve originare utilità differite nel tempo;
- Deve essere trasferibile;
- Deve essere misurabile.

# Documenti e verifiche

## Documentazione di base



- Ultimo bilancio dell'impresa
- Ultimo bilancio consolidato
- Ultimo bilancio delle società collegate e controllate
- Relazione sulla gestione
- Relazione del Collegio sindacale e ....
- Rel. Soggetto incaricato del controllo contabile
- Perizie di stima dei singoli cespiti (se disponibili o se appositamente richieste)
- Dati dei libri di inventario oppure ... del registro dei cespiti ammortizzabili
- (Business plan e documenti strategici)

## Verifiche



- Contabilizzazione di tutte le attività e le passività
- Rispondenza delle appostazioni contabili con elementi documentali
  - Valutazione dei crediti in base al valore di recupero
  - Congruità dei fondi rischi ed oneri
  - Attività/passività fuori bilancio

# Il metodo reddituale

*Flash – Valore Azienda = Redditi futuri che genererà*

- Il metodo reddituale determina il valore dell'azienda sulla base della capacità della stessa di generare reddito
- L'obiettivo del metodo è valutare l'azienda come complesso unitario sulla base della relazione

**Redditività → valore**

- Il valore dell'azienda viene determinato mediante l'attualizzazione dei risultati economici attesi

# Tipologie di metodi reddituali

- Il metodo reddituale semplice si basa sulla stima di un flusso di redditi costanti, ovvero su un reddito “medio”, “normale”, “duraturo” (*per aziende con vita futura limitata o illimitata*).
  - Il metodo reddituale complesso costituisce un’evoluzione del precedente.
- ➔ Attualizza, infatti, i flussi di reddito previsti anno per anno, fino al termine dell’orizzonte temporale del periodo esplicito di previsione, poi stima un VF (*applicazione pressoché limitata alle aziende che elaborano piani e programmi di gestione di durata non superiori a 5 anni*).

# Il metodo reddituale

I redditi futuri devono essere attualizzati per riesprimerli «ad oggi».

A seconda dell'orizzonte temporale dei redditi da attualizzare abbiamo 3 formule:

## 1) Formula della rendita perpetua

$$V = \frac{R}{i}$$

R = Reddito medio atteso  
i = tasso di attualizzazione

## 2) Formula della vita limitata

$$V = R \times a_{n|i}$$
$$V = \frac{R}{1+i} + \frac{R}{(1+i)^2} + \dots + \frac{R}{(1+i)^n}$$
$$R \frac{(1+i)^n - 1}{i (1+i)^n}$$

## 3) Formula della vita limitata e del valore finale

$$V = R \times a_{n|i} + VF \times v^n$$

VF = Valore finale  
=  $R/(1+i)^t$

Vn = Fattore di  
Attualizzazione<sup>t</sup>

- N.B. Alternativamente, si può sostituire - nelle formule 2) e 3) - al reddito medio atteso la serie dei redditi attesi anno per anno (per  $n$  anni)

# Esempio di calcolo con durata illimitata della vita dell'azienda

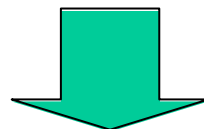
- Reddito medio prospettico = € 500.000
- Tasso di attualizzazione = 10%



$$V = R/i = 500.000/0,10 = 5.000.000$$

# Esempio di calcolo con orizzonte temporale limitato

- Reddito medio prospettico = € 500.000
- Tasso di attualizzazione = 10%
- Orizzonte temporale = 20 anni



$$V = R a_{\overline{n}|i} = R \frac{(1+i)^n - 1}{i (1+i)^n} = 500.000 \frac{(1+0,1)^{20} - 1}{0,1 (1+0,1)^{20}}$$

$$V = 500.000 \frac{5,73}{0,67} \rightarrow V = 500.000 \times 8,55 = € 4.275.000$$

Importi arrotondati



# Beni accessori ed avviamento

- I **beni accessori**, cioè gli investimenti non inerenti la gestione caratteristica, sono di regola, come per il metodo patrimoniale, valutati a parte.
- Un risultato economico non “depurato” dai valori (flussi) extraoperativi potrebbe inficiare l’attendibilità del risultato della valutazione stessa.
- La valutazione dell’**avviamento** non è autonoma, ma ricompresa nella dinamica reddituale.

# Tasso di attualizzazione

Il tasso di attualizzazione esprime il rapporto tra reddito e capitale che viene reputato conveniente per l'investimento nell'impresa.

Il tasso di attualizzazione è composto da:

- rendimento delle attività prive di rischio +
- premio per l'investimento in attività d'impresa, (a sua volta composto da Rischio di mercato e rischio di settore)

# I metodi reddituali: il tasso di attualizzazione

**La metodologia più usata per la determinazione del rendimento del capitale di rischio è quella nota come *Capital Asset Pricing Model* (CAPM). In simboli:**

$$k_E = r_f + \beta [R_M - r_f]$$

**dove:**

**$k_E$  = tasso di rendimento atteso del capitale di rischio = costo dell'equity**

**$r_f$  = tasso di rendimento atteso di un'attività priva di rischio**

**$\beta$  = parametro che esprime la volatilità del titolo da valutare rispetto al mercato**

**$R_M$  = rendimento medio espresso dal mercato azionario**

# BETA

E' un parametro specifico di ogni singola azione indicando la relazione strutturale tra il rendimento del titolo con quello generale di mercato nello stesso periodo.

Beta contraddistingue i titoli con i seguenti coefficienti :

**Beta >1** = il titolo si muove nella stessa direzione del mercato e con oscillazioni maggiori del mercato stesso. E' elevato il rischio che si assume su questi titoli nel caso in cui, assunta una posizione, il mercato si muova in maniera opposta alle aspettative;

**0 < Beta <1** = il titolo si muove nella stessa direzione del mercato, ma con oscillazioni minori di quelle che il mercato registra, performando meno e con rovesci minori ad una inversione di tendenza;

**0 > Beta >-1** = il titolo si muove in direzione opposta al mercato, anche se in maniera contenuta; tale valore è caratteristico dei titoli che permettono di operare in controtendenza, con un rischio non particolarmente alto. La reattività moderata ai movimenti di mercato procura quindi conseguenze limitate;

**Beta <-1** = il titolo si muove in senso opposto al mercato ed oscilla maggiormente rispetto al mercato stesso (ipotesi astratta, eventualmente valida per posizioni in strumenti derivati)

# Un esempio di calcolo di $K_e$

- esempio:

- $R_f = 2\%$

- $R_m = 7\%$

- $\beta = 1,25$

$$\rightarrow K_e = 2\% + (7\% - 2\%) \times 1,25 = 8,25\%$$

# Metodo Misto Patrimoniale Reddittuale

I metodi misti cercano di tener conto contemporaneamente **dell'aspetto patrimoniale**, che introduce nella valutazione elementi di obiettività e verificabilità, e **dell'aspetto reddituale**, essenziale ai fini della determinazione del capitale economico.

Tali metodi apportano una “correzione reddituale” al valore risultante dall'applicazione dei metodi patrimoniali, così da tenere nella dovuta considerazione la capacità della società oggetto di stima di generare profitti in misura tale da garantire la remunerazione del capitale investito.

In pratica, il confronto tra redditività prospettica e redditività giudicata “soddisfacente” per l'azienda da valutare consente la quantificazione di un *goodwill (badwill)* da portare ad incremento (decremento) del patrimonio netto rettificato.

# Metodo Misto Patrimoniale Reddittuale

Il metodo prevede che il valore dell'azienda sia determinato tenendo conto:

- della consistenza del patrimonio;
- degli extraprofitti quando il **tasso di redditività è superiore al rendimento «normale» del capitale proprio.**
- L'attualizzazione della differenza fornisce la misura dell'avviamento e, allo stesso tempo, esprime la capacità dell'impresa di «creare valore».
- Nella prassi il sovrareddito viene attualizzato al tasso Risk Free (redditi differenziali negativi) o al tasso del costo del capitale (redditi finanziari positivi)<sup>1</sup>

$$W = K + (R - i \cdot K) \cdot \frac{(1 + i')^n - 1}{(1 + i')^n \cdot i'}$$

ovvero

$$W = K + (R - iK)a_{\overline{n}|i'}$$

i= rendimento del capitale

i'=attualizzazione del sovrareddito

# Metodo Misto Patrimoniale Reddituale

Trovo Reddito Medio Prospettico  $\rightarrow R$

Trovo PNR  $\rightarrow K$

Trovo «quanto»  $K$  deve rendere  $\rightarrow K \cdot im$  (comprensivo di rischio)

Trovo il «sovrareddito» come  $\rightarrow R - K \cdot im$

Attualizzo il sovrareddito medio

$$\text{Sovrareddito} / (1+im)^t$$

*Oppure*

Attualizzo il sovrareddito puntuale

(in caso di esplicitazione dei redditi prospettici, vedere successivamente)

Equity Value =  $K + \text{sovrareddito attualizzato}$



# Metodo Misto Patrimoniale Reddittuale

Valutazione della seguente azienda con il metodo Misto Patrimoniale Reddittuale.

Si tenga presente che:

- Le immobilizzazioni tecniche presentano plusvalenze latenti per 200K€;
- Le immobilizzazioni immateriali presentano plusvalenze latenti per 14K€;
- Il fondo svalutazione crediti risulti carente per 125K€;
- Esista una causa passiva che induca la società ad accantonare 35K€ in apposito fondo rischi;
- La società disponga di un business plan (reputato affidabile).

Data di valutazione

Situazione Contabile	x
Immobilizzazioni Materiali	34
Immobilizzazioni immateriali	5
	-
Clienti	1.276
Rimanenze	1.023
Fondo Svalutazione Crediti	- 49
Imposte Anticipate	10
Crediti Diversi	17
Ratei e risconti attivi	8
Banche c/c attivi	-
Cassa	-
<b>Totale Attivo</b>	<b>2.323</b>

<b>Patrimonio netto</b>	<b>824</b>
TFR	330
Fornitori	874
Altri Debiti	34
Banche c/c Passivi	262
<b>Totale Passivo e Pnetto</b>	<b>2.323</b>

Conto Economico	x	x+1	x+2	x+3
Ricavi	2.500	2.787	3.144	3.583
Consumi MP	- 1.575	- 1.764	- 1.981	- 2.250
Costi Operativi	- 850	- 862	- 901	- 917
<b>Ebitda</b>	<b>75</b>	<b>161</b>	<b>262</b>	<b>416</b>
Ammortamenti e Accantonamenti	- 19	- 47	- 58	- 57
<b>Ebit</b>	<b>56</b>	<b>114</b>	<b>204</b>	<b>359</b>
Gestione Finanziaria	- 1	- 1	- 1	- 1
Gestione Straordinaria		-	-	-
<b>Risultato Ante Imposte</b>	<b>55</b>	<b>113</b>	<b>203</b>	<b>358</b>
Imposte	- 19	- 40	- 69	- 119
<b>Risultato netto</b>	<b>36</b>	<b>73</b>	<b>134</b>	<b>239</b>



**UGDCEC**  
Reggio Emilia

# Metodo Misto Patrimoniale Reddittuale

## Ipotesi

Rivalutazione immobilizzazioni tecniche	200
Rivalutazione immobilizzazioni immateriali	14
Svalutazione Crediti non esigibili	- 125
Accantonamento fondo rischi per causa passiva	- 35
<b>Totale Rettifiche</b>	<b>54</b>

## Effetto Fiscale Rettifiche

Sv. Crediti	30
F.Do Rischi	8
<b>Imposte Anticipate (Ires)</b>	<b>38</b>
Immobilizzazioni Tecniche	- 56
Immobilizzazioni Immateriali	- 4
<b>Imposte Differite (Ires + Irap)</b>	<b>- 60</b>

## Calcolo Patrimonio Netto Rettificato

PN Contabile	824
Rettifiche	54
Effetto Imposte	- 21
<b>PNR</b>	<b>857</b>



# Metodo Misto Patrimoniale Reddituale

Conto Economico	x		x+1	x+2	x+3
Ricavi	2.500		2.787	3.144	3.583
Consumi MP	- 1.575	-	1.764	- 1.981	- 2.250
Costi Operativi	- 850	-	862	- 901	- 917
<b>Ebitda</b>	<b>75</b>		<b>161</b>	<b>262</b>	<b>416</b>
Ammortamenti e Accantonamenti	- 19	-	47	- 58	- 57
<b>Ebit</b>	<b>56</b>		<b>114</b>	<b>204</b>	<b>359</b>
Gestione Finanziaria	- 1	-	1	- 1	- 1
Gestione Straordinaria			-	-	-
<b>Risultato Ante Imposte</b>	<b>55</b>		<b>113</b>	<b>203</b>	<b>358</b>
Imposte	- 19	-	40	- 69	- 119
<b>Risultato netto</b>	<b>36</b>		<b>73</b>	<b>134</b>	<b>239</b>

## RNMP

Reddito x+1	73
Reddito x+2	134
Reddito x+3	239
<b>Reddito Netto Medio Prospettico</b>	<b>149</b>



# Metodo Misto Patrimoniale Reddituale

	RNMP	Normale (PNR*i)	Sovrareddito	Anno	Sovrareddito Attualizzato (i')	
Reddito x+1	73	60	13	1	12	=sovrareddito / (1+i')^anno
Reddito x+2	134	60	74	2	64	=sovrareddito / (1+i')^anno
Reddito x+3	239	60	179	3	146	=sovrareddito / (1+i')^anno
<b>Reddito Netto Medio Prospettico</b>	<b>149</b>		<b>265</b>		<b>222</b>	
		i=ke			i=ke	
<b>W= PNR + Sovrareddito Attualizzato</b>		<b>857</b>	<b>222</b>	<b>=</b>	<b>1.078</b>	

Nella prassi per l'attualizzazione del sovrareddito viene utilizzato talvolta il tasso Risk Free. Tuttavia, vista l'aleatorietà del dato si potrebbe obiettare che il tasso risk free sia non sufficiente per esprimere la reale attualizzazione. Sul Guatri Bini si consiglia di utilizzare il risk free solo in casi di badwill.

# Il metodo finanziario

*Flash – Valore Azienda = \$ che genererà in futuro*

La “*Discounted Cash Flow Analysis*” determina il valore di una azienda sulla base del valore attuale dei flussi di cassa che la medesima si presume possa generare negli esercizi futuri



Il pregio di tali metodi è quello di evidenziare la capacità dell'azienda oggetto di stima di mettere a disposizione degli **investitori** quei flussi monetari che residuano dopo aver effettuato gli investimenti in capitale circolante e attività fisse necessari per garantire il perdurare della medesima in condizioni di economicità

# Il metodo finanziario

## *«flussi disponibili per gli investitori»*

- **tutti i finanziatori**, nella valutazione asset side o unlevered
- **azionisti**, nella valutazione equity side o levered

### **METODI UNLEVERED**

Si basano sulla **attualizzazione dei flussi di cassa disponibili per tutti coloro che apportano risorse finanziarie in azienda** (possessori di azioni ordinarie, di azioni privilegiate, di obbligazioni ordinarie o convertibili, fornitori di capitale di debito)

I flussi di cassa disponibili sono calcolati al lordo degli interessi passivi e scontati al WACC

### **METODI LEVERED**

Si basano sulla **attualizzazione dei flussi di cassa disponibili per gli azionisti**, scontati ad un tasso (costo dell'*equity*= $K_e$ ) che ne riflette il grado di rischio «CAPM»

I flussi di cassa sono calcolati al netto del servizio del debito

# DCF

Unlevered

$$W = EV - D$$

FCFF  
WACC

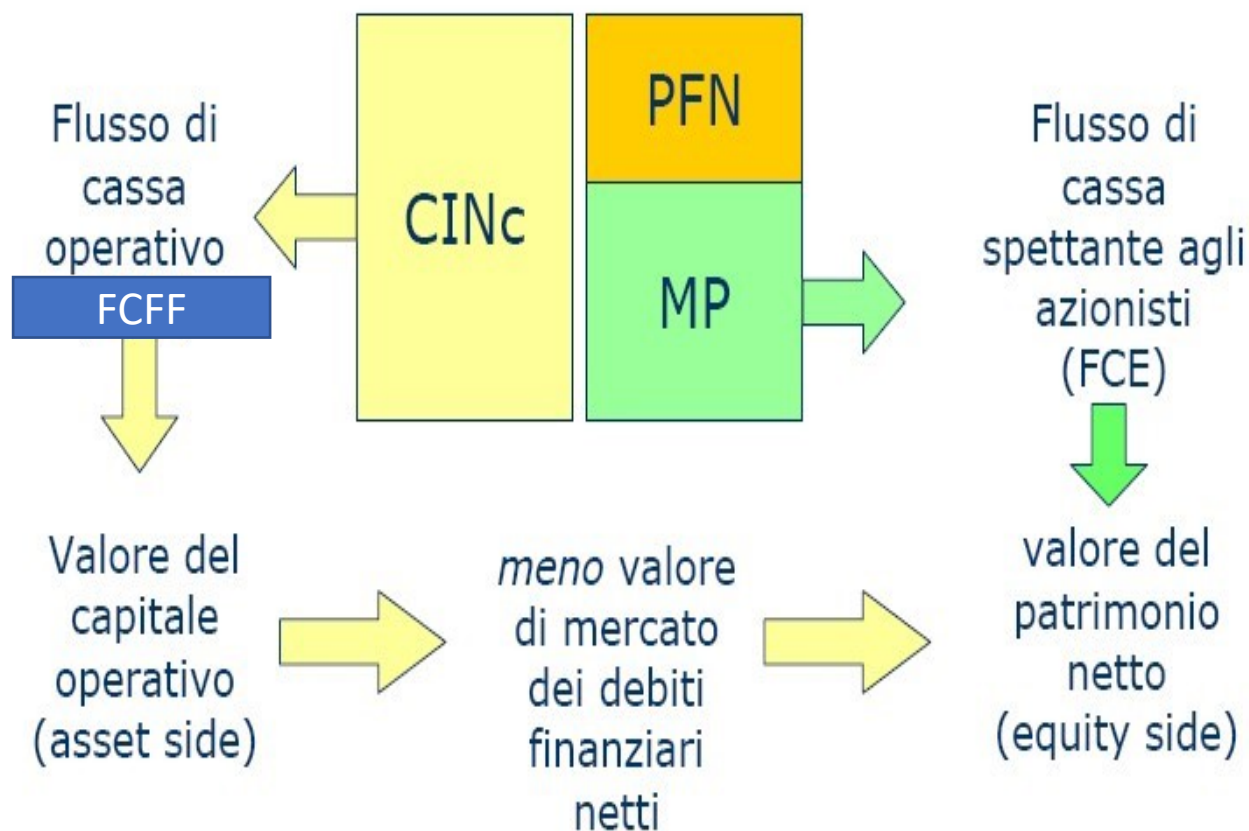
Maggiormente utilizzato nella prassi per valutare investimenti in attività industriali

Levered

$$W = EV$$

FCFE  
CAPM

Utilizzato per valutazioni nelle quali la controparte è interessata solamente al flusso di cassa residuo per remunerare gli azionisti





# Discounted Cash Flow (DCF) Unlevered

$$\mathbf{W = EV - D}$$

**W** = equity value dell'azier

**EV** = valore del totale delle attività dell'azienda (*Enterprise Value*)

**D** = valore “di mercato” del debito

A sua volta:

dove:

$$EV = \sum_{i=1}^n \frac{FC_i}{(1+k)^i} + \frac{TV}{(1+k)^n}$$

**FC** = flussi di cassa disponibili durante il periodo esplicito di previsione

**TV** = valore dei flussi di cassa disponibili dopo il periodo esplicito di previsione

**n** = num. anni per cui si è in grado di stimare i *cash flow* disponibili (di regola 5 anni max.)

**K** = costo medio ponderato di tutte le fonti di capitale (WACC)

# DCF Unlevered - FCFF

$$W = EV - D$$

FC = devo utilizzare Free Cash Flow to Firm = FCFF

Attualizzazione = WACC

FCFF perché nell'ottica unlevered devo remunerare sia il capitale di debito che il capitale degli azionisti

## **EBIT**

- Imposte sul reddito operativo (figurative)
- = Reddito operativo al netto delle imposte**
- + Ammortamenti e accantonamenti
- = Cash flow lordo**
- ± Decrementi (Incrementi) del capitale circolante operativo
- Investimenti in attività materiali
- Investimenti in attività immateriali

---

**= Cash flow operativo disponibile (FCFF)**

# DCF Unlevered - WACC

attualizzazione da applicare al flusso di cassa per una data azienda è quella del **costo medio ponderato del capitale** o **WACC** (*Weighted Average Cost of Capital*):

$$WACC = k_d * (1-t) * \frac{D}{E + D} + k_e * \frac{E}{E + D}$$

dove:

$K_d$  = Costo del Debito

$1-t$  = Effetto fiscale

$D$  = Debito

$E$  = Equity

$K_e$  = Costo del capitale proprio (CAPM)

# I metodi empirici: I MULTIPLI

I metodi empirici vengono solitamente utilizzati con finalità di controllo della valutazione effettuata con il metodo patrimoniale, reddituale, misto o finanziario (metodi principali)

Alcuni autori suggeriscono di usarli come metodi principali per la stima di società non quotate di piccole e medie dimensioni (PMI)

In ogni caso, anche se di dubbia razionalità, i metodi empirici sono molto noti presso gli operatori

## **VANTAGGI PRINCIPALI DEI METODI EMPIRICI :**

- Sono estremamente semplici da applicare
- E' possibile utilizzarli con una certa frequenza (anche nel breve periodo)
- I dati contabili ed economici che utilizzano sono spesso più attendibili delle informazioni che sarebbero necessarie per l'applicazione di metodologie di valutazione più complesse
- Esprimono valori “rappresentativi” in quanto derivanti direttamente dalle negoziazioni di azioni/partecipazioni/società

# I Multipli

Si stima il valore per una società non quotata prendendo come riferimento acquisizioni effettivamente avvenute aventi per oggetto società COMPARABILI

## Alcuni Esempi

Parliamo di  
EV, per  
ottenere  
l'Equity  
Value  
occorre  
sottrarre il D!

### EV/SALES

$$\begin{aligned} \text{EV (Alfa)} &= \text{Sales (Alfa)} * \text{media (EV/Sales)} \\ &= 12.000 * 1,5 \\ &= 18.000 \end{aligned}$$

$$\text{Valore economico del netto} = \text{EV} - \text{PFN} = 18.000 - 4.000 = 14.000$$

### EV/EBITDA

$$\begin{aligned} \text{EV (Alfa)} &= \text{EBITDA (Alfa)} * \text{media (EV/EBITDA)} \\ &= 1.900 * 9 \\ &= 17.100 \end{aligned}$$

$$\text{Valore economico del netto} = \text{EV} - \text{PFN} = 17.100 - 4.000 = 13.100$$

### EV/EBIT

$$\begin{aligned} \text{EV (Alfa)} &= \text{EBIT (Alfa)} * \text{media (EV/EBIT)} \\ &= 1.600 * 12 \\ &= 19.200 \end{aligned}$$

$$\text{Valore economico del netto} = \text{EV} - \text{PFN} = 19.200 - 4.000 = 15.200$$

# Perizie di Stima

# Perizie di stima

Le differenti tipologie di valutazione:

- La valutazione

è un documento che contiene un giudizio sul valore di un'attività (azienda, partecipazione, bene reale o immateriale...), fondato su uno svolgimento completo del processo valutativo

- Il parere valutativo

comporta lo svolgimento di una parte soltanto del processo valutativo. (es parere esperto su un tasso di mercato o su valutazioni sulla base di elementi di base forniti dal mandante – es metodo pre-scelto).

- Il parere di congruità

giudizio su un risultato già comunicato all'esperto

- Il calcolo valutativo

non presuppone stime ma solo calcoli sulla base di parametri ed input già definiti

- La revisione del lavoro di un altro esperto

# Perizie di stima

## I 4 pilastri del parere valutativo





# Perizie di stima

## **Il processo valutativo (completo)**

### 1. Raccolta e apprezzamento della base informativa

La base informativa deve essere obiettiva e completa, il giudizio deve essere «informato». Il perito deve analizzare la base informativa con «scetticismo professionale». La raccolta e l'apprezzamento delle informazioni sono attività distinte dalla verifica tecnica e dalla certificazione delle informazioni!

### 2. Applicazione dell'analisi fondamentale

mira a individuare gli input richiesti dal metodo di valutazione e tipicamente include:

- Esame degli elementi distintivi che caratterizzano l'oggetto della valutazione
- Analisi contesto di mercato
- Esame di specifici driver di valore
- Individuazione dei fattori di rischio

### 3. Selezione della metodologia di stima più adatta allo scopo

### 4. Apprezzamento dei principali fattori di rischio

### 5. Costruzione di una razionale sintesi valutativa

*Per i dettagli fare riferimento alle tabelle in backup*

# Perizie di stima

- Parte introduttiva

Attività	Note	PIV
Identificazione separata degli allegati rispetto alla relazione	Relazione ed allegati possono avere circolazione diversa	PIV II.4.2
Indicazione elementi minimi parte introduttiva ( <i>scope of work</i> ):  1) identità committente e destinatari; 2) descrizione incarico; 3) oggetto valutazione; 4) finalità valutazione; 5) eventuali restrizioni nello svolgimento dell'incarico dipendenti da legge o contratto; 6) data riferimento valutazione; 7) valuta funzionale valutazione; 8) identità esperto; 9) attestazione competenza ed esperienza professionale esperto;	Particolarmente significativa l'indicazione di eventuali limitazioni che hanno caratterizzato il processo valutativo, con esposizione delle scelte compiute in riferimento alle criticità rilevate (v. commento a PIV I.4.3). Al ricorrere di limitazioni rilevanti (ma non gravi – v. PIV I.5.4 per la distinzione), l'esperto: - non può rilasciare una re-	PIV II.4.2

# Perizie di stima

Attività	Note	PIV
<p>10) attestazione adesione al <i>Code of Ethical Principles for Professional Valuer</i> dell'IVSC;</p> <p>11) attestazione indipendenza o dichiarazione di agire quale consulente di parte;</p> <p>12) dichiarazione (eventuale) presenza potenziali conflitti diretti o indiretti da parte dell'esperto (con precisazione ragioni per le quali non ricorrono ostacoli a esecuzione incarico);</p> <p>13) eventuale ricorso ad altri specialisti ausiliari (con motivazioni) e dichiarazione assenza ragioni per dubitare di credibilità e affidabilità base informativa utilizzata dallo specialista, lavoro da questi svolto e risultati ottenuti (o motivi per i quali non è possibile esprimersi) – v. anche PIV I.5.2;</p> <p>14) attestazione adesione PIV (e indicazione eventuali scostamenti);</p> <p>15) natura stima (valutazione, parere valutativo, parere di congruità, calcolo valutativo o revisione di valutazione di un terzo);</p> <p>16) data di riferimento (ed eventuale qualificazione come valutazione retrospettiva);</p> <p>17) nel caso di valutazione di aziende, presupposto valutazione (funzionamento o liquidazione);</p> <p>18) prospettiva valutazione (partecipanti al mercato o specifico soggetto);</p> <p>19) configurazione di valore adottata (valore di mercato, valore d'investimento, valore negoziale equitativo, valore convenzionale, valore di smobilizzo, valore intrinseco, valore di adempimento);</p>	<p>lazione di valutazione, ma esclusivamente un parere valutativo (PIV I.5.4 e I.8.5);</p> <p>- deve illustrare le limitazioni riscontrate e le relative conseguenze sui risultati (PIV I.8.5 e II.4.4).</p> <p>Al ricorrere di limitazioni gravi deve rinunciare all'incarico (PIV I.5.4 e I.8.5).</p>	

# Perizie di stima

- |   |  |  |
|---|--|--|
| <ul style="list-style-type: none"><li>20) unità di valutazione e aggregazione di attività;</li><li>21) natura e fonti informazioni ed eventuali limitazioni base informativa;</li><li>22) ipotesi/condizioni adottate (con distinzione fra ipotesi speciali, relative a situazioni ipotetiche, rilevanti e sensibili);</li><li>23) eventuali limitazioni svolgimento lavoro;</li><li>24) eventuali particolarità da segnalare (compresi eventi intercorsi tra data di riferimento e data redazione relazione scritta);</li><li>25) attestazione che è stato compiuto tutto il processo ritenuto necessario per esprimere un giudizio informato di valore;</li><li>26) data della relazione (sempre successiva a data di riferimento);</li><li>27) modalità espressione valore (valore unico o <i>range</i> di valori) e motivazione;</li><li>28) eventuali richiami di informativa (v. <i>sensitive assumption</i> o limitazioni informazioni).</li></ul> |  |  |
|---|--|--|

# Perizie di stima

- La relazione di valutazione

Attività	Note	PIV
Descrizione modalità di svolgimento fase di costituzione ed apprezzamento della base informativa:	Necessario segnalare e spiegare le ragioni dell'eventuale presenza ed utilizzo di informazioni successive alla data di riferimento della stima (PIV I.8.1)	PIV II.4.3
Illustrazione chiara e senza ambiguità dei dati reperiti		PIV II.4.3
Illustrazione chiara e senza ambiguità delle ipotesi formulate		PIV II.4.3
Illustrazione motivata dell'importanza relativa assegnata alle informazioni di natura storica, corrente e prospettica	Vincoli e condizionamenti possono derivare direttamente dalla base informativa a disposizione (PIV I.5.7)	PIV II.4.3; I.5.8
Illustrazione della coerenza fra base informativa, criteri di valutazione, configurazione di valore ricercata e finalità della stima		PIV II.4.3; I.5.8

# Perizie di stima

Descrizione modalità di svolgimento fase di analisi fondamentale		PIV II.4.3
Descrizione metodiche di valutazione pre-scelte e relativa motivazione		PIV II.4.3
Indicazione motivata dei criteri di valutazione adottati per ciascuna metodica scelta		PIV II.4.3
Indicazione scelte compiute relativamente alla variabile fiscale		PIV II.4.3; I.13.1
Indicazione dell'eventuale applicazione di premi e sconti e relativa motivazione		PIV II.4.3; III.4
Illustrazione dei calcoli relativi alle metodiche di valutazione adottate		PIV II.4.3
Illustrazione dei principali fattori di rischio e delle modalità più idonee per il loro trattamento		PIV II.4.3
Illustrazione della razionale sintesi valutativa	In conformità al principio della chiarezza della valutazione (PIV II.1.3), l'esperto dovrà evitare di concludere il proprio lavoro con acritiche medie aritmetiche derivanti dall'utilizzo di una molteplicità di metodi, o con <i>range</i> di valori eccessivamente ampi. La sintesi valutativa deve contenere un richiamo agli aspetti critici del processo valutativo compiuto	PIV II.4.3; III.1.42

# Backup

# Il parere valutativo

## a. Formazione e apprezzamento della base informativa

Attività	Note	PIV
Acquisizione documentazione ed altri elementi informativi rilevanti, disponibili alla data di riferimento della valutazione	Elementi informativi (storici, correnti e prospettici) inerenti al contesto economico generale, al settore economico e all'arena competitiva di riferimento, all'oggetto della valutazione, al mercato finanziario e a soggetti Comparabili	PIV I.4.3; I.5; I.8.1; III.1, premessa; III.1.24
Verifica completezza base informativa	La base informativa è completa quando non mancano informazioni rilevanti ai fini della valutazione. Eventuali criticità e limitazioni della base informativa devono essere chiaramente identificate	PIV I.5.1; I.5.4; I.8.5; II.4.4
Valutazione impatti derivanti sulla ragionevolezza dei risultati a causa di limitazioni e criticità nella base informativa e conseguente valutazione della possibilità di effettuare una valutazione piena		PIV I.5.4; I.8.5; II.4.4
Verifica coerenza base informativa	Coerenza: <ul style="list-style-type: none"><li>- con metodologia valutativa;</li><li>- con configurazione di valore ricercata;</li><li>- con finalità della stima.</li></ul>	PIV I.5.1; I.5.3; I.5.7
Verifica obiettività e attendibilità	Valutazione indipendenza fonte informativa	PIV IV.2
Analisi e comprensione <i>assumption</i> sulle quali si basano le previsioni di piano	Opportuno effettuare analisi di sensibilità e analisi di scenario ( <i>base/best/worst cases</i> )	PIV I.5.5; I.5.6; III.1.24



# Il parere valutativo

Attività	Note	PIV	Altri standard
<p>In caso di utilizzo lavoro di terzi:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- verifica coerenza e attendibilità rispetto all'intero processo valutativo;</li> <li>- esame base informativa utilizzata dallo specialista;</li> <li>- esame coerenza configurazione di valore ricercata;</li> <li>- esame coerenza prospettiva di valutazione;</li> <li>- esame coerenza presupposto di valutazione;</li> <li>- esame coerenza unità di valutazione e aggregazione di attività;</li> <li>- esame coerenza criteri di valutazione impiegati;</li> <li>- esame possibili duplicazioni;</li> <li>- esame coerenza tassi impiegati.</li> </ul>	<p>Preliminare verifica: competenza ed esperienza specialista; adesione ad un codice etico da parte dello specialista; adesione ai PIV o ad altri principi con-formi al medesimo framework</p>	<p>PIV I.4.8; I.5.2</p>	<p>- <u>Linee Guida per il finanziamento delle imprese in crisi</u> (Unifi, Cndcec, Assonime);</p> <p>- <u>Principi di attestazione dei piani di risanamento</u> (Irdcec, Aidea, Andaf, Apri, Ocri);</p> <p>- <u>ISA Italia 610</u>;</p> <p>- <u>ISA Italia 620</u></p>

# Il parere valutativo

## b. Applicazione dell'analisi fondamentale

Attività	Note	PIV
L'analisi fondamentale ha contenuti diversi in relazione all'oggetto di valutazione. Tipicamente prevede le attività di seguito indicate.		PIV I.4.3
Analisi di contesto	Analisi strategica a livello di settore/mercato, finalizzata alla comprensione delle tendenze ed evoluzioni attese e dei fattori critici di successo	PIV I.4.3; III.1.2
Individuazione ed analisi elementi distintivi che caratterizzano l'oggetto della valutazione	Analisi strategica a livello di azienda, finalizzata alla comprensione delle fonti di vantaggio competitivo, dei <i>driver</i> di valore e della loro sostenibilità nel tempo ( <i>swot analysis</i> , ecc.)	PIV I.4.3; III.1.2
Analisi documentale	Esame documentazione contabile e gestionale, ai fini dello studio dell'evoluzione nel tempo dei <i>driver</i> di valore (riclassificazione ed analisi di bilancio; esame report controllo di gestione; esame scostamenti dati previsionali e consuntivi; esame report direzionali)	PIV I.4.3; III.1.2

# Il parere valutativo

Attività	Note	PIV
Analisi storica	Studio dell'evoluzione storica dell'oggetto della valutazione e dei suoi <i>driver</i> di valore	PIV I.4.3; III.1.2
Analisi prospettica	Esame critico delle previsioni economiche e finanziarie e delle <i>assumption</i> sottese	PIV I.4.3; III.1.2
Analisi comparativa	Analisi dei dati relativi a <i>comparables</i> . Esame di eventuali giudizi espressi da analisti	PIV III.1.2
Esame dei fattori di rischio	Individuazione ed analisi dei possibili effetti derivanti dai fattori di rischio	PIV I.4.3
Analisi delle variabili di mercato	Studio scenario macroeconomico, contesto mercato di riferimento e sue dinamiche, mercato dei capitali (con particolare riferimento ai tassi)	PIV I.4.3; III.1.2

# Il parere valutativo

c) Selezione della metodologia o delle metodologie di stima più idonee agli scopi della valutazione

Attività	Note	PIV
Individuazione delle metodiche da applicare	Al fine della determinazione del valore, nelle diverse configurazioni possibili, possono essere utilizzate una o più metodiche di valutazione. Le tre principali metodiche nell'ambito delle quali possono essere classificati i criteri di valutazione utilizzati nella prassi professionale sono le seguenti: a) metodica di mercato ( <i>market approach</i> ); b) metodica dei flussi di risultati attesi ( <i>income approach</i> ); c) metodica del costo ( <i>cost approach</i> ).	PIV I.4.3; I.14; I.15; I.16; I.17
Spiegazione delle ragioni per cui si è fatto uso di determinate metodiche ed escluso altre		PIV I.4.3; I.14.2
Individuazione dei criteri più idonei per ciascuna delle metodiche prescelte	Nell'ambito delle tre principali metodiche sono riconducibili cinque gruppi di criteri di valutazione: a) patrimoniali; b) reddituali; c) criteri che esplicitano la creazione di valore; d) finanziari; e) comparativi di mercato. Viene sconsigliato l'impiego di metodi empirici, talora applicati nella prassi, ma non validati scientificamente	PIV I.4.3; I.14.3; III.1.11

# Il parere valutativo

Attività	Note	PIV
Spiegazione delle ragioni per cui si è fatto uso di determinati criteri ed escluso altri	<p>La scelta delle metodologie di valutazione da impiegare dipende da (e deve essere coerente con):</p> <ul style="list-style-type: none"><li>a) caratteristiche dell'oggetto della stima (ad esempio, in situazioni <i>steady state</i> sono particolarmente adatte le valutazioni reddituali (PIV III.3.32));</li><li>b) configurazione di valore ricercata;</li><li>c) finalità della valutazione;</li><li>d) base informativa a disposizione;</li><li>e) estensione analisi fondamentale potuta esprimere e suoi risultati.</li></ul> <p>Preferibile evitare l'utilizzo di una molteplicità ingiustificata di metodi, con una loro combinazione finale non razionale. In generale, raccomandabile l'applicazione di un metodo basato sui flussi di risultato ed un metodo fondato su comparazioni di mercato</p>	PIV I.4.3; I.14.3; III.1.16

# Il parere valutativo

## d) Apprezzamento dei principali fattori di rischio

Attività	Note	PIV
Apprezzamento e valutazione effetti derivanti dalle limitazioni alla base informativa	Ad esempio, influenza sulle metodiche e sui criteri di valutazione impiegabili	PIV I.4.3
Apprezzamento rischi connessi a condizioni ipotetiche, ipotesi speciali, ipotesi sensibili		PIV I.4.3
Apprezzamento rischi insiti nelle previsioni economico-finanziarie sulle quali si basa la valutazione	Ad esempio, coerenza interna delle ipotesi di piano e coerenza rispetto alle variabili di contesto	PIV I.4.3
Apprezzamento rischi derivanti dal livello significativamente elevato dell'indebitamento		PIV I.4.3
Apprezzamento rischi connessi alle continuità aziendale		PIV I.4.3
Valutazione rischi inerenti il grado di liquidabilità dell'investimento		PIV I.4.3
Considerazione dei rischi inerenti le difficoltà di individuazione di entità comparabili	Rilevanti soprattutto per taluni criteri di valutazione	PIV I.4.3

# Il parere valutativo

Attività	Note	PIV
Apprezzamento rischi connessi alle prospettive del settore, al livello di concorrenzialità, alla contendibilità del mercato (barriere all'ingresso; barriere all'uscita), alle performance medie e tendenziali		PIV I.4.3
Apprezzamento rischi connessi al posizionamento all'interno dell'arena competitiva di riferimento	Dimensione aziendale, dimensione dei <i>competitor</i> , fattori distintivi	PIV I.4.3
Apprezzamento rischi legati alla tecnologia di processo e di prodotto		PIV I.4.3
Apprezzamento rischi ambientali		PIV I.4.3
Apprezzamento rischi connessi ad altri <i>stakeholder</i> (dipendenti, fornitori, clienti, ecc.)	Ad esempio, grado di dipendenza dai clienti principali, grado di dipendenza dai fornitori strategici	PIV I.4.3
Individuazione modalità di trattamento dei principali rischi rilevati	Aumento dei tassi di attualizzazione; riduzione dei flussi di risultato; applicazione di sconti	PIV I.4.3

# Il parere valutativo

## e) Costruzione di una razionale sintesi valutativa

Attività	Note	PIV
Aggiunta elementi attivi e passivi non inclusi nelle stime già effettuate		PIV III.1.42; III.1.14
Formulazione sintesi razionale dei risultati derivanti da metodiche/criteri impiegati	Anche le analisi di sensibilità devono essere svolte secondo criteri di razionalità, evitando di applicare <i>range</i> di oscillazione delle variabili sottoposte a stress eccessivamente ampi o arbitrari. Qualora siano stati impiegati metodi di valutazione principali e metodi di controllo, deve essere chiaramente precisato il ruolo loro attribuito dall'esperto ai fini della costruzione del risultato finale	PIV III.1.42; III.1.16
Motivazione della sintesi a cui l'esperto è pervenuto		PIV I.4.3
Richiamo elementi critici del processo valutativo		PIV III.1.42



# FCFE

---

## FREE CASH FLOW TO EQUITY

---

### **Free cash flow operativo**

- Interessi passivi e altri oneri finanziari
  - Pagamento dividendi
  - + Proventi finanziari
  - + Negoziare nuovi debiti
  - Rimborso debiti in scadenza
  - + Aumenti di capitale sociale a pagamento
  - Rimborsi di capitale sociale
  - = **Free cash flow to equity (FCFE)**
- 

