



**Ordine dei Dottori Commercialisti
e degli Esperti Contabili di Venezia**

Workshop operativo:
**PIANIFICAZIONE FINANZIARIA
E VALUTAZIONE DELLE PMI**

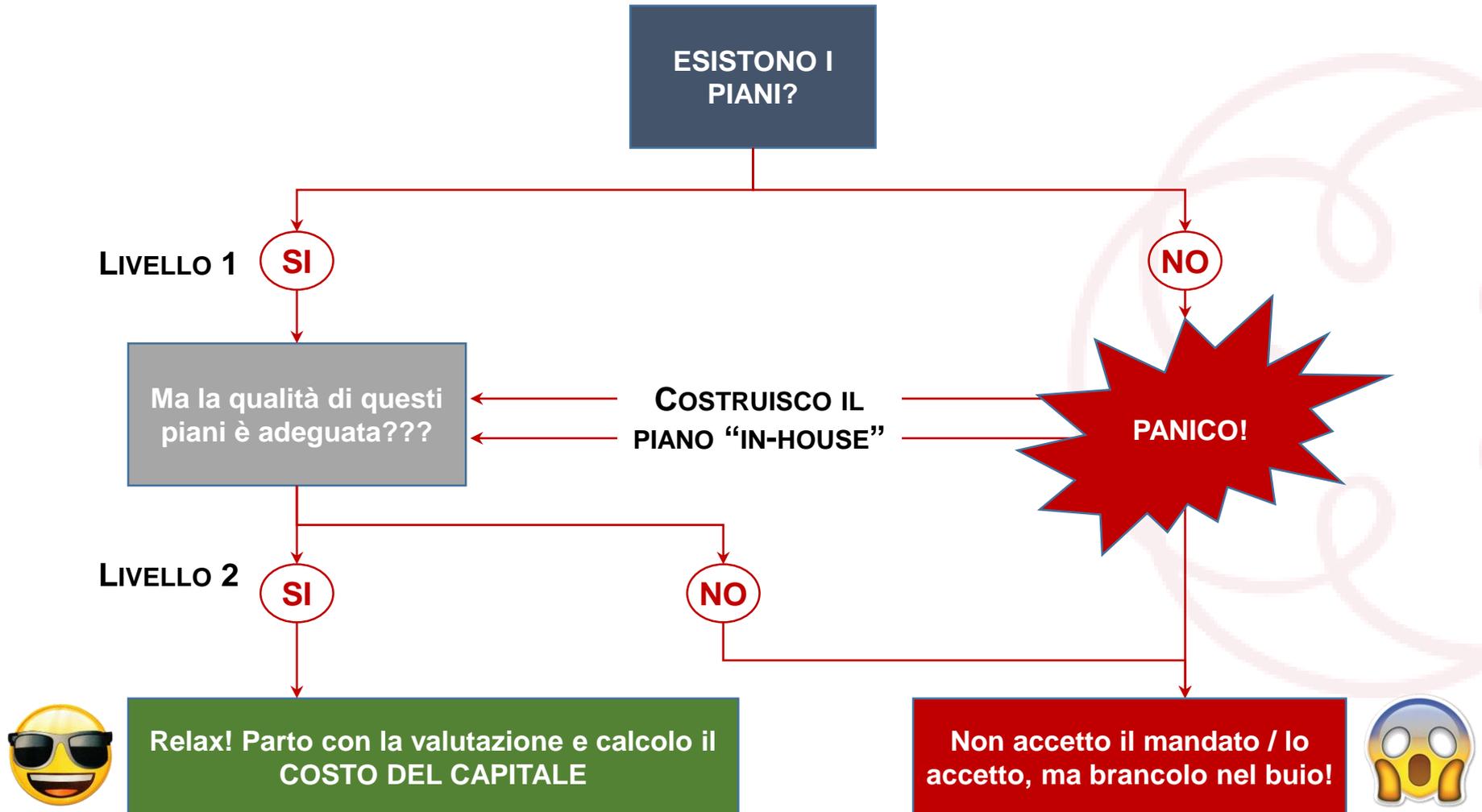
**Valutare una PMI muovendo dai fondamentali:
il Residual Income Model**

Mestre (VE), 22 Gennaio 2020

**Leonardo Adessi
Director, Apeiron Management SpA
Docente a.c. Finanza aziendale Università Bocconi di Milano**

Proviamo a valutare una PMI

... L'approccio solito di un professionista quando deve valutare una PMI...



Proviamo a valutare una PMI

... L'approccio di un professionista quando di fronte a una PMI...



***Occorre ribaltare la prospettiva,
ovvero partire dai fondamentali e chiedersi...***

1

QUANDO UN'IMPRESA CREA VALORE?

2

**E DI CONSEGUENZA, QUANDO I PIANI
AZIENDALI SONO NECESSARI A FINI
VALUTATIVI?**

Un'impresa crea valore se...



**GENERA REDDITI OPERATIVI
POSITIVI?!**

**GENERA UTILE NETTO
POSITIVO?!**

PAGA DIVIDENDI?!

**GENERA REDDITI SUPERIORI
AL COSTO DEL DEBITO (GLI
INTERESSI)?!**

**NESSUNA DELLE
PRECEDENTI?!**

L'obiettivo ultimo della lezione e, più in generale, di un corso di valutazione: evitare di finire così...



Agenda

1

CONTABILITÀ E VALORE

2

IL RESIDUAL INCOME MODEL (RIM)

3

**I DRIVER DEL ROIC E
I PIANI AZIENDALI**

4

**I MODELLI DCF (EQUITY SIDE E ASSET SIDE) E IL RIM
– IL CASO CALZE SPAIN**

1

CONTABILITÀ E VALORE

Contabilità e Valore

In contabilità esistono due misure di valore:

- **PATRIMONIO NETTO**: Misura del valore CONTABILE per gli azionisti
- **CAPITALE INVESTITO**: Misura del valore CONTABILE per tutti gli stakeholder finanziari (shareholder e debtholder)

Cosa rappresenta il Capitale Investito

Il Capitale Investito Netto (nel gergo, “Invested Capital”, IC) rappresenta l’insieme delle attività operative (attivo fisso, CCN, Intangibili, Surplus asset) finanziate, a vario titolo, dagli stakeholder finanziari, ovvero azionisti e creditori

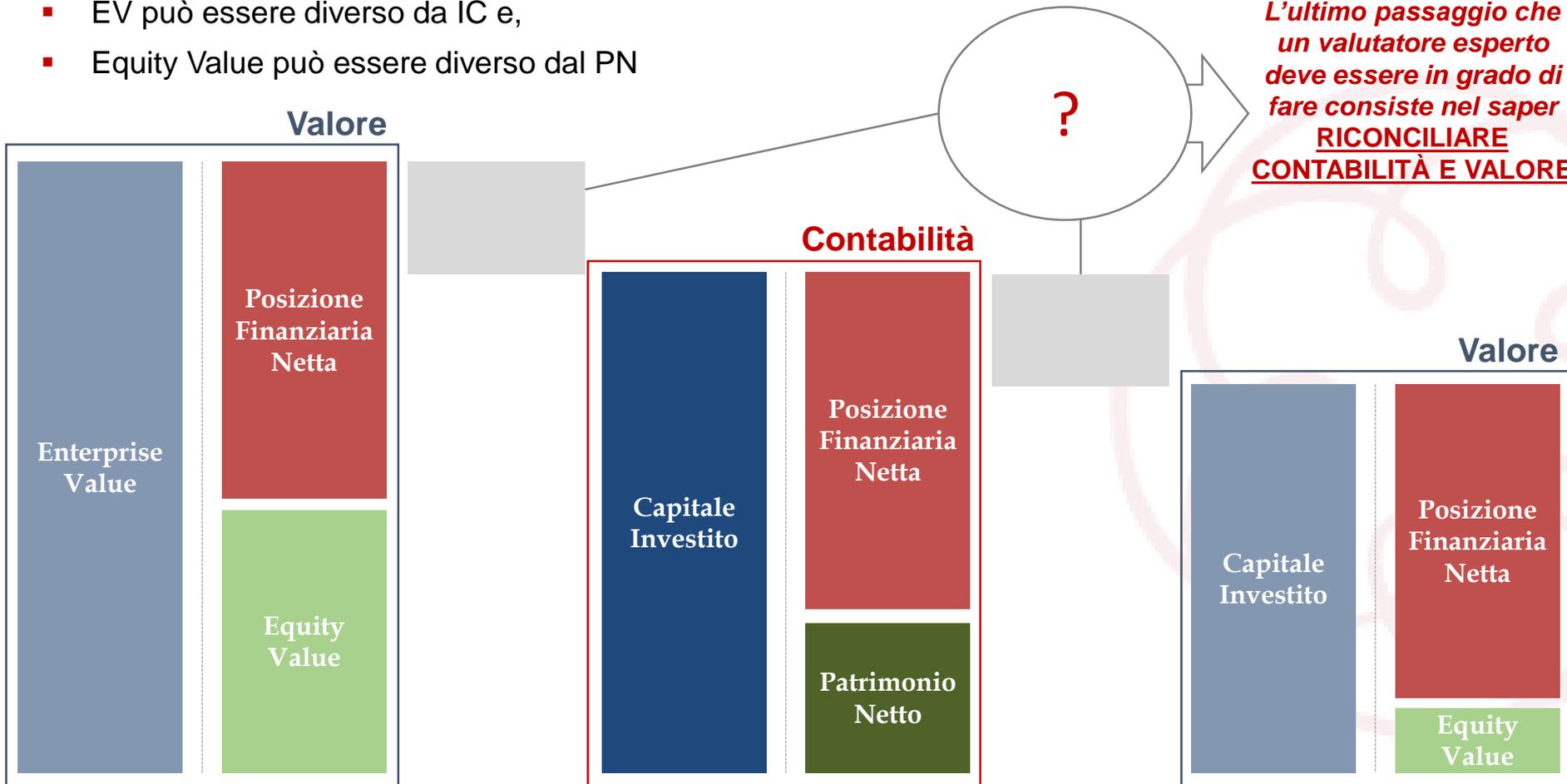


Il dilemma della riconciliazione

Esiste una differenza tra **contabilità** e **valore**, perché:

- EV può essere diverso da IC e,
- Equity Value può essere diverso dal PN

L'ultimo passaggio che un valutatore esperto deve essere in grado di fare consiste nel saper RICONCILIARE CONTABILITÀ E VALORE



Il dilemma della riconciliazione: da cosa dipende il multiplo EV / IC?

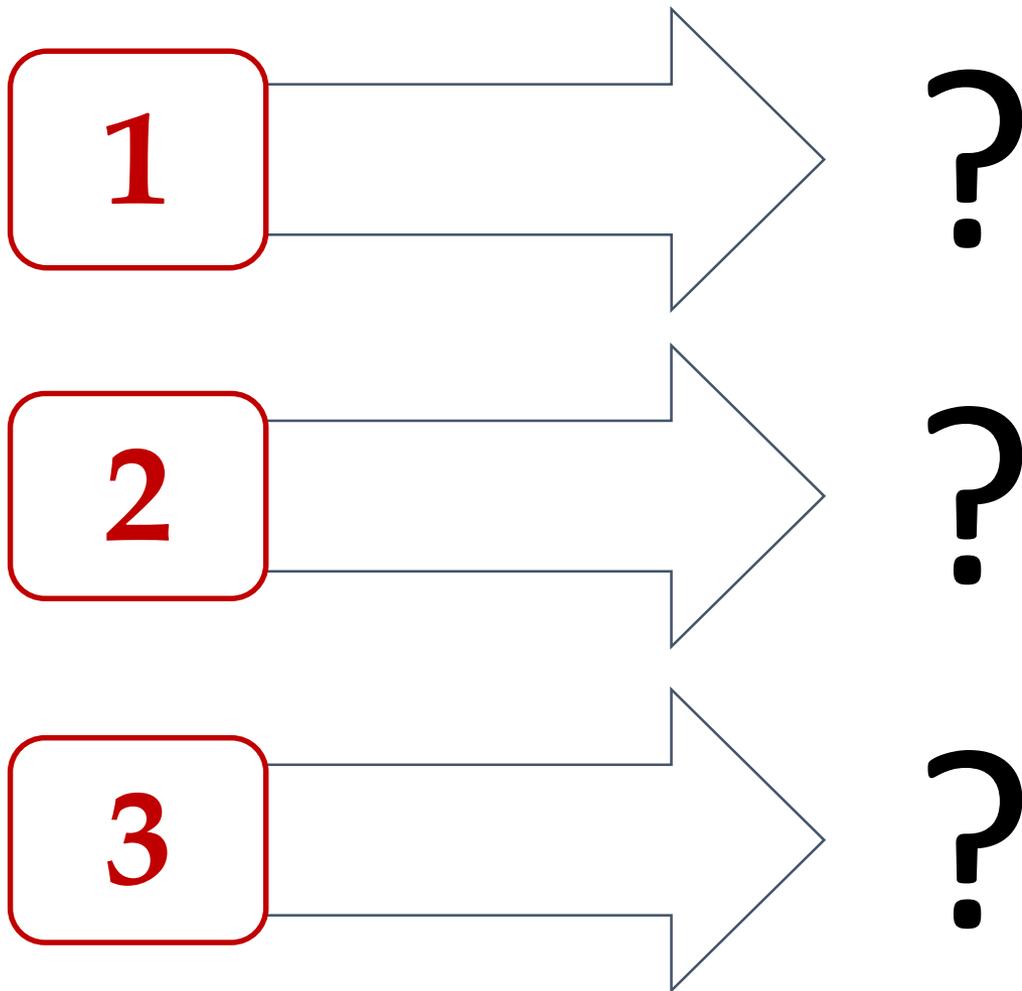
... L'ultimo passaggio che un valutatore esperto deve essere in grado di fare consiste nel saper riconciliare **CONTABILITÀ** e **VALORE**

Per far questo, torniamo ad analizzare i driver fondamentali dei multipli e chiediamoci:

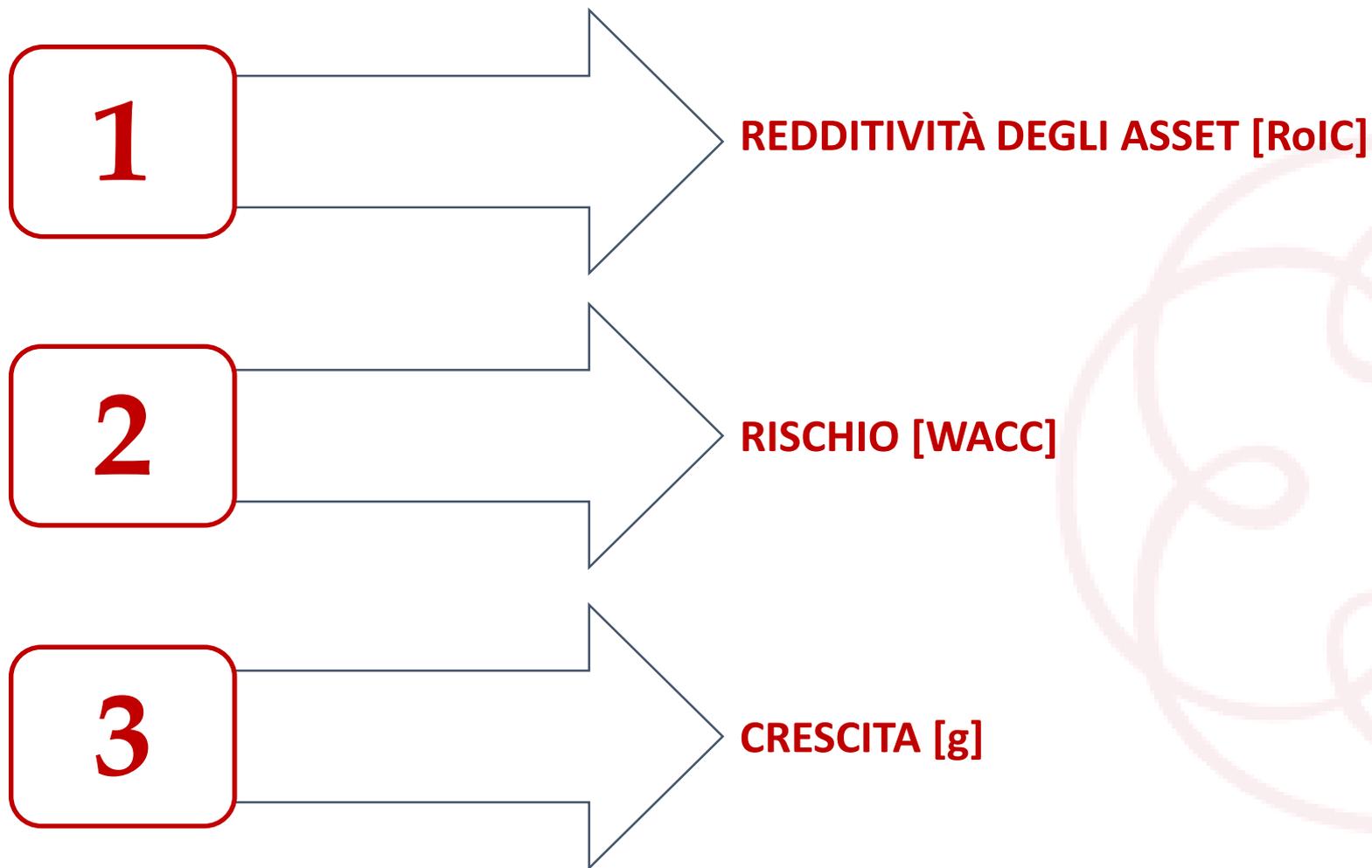
- Da cosa dipende il multiplo EV / IC?
- ... Ovvero, perché il multiplo può essere significativamente diverso da 1 (superiore o inferiore)?
- ... Ovvero, perché EV può essere strutturalmente diverso da IC?

Proviamo a rispondere insieme...

Da cosa dipende il multiplo EV / IC?



Da cosa dipende il multiplo EV / IC?



2

RESIDUAL INCOME MODEL

La risposta al dilemma della riconciliazione: il modello Residual Income (RIM)

Per comprendere la differenza tra Valore e Contabilità e, quindi, le determinanti del multiplo EV / IC, utilizziamo un modello che fonde la finanza e la contabilità:

IL MODELLO RESIDUAL INCOME (RIM)

- Il modello parte dal presupposto per cui, in un conto economico tradizionale,
 - Il **NOPAT** non considera la remunerazione degli stakeholder finanziari (creditori e azionisti), rispettivamente CoD (costo del capitale di debito) e CoE (Costo del capitale proprio)
 - L'**UTILE NETTO** considera il solo costo del capitale di debito (CoD) ma non il costo opportunità del capitale proprio (CoE).
- Il **Residual Income**, invece, considera la remunerazione sia del capitale di debito che del capitale proprio
 - Di conseguenza, un'impresa può avere un reddito netto positivo ma un *Residual income* negativo.



La formulazione del RIM

$$\begin{aligned} RI_t &= NOPAT_t - WACC \times IC_{t-1} = ROIC_t \times IC_{t-1} - WACC \times IC_{t-1} \\ &= IC_{t-1} \times (ROIC_t - WACC) \end{aligned}$$

Il RIM stima l'Enterprise Value come somma di due componenti:

- valore contabile del capital investito (IC)
- valore attuale (*present value*) di tutti i futuri *Residual Income* periodali

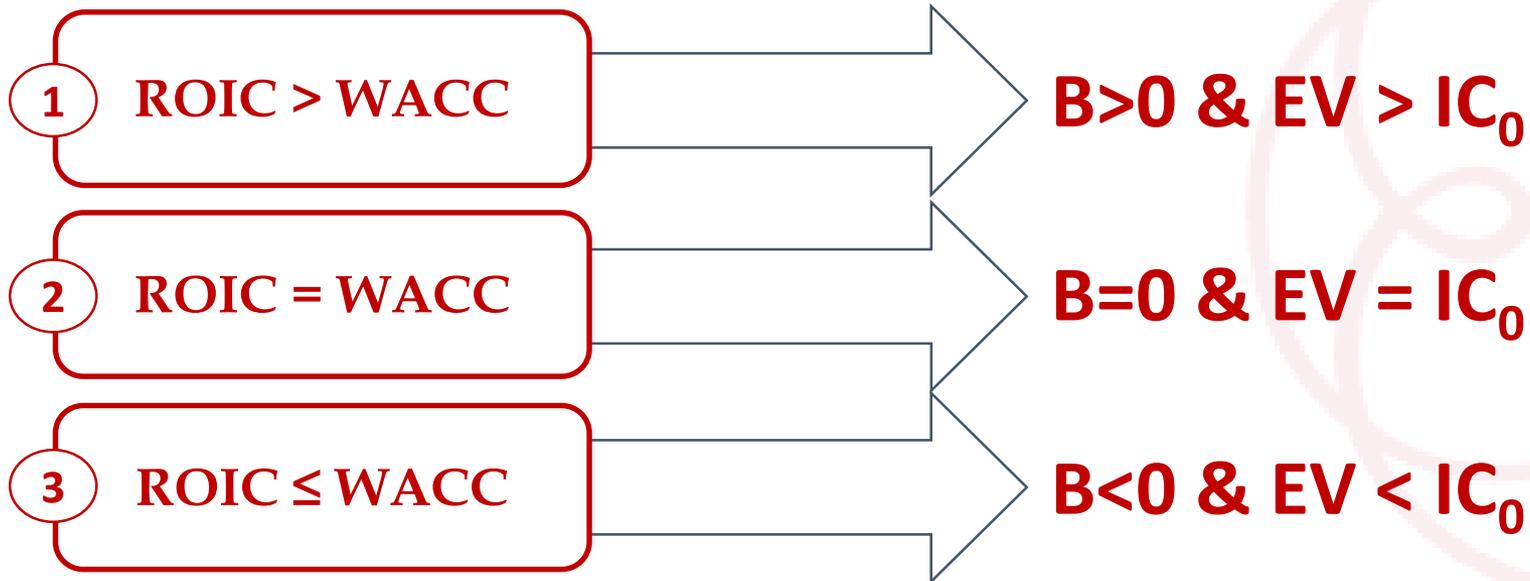
$$EV = IC_0 + \sum_{t=1}^n \frac{RI_t}{(1 + WACC)^t} = IC_0 + \sum_{t=1}^n \frac{IC_{t-1} \times (ROIC_t - WACC)}{(1 + WACC)^t}$$

1

QUANDO UN'IMPRESA CREA VALORE?

Il dilemma della riconciliazione

$$EV = IC_0 + \sum_{t=1}^n \frac{RI_t}{(1+WACC)^t} = \underbrace{IC_0}_{\text{A}} + \underbrace{\sum_{t=1}^n \frac{IC_{t-1} \times (ROIC_t - WACC)}{(1+WACC)^t}}_{\text{B}}$$



LA DIFFERENZA TRA CONTABILITA' E VALORE DIPENDE DAL "RoIC spread"

Focus sulle aziende virtuose ¹:
Per quanto tempo RoIC sarà superiore al WACC?

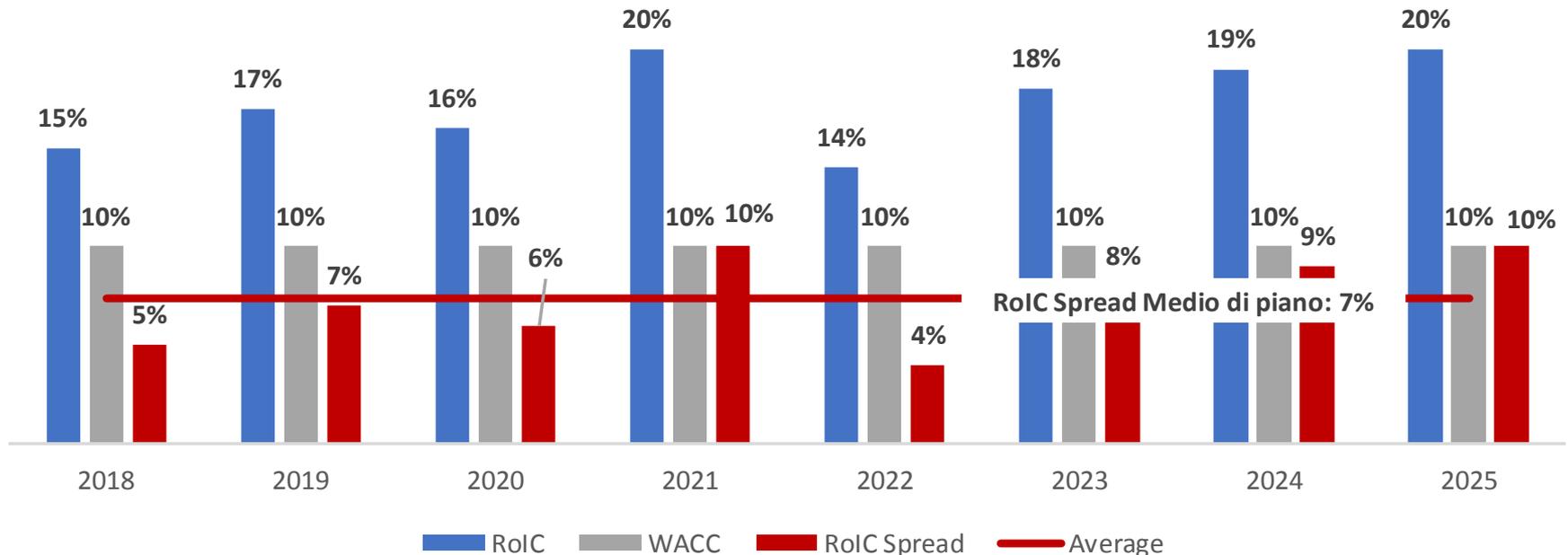
Supponendo che l'azienda oggetto di valutazione nell'ultimo anno abbia generato un ROIC superiore al WACC, **per quanto tempo questa condizione potrà essere rispettata?**

In altri termini, **è possibile che il RoIC spread rimanga positivo per sempre?**

RoIC Spread prospettico sempre positivo

Da un punto di vista **strategico**, un RoIC spread positivo nel tempo:

- costituisce la dimostrazione quantitativa di un **VANTAGGIO COMPETITIVO SOSTENIBILE NEL TEMPO**
- Implica la **CAPACITÀ DELL'IMPRESA DI REALIZZARE NUOVI INVESTIMENTI PROSPETTICI CON ELEVATA REDDITIVITÀ, SEMPRE SUPERIORE AL COSTO DEL CAPITALE**



SI

RoIC Spread prospettico sempre positivo

Quante imprese ricadono in questa condizione? I casi degli oligopolisti USA



Life e Zero non convincono, Coca Cola offre un milione per un nuovo dolcificante

Coca Cola indice un contest per trovare un dolcificante naturale e ipocalorico, nel frattempo rivoluziona la propria offerta di bevande



Per Apple primo calo annuale per ricavi e utili dal 2001

28 ottobre 2016

amazon

Per Amazon profitti in calo del 77 per cento

—di Marco Valsania 27 luglio 2017



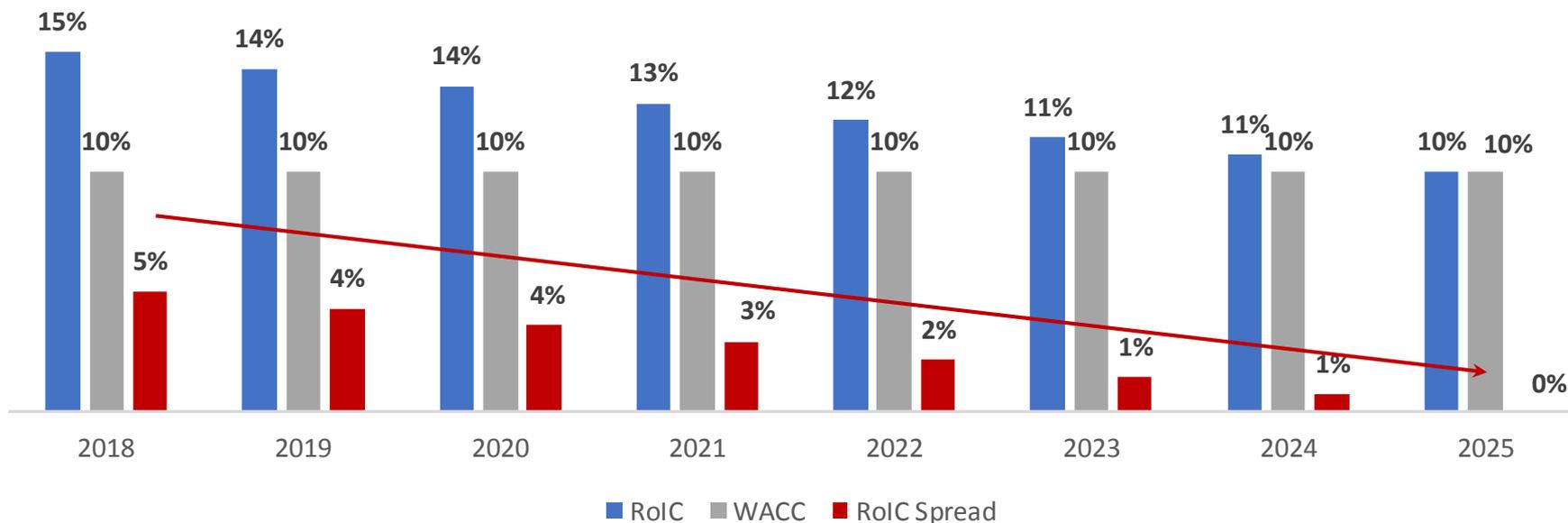
TESLA



NO *RoIC Spread prospettico positivo ma tendente a zero*

Da un punto di vista **strategico**, un RoIC spread positivo alla data di valutazione ma che tende al WACC nel lungo termine:

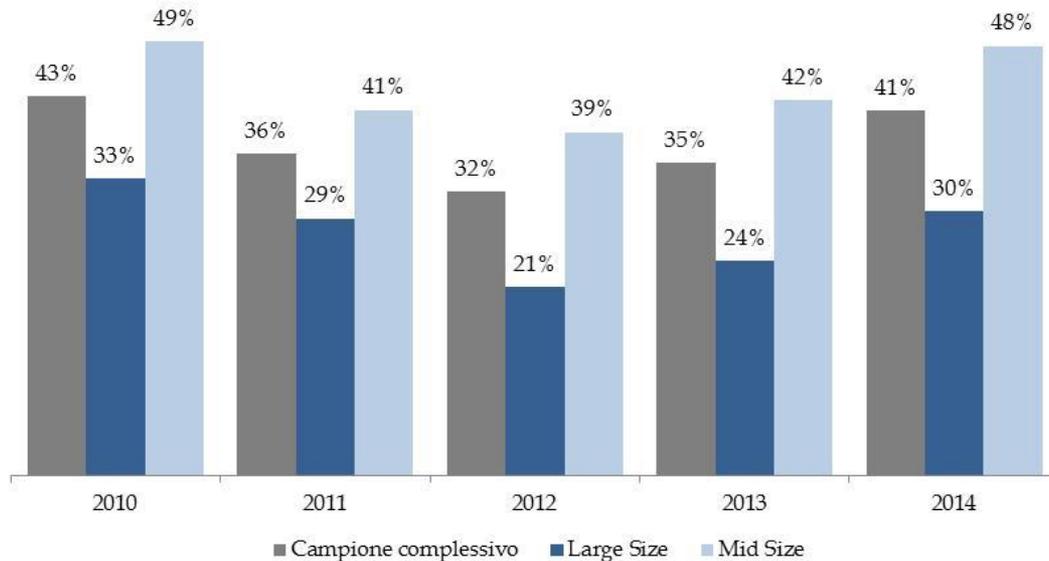
- Costituisce la dimostrazione di un **VANTAGGIO COMPETITIVO NON SOSTENIBILE NEL TEMPO**, ovvero che si esaurisce per effetto di eventi esogeni come la competizione, l'evoluzione tecnologica, la modifica strutturale dei bisogni
- Implica la **MANCATA CAPACITÀ DELL'IMPRESA DI REALIZZARE NUOVI INVESTIMENTI CON ELEVATA REDDITIVITÀ**, ovvero con $RoIC > WACC$



Focus sulle aziende **NON** virtuose **3** : Il caso delle aziende italiane



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%

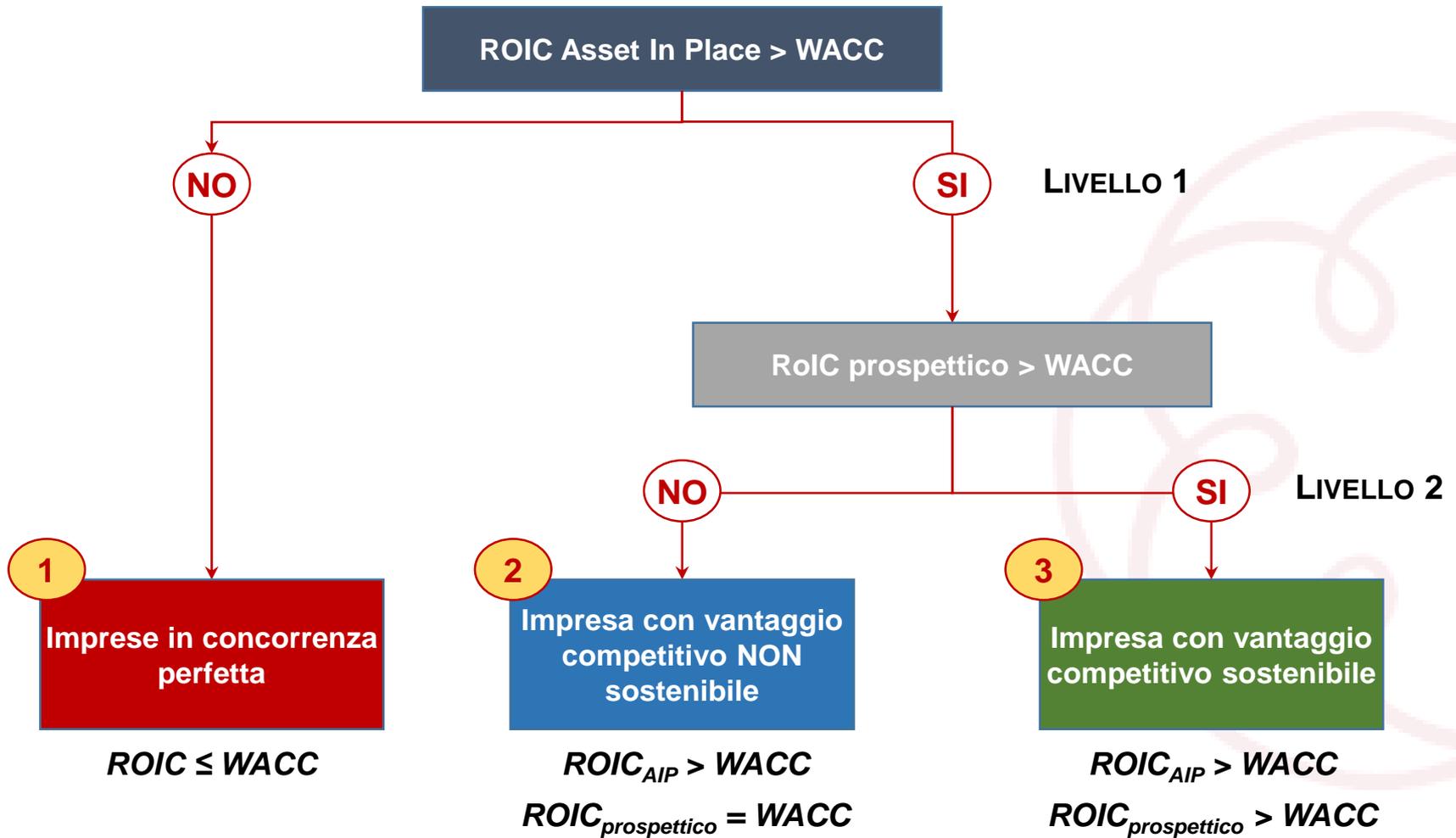
(*) Redditi residuali calcolati come differenza tra i NOPAT delle società del campione e il prodotto tra i) il WACC e ii) il Capitale Investito Netto. *Large Size*: società con ricavi superiori a 2 miliardi di Euro. *Mid Size*: società con ricavi compresi tra 500 milioni e 2 miliardi di Euro. Fonte: AIDA, Factset

Nel periodo 2010-2014 in media solo il 37% delle imprese del campione è stato in grado di generare redditi residuali positivi!

La stessa analisi è stata condotta:

- al 31.12.2015, 31.12.2016 e 31.12.2017 la percentuale di imprese “virtuose” è risultata in media pari al 35% (analisi non riportata per via della disomogeneità del campione utilizzato)

Il mondo delle imprese in tre cluster



Il modello RIM per le tre imprese

Imprese in concorrenza perfetta

$$ROIC = WACC$$

$$EV = IC_0 + \sum_{t=1}^n \frac{IC_{t-1} \times (WACC - WACC)}{(1 + WACC)^t} = IC_0$$

Impresa con vantaggio competitivo NON sostenibile

$$ROIC_{AIP} > WACC$$

$$RoIC_3 = WACC$$

$$EV = IC_0 + \frac{RI_1}{(1 + WACC)} + \frac{RI_2}{(1 + WACC)^2}$$

Impresa con vantaggio competitivo sostenibile

$$ROIC_{AIP} > WACC$$

$$RoIC_{prospettico} > WACC$$

$$EV = IC_0 + \frac{RI_1}{WACC - g}$$

Solo in quest'ultima formulazione esiste un TV!

2

**QUANDO I PIANI AZIENDALI SONO NECESSARI
A FINI VALUTATIVI?**

Le **DUE** domande preliminari che un valutatore deve **SEMPRE** porre al management

Per valutare la necessità di predisporre piani aziendali a fini valutativi, occorre porre al management due domande:

1

La società ha specifici vantaggi competitivi (*if any*) che le permettono di realizzare una redditività (RoIC) elevata?

NELLA TESTA DEL VALUTATORE

RoIC > WACC?

2

(Se la risposta al punto 1 è affermativa) il vantaggio competitivo è strutturalmente sostenibile nel tempo?

RoIC prospettico > WACC?

Nella maggior parte dei casi:

- risposta a 1 è **NO**
- Se risposta a 1 è sì, risposta a 2 è **NO**

Per le imprese appartenenti ai cluster 1 e 2, l'utilizzo di modelli DCF basati sull'utilizzo di complessi piani aziendali non sempre è necessario e rischia di essere addirittura dannoso, perché può condurre a indebite sopravvalutazioni dei flussi di cassa prospettici e, quindi, della redditività

Cosa vi ricorda questa formulazione?

$$EV = IC_0 + \sum_{t=1}^n \frac{RI_t}{(1 + WACC)^t} = IC_0 + \sum_{t=1}^n \frac{IC_{t-1} \times (ROIC_t - WACC)}{(1 + WACC)^t}$$

... Il modello misto Reddituale-Patrimoniale

Come mai fino a qualche anno fa si usava così tanto il modello misto in cui il valore è dato dalla somma tra:

- IL CAPITALE INVESTITO (O IL PATRIMONIO NETTO) E
- LA SOMMA DEI PRIMI TRE-CINQUE ANNI DI REDDITI



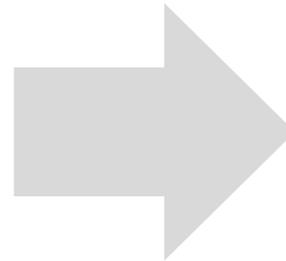
Per concludere, torniamo ai multipli EV / IC

$$EV = IC_0 + \frac{RI_1}{WACC-g} = IC_0 + \frac{IC_0 \times (ROIC_1 - WACC)}{WACC-g}$$

$$\frac{EV}{IC_0} = \frac{IC_0}{IC_0} + \frac{IC_0 \times (ROIC_1 - WACC)}{IC_0 \times (WACC - g)}$$

$$\frac{EV}{IC_0} = 1 + \frac{(ROIC_1 - WACC)}{(WACC - g)}$$

$$\frac{EV}{IC_0} = \frac{(ROIC_1 - g)}{(WACC - g)}$$



Il multiplo EV / IC è funzione de:

- LA REDDITIVITÀ OPERATIVA (RoIC)
- IL COSTO DEL CAPITALE (WACC)
- LA CRESCITA (g)

Assumendo $g = 0$, da cosa dipende il multiplo?

$$\frac{EV}{IC_0} = \frac{ROIC_1}{WACC}$$

Dal RoIC Spread!

1

Imprese in concorrenza perfetta

$$EV / IC = 1$$

2

Impresa con vantaggio competitivo NON sostenibile

$$EV / IC > 1$$

3

Impresa con vantaggio competitivo sostenibile

$$EV / IC \gg 1$$

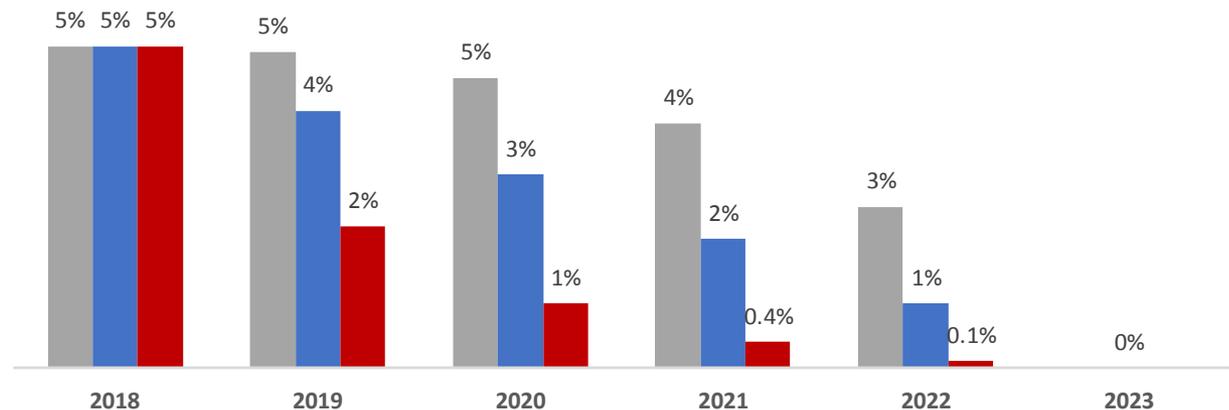
Perché il residual income è così utile?

Se escludiamo le aziende con vantaggi competitivi sostenibili (cluster 3), in tutti gli altri casi **NON servono complesse elaborazioni prospettiche (piani industriali e stime) e, al contrario, basta:**

- **Calcolare la redditività della società target sugli ultimi 3-5 anni** in modo da comprendere una misura di redditività “*normalised*”
- Confrontare tale redditività con il **Costo del Capitale**
- Capire (con il supporto del management) **in quanto tempo Redditività e costo del capitale possono riallinearsi e individuare un trend di fading (lineare o esponenziale)**

La convergenza della redditività al costo del capitale viene stimata dal valutatore attraverso un fading period avente:

- **Durata variabile** nel tempo
- **Andamento di tre tipi:**
 - Lineare
 - Ritardato
 - Anticipato



Come effettuare una valutazione secondo la metodologia *Residual Income*, un metodo **Quick & Dirty**

Per tutte le imprese con redditività allineata al costo del capitale, il valore calcolato secondo metodologia RIM (asset side) non può che essere allineato al valore contabile (Invested Capital)

L'unico contesto in cui è chiesto uno sforzo valutativo riguarda le imprese con redditività (**RoIC**) superiore al costo del capitale (**WACC**), alla data della valutazione

In questi casi è possibile adottare un duplice approccio:

- 1. APPROCCIO ANALITICO**, che consiste ne: i) l'individuazione analitica di un trend della redditività di lungo periodo e ii) confronto con il costo del capitale (**RIM analitico**) – l'approccio richiede uno sforzo del tutto simile al DCF
- 2. APPROCCIO SINTETICO**, che prevede l'individuazione sintetica di un trend di allineamento della redditività al costo del capitale. Nell'applicazione di tale metodologia, si seguono le seguenti 4 fasi:
 - 1. Assunzione di un Invested Capital costante** (assumendo che gli investimenti siano esclusivamente "di mantenimento" **[COSA SIGNIFICA QUESTO IN TERMINI VALUTATIVI?]**)
 - 2. Individuazione di un fading period**, ovvero di un periodo **[0; T]** di riallineamento del RoIC al WACC
 - 3. Calcolo puntuale dei Residual Income nel periodo [0; T]** come prodotto tra il RoIC spread calcolato nel punto 2 e il Capitale investito nel periodo T-1
 - 4. Calcolo del Valore come somma** tra l'Invested Capital alla data della valutazione e i residual income (in valore attuale) calcolati al punto 3

3

I DRIVER DEL RoIC E I PIANI AZIENDALI

L'errore tipico dell'applicazione di una metodologia DCF

Solitamente le valutazioni basate su metodologie DCF sopravvalutano il valore d'azienda a causa della sovrastima dei flussi di cassa.

Tale errore di sovrastima a sua volta dipende dalla sovrastima di una delle componenti del RoIC, ovvero:

- **SOVRASTIMA DELLA MARGINALITÀ** (EBITDA Margin, EBIT Margin, NOPAT Margin) prospettica;
- Sovrastima dell'indice di asset turnover, a causa di una **SOTTOSTIMA DEGLI INVESTIMENTI PROSPETTICI**

È quindi importante comprendere appieno l'evoluzione delle determinanti del RoIC:

- **Nella STORIA** (ultimi 5-10 anni disponibili)
- **Nel piano** sulla base del quale si basa una valutazione DCF

I tre sanity check sui Piani per evitare errori

SANITY CHECK SUGLI INPUT

- ① Controllo dell'**evoluzione dello spread RoIC – WACC nel tempo** (storia e prospettico)
 - Il RoIC Spread prospettico è corente rispetto alla storia e alle prospettive dell'azienda?
- ② **Analisi delle determinanti del RoIC di piano** (Marginalità e Rotazione): da cosa dipende lo scostamento di redditività di piano? Riesco a giustificare tale scostamento?

SANITY CHECK SUGLI OUTPUT [Trasversale a 1 e 2]

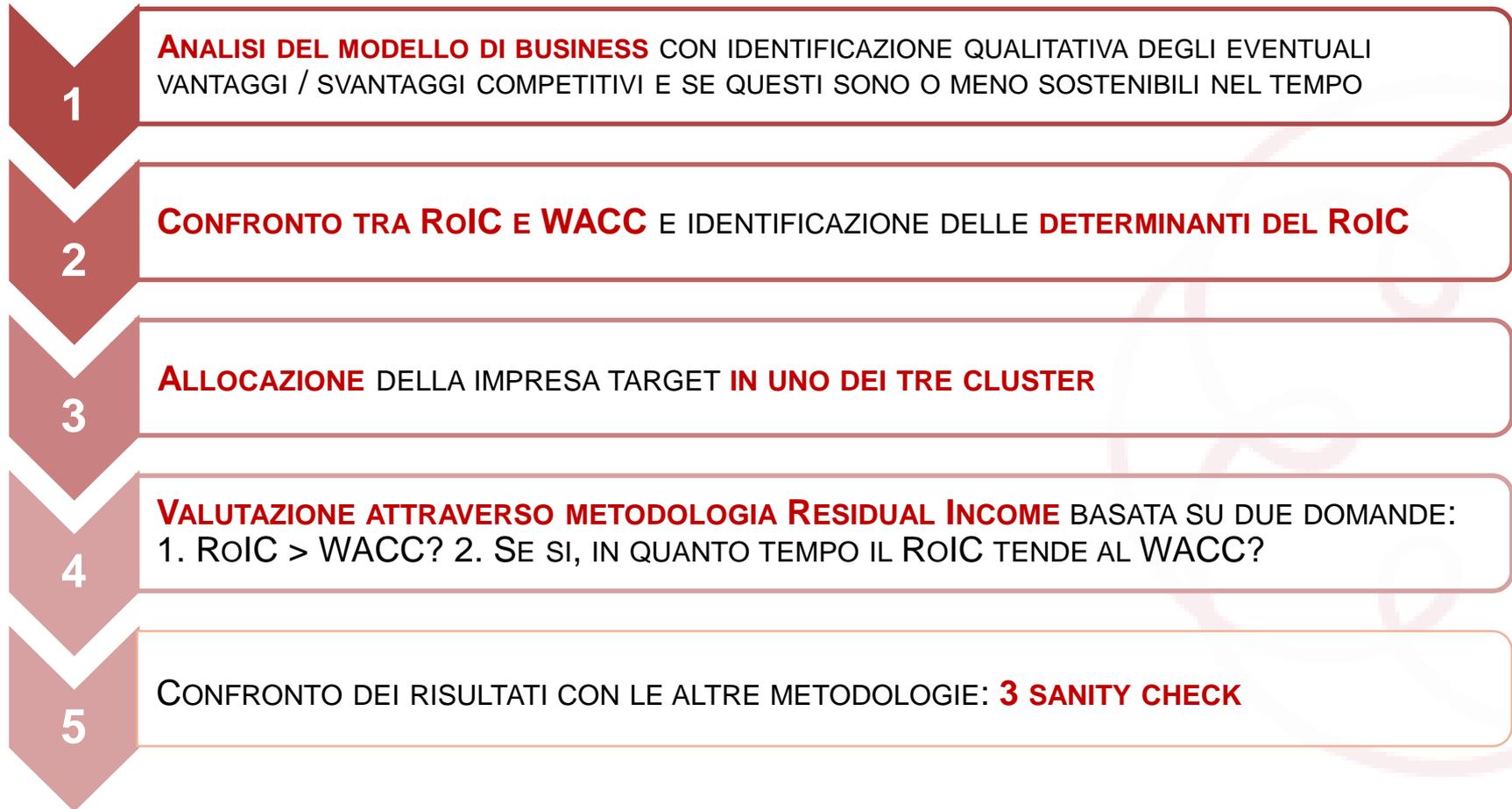
- ③ **Confronto degli output valutativi delle diverse metodologie**
 - a. Calcolo del valore tramite un modello Residual Income (**shadow model**) in cui si fa tendere il RoIC al WACC in un dato periodo di tempo,
 - b. Confronto i risultati ottenuti con la metodologie a. con i risultati ottenuti tramite altre metodologie (e.g. DCF, multipli)

SE I TRE CHECK OFFRONO RISULTATI NON SODDISFACENTI, I PIANI AZIENDALI ALLA BASE DELLA VALUTAZIONE NON SONO AFFIDABILI E DEVONO ESSERE OPPORTUNAMENTE RETTIFICATI

Implicazioni contabili...

Cosa rappresenta secondo voi il valore attuale dei residual income?

In sintesi, una valutazione in 5 step



4

I MODELLI DCF (EQUITY SIDE E ASSET SIDE) E IL RIM – IL CASO DI CALZE SPAIN

Il caso

L'impresa "Calze Spain" rappresenta un player di riferimento per il mercato spagnolo "Underwear" che gli azionisti hanno posto in vendita nel 2017

Il fondo d'investimento "FinanceCorp" sta attualmente valutando l'acquisizione di "Calze Spain" e, nel contesto del deal:

- sta effettuando attività di due diligence sugli attivi della società e,
- deve decidere a che Prezzo è disposto ad acquisirne il controllo

Nel contesto della due diligence, sono stati forniti a FinanceCorp i dati gestionali di Conto Economico, Stato Patrimoniale e Rendiconto Finanziario relativi a:

- Gli ultimi 4 esercizi *actual*
- Un piano industriale quinquennale redatto da un primario *advisor* strategico

Conto Economico e Rendiconto Finanziario 2014-2022

(Ammontari in Euro)

Conto Economico	2014A	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
Ricavi	38.3	42.2	45.6	49.1	52.5	55.1	57.9	60.8	63.8
%YoY		10%	8%	7.5%	7.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
EBITDA	11.9	12.7	11.9	11.8	13.7	14.3	15.0	15.8	16.6
<i>EBITDA Margin</i>	<i>31%</i>	<i>30%</i>	<i>26%</i>	<i>24%</i>	<i>26.0%</i>	<i>26.0%</i>	<i>26.0%</i>	<i>26.0%</i>	<i>26.0%</i>
D&A	-1.92	-2.11	-2.28	-2.94	-2.10	-2.21	-2.32	-2.43	-2.55
EBIT	10.0	10.5	9.6	8.8	11.6	12.1	12.7	13.4	14.0
<i>EBIT Margin</i>	<i>26%</i>	<i>25%</i>	<i>21%</i>	<i>18%</i>	<i>22%</i>	<i>22%</i>	<i>22%</i>	<i>22%</i>	<i>22%</i>
Interessi	0.3	0.1	0.0	-0.1	-0.2	-0.2	-0.2	-0.1	-0.1
Pre-tax Profit	10.2	10.7	9.6	8.7	11.3	11.9	12.6	13.3	14.0
Tax	-3.1	-3.2	-2.9	-2.6	-3.4	-3.6	-3.8	-4.0	-4.2
Utile Netto	7.2	7.5	6.7	6.1	7.9	8.4	8.8	9.3	9.8
Dividendi	5.0	5.2	4.7	4.3	5.5	5.8	6.2	6.5	6.8
<i>Retained profits</i>	<i>2.1</i>	<i>2.2</i>	<i>2.0</i>	<i>1.8</i>	<i>2.4</i>	<i>2.5</i>	<i>2.6</i>	<i>2.8</i>	<i>2.9</i>

(Ammontari in Euro)

Rendiconto Finanziario	2014A	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
EBITDA	11.9	12.7	11.9	11.8	13.7	14.3	15.0	15.8	16.6
Tax su EBIT	-3.0	-3.2	-2.9	-2.6	-3.5	-3.6	-3.8	-4.0	-4.2
Capex	-8.6	-8.3	-7.9	-7.8	-2.8	-3.2	-3.5	-3.5	-3.5
Delta CCN	-0.5	-0.3	-0.6	-0.2	-0.1	-0.1	-0.1	-0.2	-0.2
FCFF	-0.2	0.9	0.5	1.1	7.3	7.4	7.6	8.1	8.7
Interessi (post tax)	0.2	0.1	0.0	-0.1	-0.2	-0.1	-0.1	-0.1	0.0
Rimborso netto di debiti finanziari	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
FCFE	0.0	1.0	0.5	1.0	7.1	7.2	7.5	8.1	8.7
Dividendi	-5.0	-5.2	-4.7	-4.3	-5.5	-5.8	-6.2	-6.5	-6.8
Delta Cassa	-5.0	-4.3	-4.2	-3.2	1.5	1.4	1.3	1.6	1.8

Stato patrimoniale 2014-2022

(Ammontari in Euro)

Stato Patrimoniale	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
Attivo fisso	4.6	11.3	17.5	23.1	28.0	28.7	29.7	30.9	31.9	32.9
CCN	4.1	4.6	4.9	5.5	5.7	5.8	6.0	6.1	6.2	6.4
Invested Capital	8.7	15.9	22.4	28.6	33.7	34.5	35.6	37.0	38.2	39.3
Posizione Finanziaria Netta	-8.7	-3.6	0.6	4.8	8.0	6.5	5.1	3.8	2.2	0.4
<i>Debiti finanziari</i>	9.6	9.6	9.6	9.6	9.6	9.6	9.6	9.6	9.6	9.6
<i>Cassa</i>	-18.3	-13.2	-9.0	-4.8	-1.6	-3.1	-4.5	-5.8	-7.4	-9.2
Patrimonio netto	17.4	19.6	21.8	23.8	25.7	28.0	30.5	33.2	36.0	38.9
Totale Passività	8.7	15.9	22.4	28.6	33.7	34.5	35.6	37.0	38.2	39.3

Assumendo che dall'anno 2023 in poi la redditività di Calze Spain (RoIC e RoE) sia allineata al costo del capitale (WACC e CoE, rispettivamente), calcoliamo il valore dell'Equity di Calze Spain, utilizzando le seguenti ipotesi relativamente al costo del capitale:

- WACC: **7.25%**
- CoE: **11.00%**

sulla base delle seguenti metodologie:

- DCF Asset Side**
- DCF Equity Side**
- Residual Income Model**

DCF Asset Side

(Ammontari in Euro)

Valutazione DCF Asset side	2017A	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
FCFF		7.3	7.4	7.6	8.1	8.7
Discount factor		93.2%	86.9%	81.1%	75.6%	70.5%
VA(FCFF)		6.8	6.4	6.2	6.2	6.2
ΣPV(FCFF)	31.6					
Terminal Value - 2 modi per calcolarlo						
1) TV = IC	39.3					
2) Steady state assumption - NOPAT / WACC						
NOPAT = WACC * IC ₂₀₂₂	2.8					
TV	39.3					
PV (TV)	27.7					
EV	59.3					
PFN 2017	8.0					
Equity Value	51.3					
<i>EV / IC implicito</i>	<i>1.76x</i>					
<i>Implied steady state RoIC</i>	<i>12.8%</i>					

DCF Equity Side

(Ammontari in Euro)

Valutazione DCF Equity side	2017A	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
FCFE		7.1	7.2	7.5	8.1	8.7
Discount factor		90.1%	81.2%	73.1%	65.9%	59.3%
VA(FCFF)		6.4	5.9	5.5	5.3	5.2
ΣPV(FCFF)	28.2					
Terminal Value - 2 modi per calcolarlo						
1) TV = PN	38.9					
2) Steady state assumption - NOPAT / WACC						
Utile Netto = CoE * PN ₂₀₂₂	4.3					
TV	38.9					
PV (TV)	23.1					
Equity Value	51.3					
PFN 2017	8.0					
Enterprise Value	59.3					
<i>EV / IC implicito</i>	<i>1.76x</i>					
<i>Implied steady state RoIC</i>	<i>12.8%</i>					

Residual Income Model

(Ammontari in Euro)

Valutazione RIM	2017A	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
NOPAT		8.1	8.5	8.9	9.4	9.8
WACC * IC _{t-1}		2.4	2.5	2.6	2.7	2.8
Residual Income (RI)		5.6	6.0	6.3	6.7	7.1
Discount factor		93.2%	86.9%	81.1%	75.6%	70.5%
VA(RI)		5.3	5.2	5.1	5.0	5.0
ΣPV(RI)	25.6					
EV = IC₀ + ΣRI	59.3					
PFN 2017	8.0					
Equity Value	51.3					
<i>EV / IC implicito</i>	<i>1.76x</i>					
<i>Implied steady state RoIC</i>	<i>12.8%</i>					

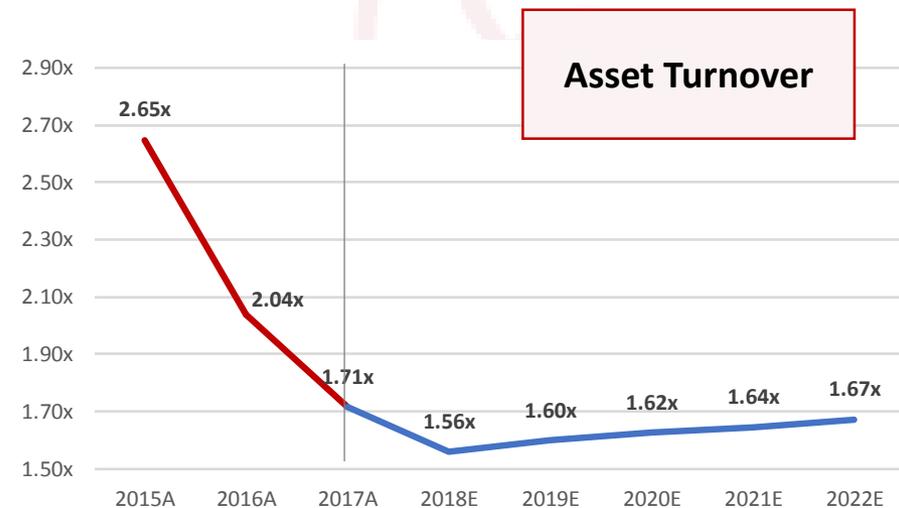
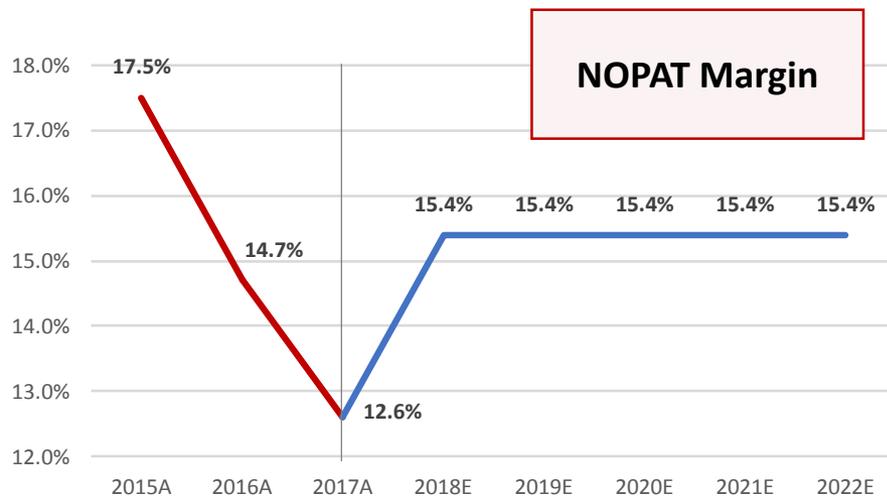
1. Effettuiamo tre sanity check dei dati di piano, ovvero:
 - a) **[SC su INPUT]** Calcolare lo spread RoIC WACC per il periodo 2014-2022
 - b) **[SC su INPUT]** Scomporre il RoIC nelle sue determinanti
 - c) **[SC su OUTPUT]** Ricalcolare il valore di Calze Spain sulla base di un modello RIM sintetico

2. Qual è il RoIC medio implicito costante per la vita di Calze Spain delle valutazioni di cui sopra?

Sanity Check sugli input dei dati di piano (a e b)

Check n.1: RoIC - WACC	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
RoIC	46.3%	29.9%	21.6%	24.0%	24.6%	25.0%	25.3%	25.7%
WACC	7.2%	7.2%	7.2%	7.2%	7.2%	7.2%	7.2%	7.2%
RoIC - WACC Spread	39.1%	22.7%	14.3%	16.7%	17.3%	17.8%	18.1%	18.5%

Check n.2: PRAT Formula	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
EBITDA Margin	30.0%	26.0%	24.0%	26.0%	26.0%	26.0%	26.0%	26.0%
NOPAT Margin	17.5%	14.7%	12.6%	15.4%	15.4%	15.4%	15.4%	15.4%
Asset Turnover	2.65x	2.04x	1.71x	1.56x	1.60x	1.62x	1.64x	1.67x
RoIC	46.3%	29.9%	21.6%	24.0%	24.6%	25.0%	25.3%	25.7%



Sanity Check dati di piano sugli output

c) Residual Income Sintetico

Check n.3 - RI sintetico	2017A	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
RoIC	21.6%	19.2%	16.8%	14.4%	12.0%	9.6%
WACC	7.2%	7.2%	7.2%	7.2%	7.2%	7.2%
RoIC - WACC	14.3%	11.9%	9.6%	7.2%	4.8%	2.4%
IC	33.7	33.7	33.7	33.7	33.7	33.7
RI		4.0	3.2	2.4	1.6	0.8
Discount factor		0.9	0.9	0.8	0.8	0.7
VA(RI)		3.8	2.8	2.0	1.2	0.6
$\Sigma PV(RI)$	10.30					
EV = IC₀ + ΣRI	43.99					
PFN 2017	8.0					
Equity Value	35.9					
<i>EV / IC implicito</i>	<i>1.31x</i>					
<i>Implied steady state RoIC</i>	<i>9.5%</i>					

Censimento dei multipli di transazione di settore...

Transazione	EV	IC	EV / IC
#1	2.6	3.3	1.25x
#2	16.5	18.3	1.11x
#3	17.7	37.2	2.10x
#4	26.3	25.6	0.97x
#5	31.4	23.6	0.75x
#6	74.3	114.5	1.54x
#7	81.6	164.0	2.01x
#8	110.8	85.3	0.77x
#9	115.8	106.5	0.92x
#10	129.1	144.6	1.12x
#11	201.6	199.6	0.99x
#12	218.9	365.5	1.67x
#13	581.6	540.9	0.93x
#14	599.6	707.6	1.18x
#15	629.6	510.0	0.81x
#16	669.8	1,701.2	2.54x
#17	1,011.2	1,223.6	1.21x
Media			1.29x
Mediana			1.12x

In chiusura, i concetti chiave da “portare a casa”

- ① Da cosa dipende, in ultima istanza, la differenza tra **contabilità e valore**?
- ② Seguendo un approccio puramente finanziario, **in quanti cluster è possibile suddividere il mondo delle imprese**? Quando sono necessari i piani aziendali?
- ③ Quali sono le **2 domande da porre al management** / se stessi con riferimento all'impresa target?
- ④ Come fareste una valutazione sulla base di un modello **Residual Income sintetico**?
- ⑤ Quali sono i **driver della redditività**?
- ⑥ Quali sono i **tre check di piano** che un valutatore deve sempre svolgere in via preventiva (rispetto alla mera valutazione)?



Grazie per l'attenzione!

Per dubbi e approfondimenti:

leonardo.adesi@apeironmgmt.com

leonardo.adesi@unibocconi.it