



SAF
SCUOLA DI ALTA FORMAZIONE
DELL'EMILIA ROMAGNA



ORDINE
dei DOTTORI COMMERCIALISTI
e degli ESPERTI CONTABILI
FORLÌ

WEBINAR

Finanza e valutazione d'azienda. Strumenti e strategie per la consulenza alle PMI

20 marzo 2025

La valutazione in contesti straordinari

Leonardo Adessi, Docente a contratto di Valutazione
d'azienda Università Bocconi di Milano, Partner Nextalia
SGR



SCUOLE DI ALTA
FORMAZIONE
CNDCEC

Questo materiale può essere usato esclusivamente per finalità di carattere personale. La proprietà intellettuale del presente materiale, che ha finalità esclusivamente didattiche, tutti i diritti economici, di utilizzo e commercializzazione, anche mediante la pubblicazione sul web e l'eventuale stampa, sono riservati in esclusiva alla Scuola di Alta Formazione.

E' fatto espressamente divieto di utilizzare il materiale (rivendendolo, riproducendolo, citandolo, diffondendolo, mettendolo a disposizione del pubblico e di terzi in genere) senza la preventiva autorizzazione di SAF, a pena di risarcimento di tutti i danni subiti e subendi da quest'ultima in conseguenza della violazione commessa.

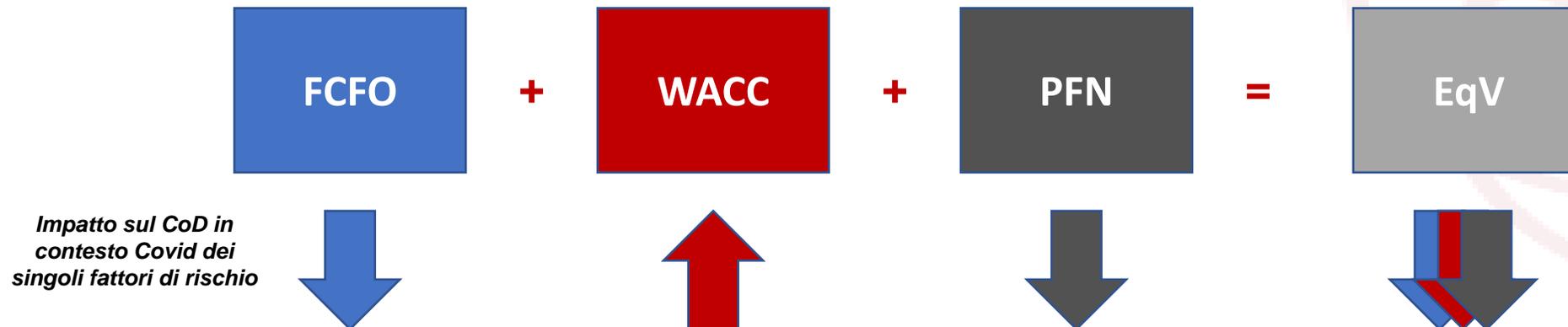
L'elaborazione dei contenuti è curata con scrupolosa attenzione, tuttavia gli autori e la SAF non si assumono alcuna responsabilità per danni diretti e indiretti derivanti da un uso improprio dei materiali

In un contesto di mercato negativo, l'**orientamento** dei professionisti esperti dovrebbe portare alla prudenza

In conseguenza di questa prudenza, i valori dovrebbero contrarsi.
Tornando alla formula:

$$EV = \sum_{t=1}^n \frac{FCFO_t}{(1 + WACC)^t} + \frac{FCFO_{norm}}{(1 + WACC)^n \times (WACC - g)}$$

$$EqV = EV - PFN$$



Tutti i fondamentali fanno pensare a una contrazione del valore

Come gestire la valutazione in un contesto straordinario?

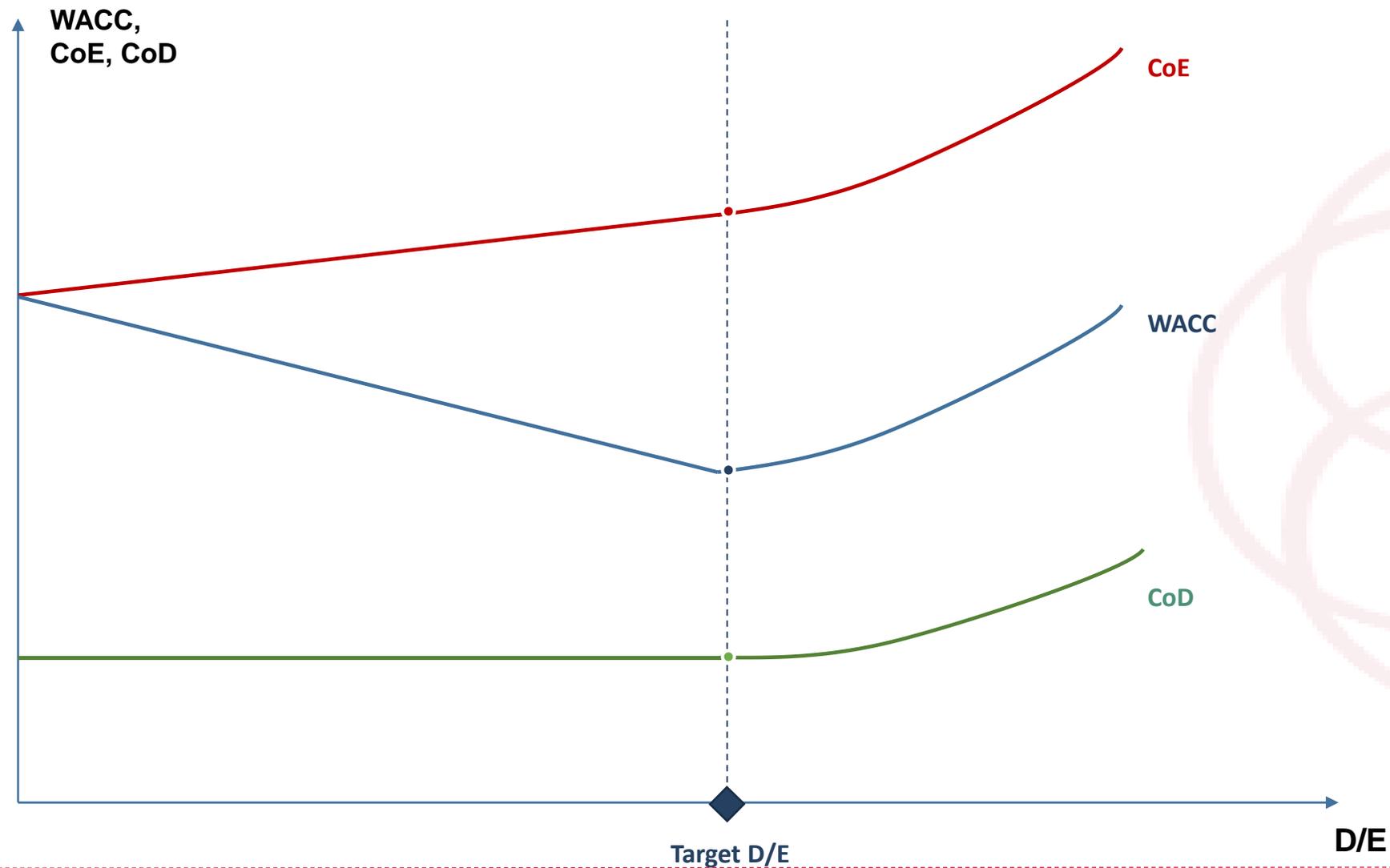
Il costo medio ponderato del capitale

$$EV = \sum_{t=1}^n \frac{FCFO_t}{(1 + WACC)^t} + \frac{FCFO_{norm}}{(1 + WACC)^n \times (WACC - g)}$$

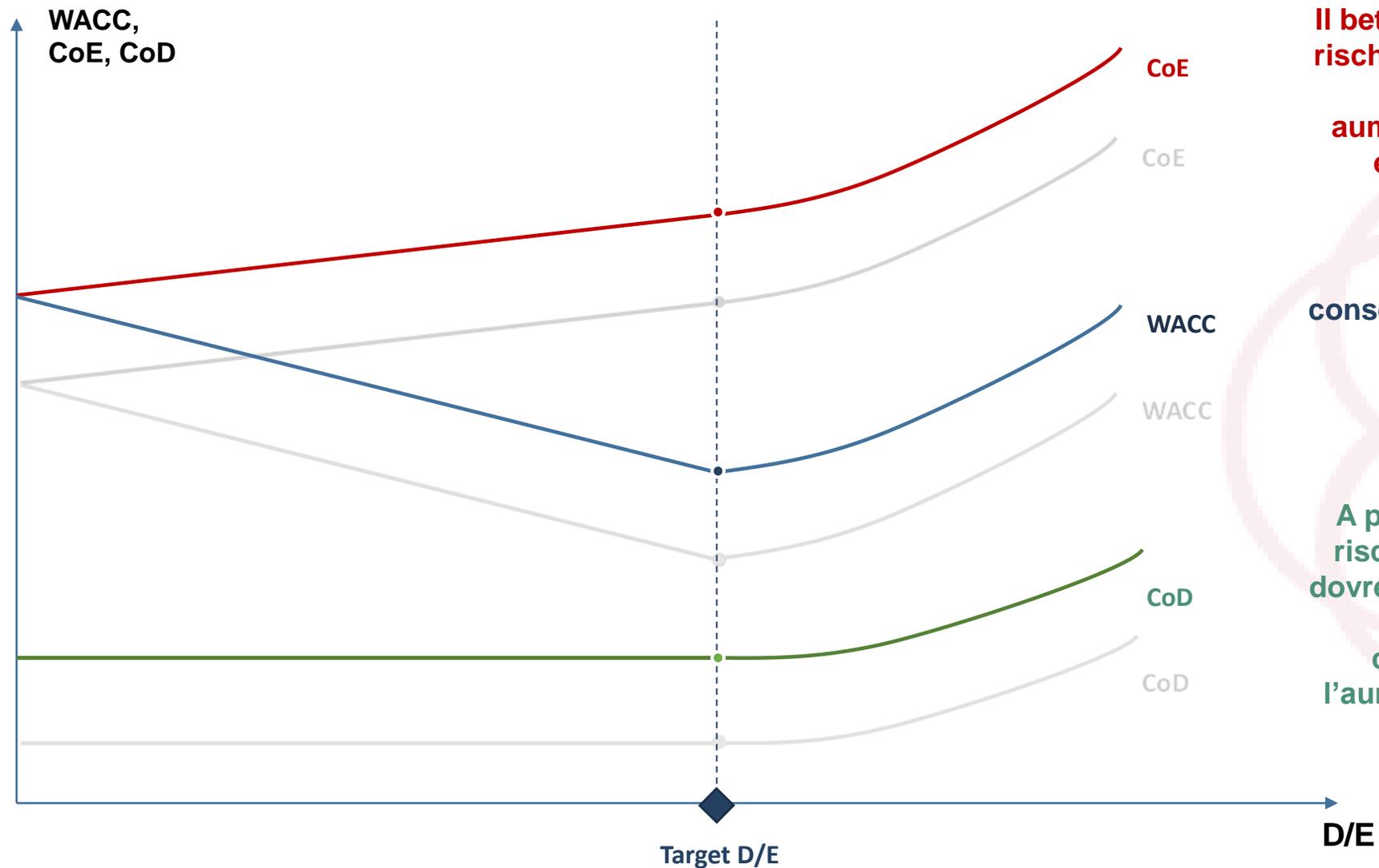
$$WACC = CoE \times \frac{E}{D + E} + CoD \times \frac{D}{D + E} \times (1 - t_c)$$

Sulla base della dottrina finanziaria, cosa dovrebbe accadere al WACC e alle sue determinanti (CoE e CoD)?

Ce lo spiega la teoria di Modigliani - Miller



CoE e CoD dovrebbero aumentare e comportare un parallelo incremento del WACC



Il beta (funzione del rischio sistematico) dovrebbe aumentare, e con esso il CoE

Il Wacc è conseguenza di CoE e CoD

A parità di D/E, il rischio percepito dovrebbe essere più elevato e comportare l'aumento del CoD

Abbiamo la fortuna di poter verificare cosa è successo post Covid

Il costo del debito

Adottando un approccio prettamente bancario, il costo del debito è funzione di tre fattori di rischio:



I tassi delle emissioni obbligazionarie del periodo 2020 – 2021 si sono contratti significativamente, a qualsiasi livello di rating!

Abbiamo la fortuna di poter verificare cosa è successo post Covid

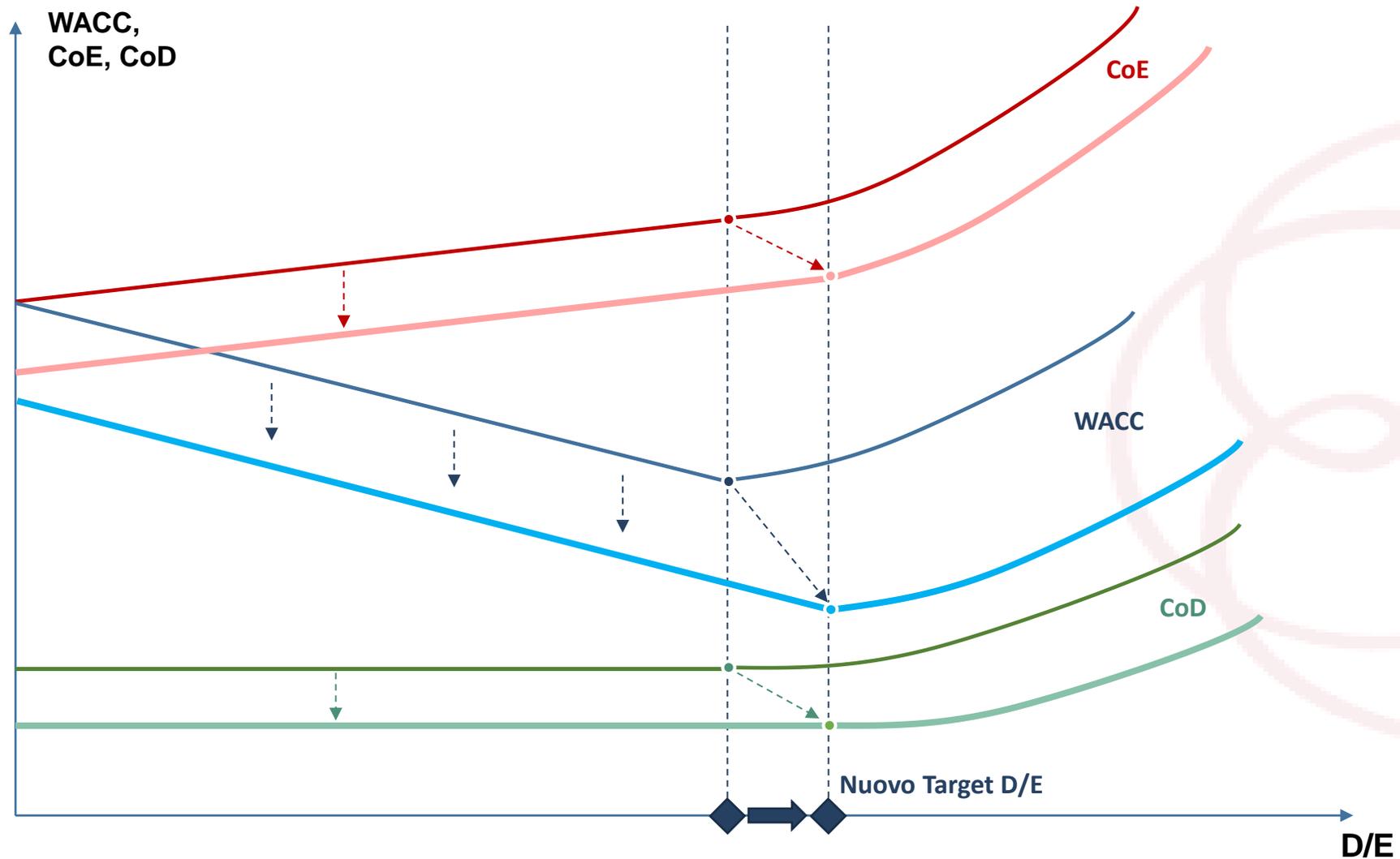
Il costo dell'equity

	CoE	=	R f	+	β	×	ERP
31 dec 2019	7.1%		1.35%		0.96 ⁽¹⁾		6%
8 dec 2020	5.4%		0.65%		0.78 ⁽²⁾		6%

Il cost of equity, in qualsiasi modo lo calcoliate, si è significativamente ridotto

Abbiamo la fortuna di poter verificare cosa è successo post Covid

Il WACC



Cosa è successo ai valori (e ai multipli) durante il Covid

Il multiplo EV / EBITDA nel tempo

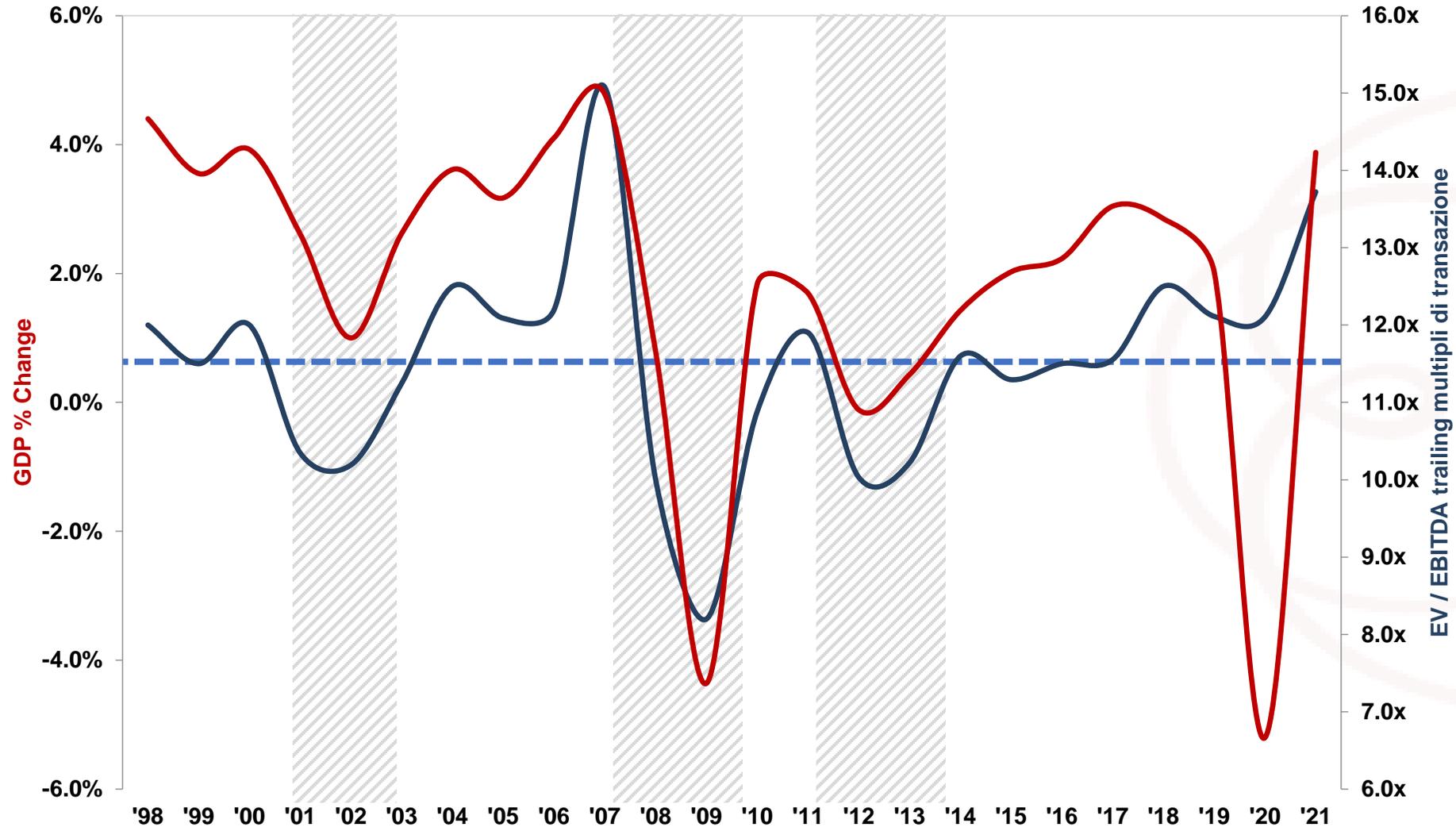
- Il multiplo EV / EBITDA è sempre stato strettamente correlato all'andamento del PIL:
 - in corrispondenza di contesti macroeconomici espansivi, il multiplo sale,
 - in contesti macroeconomici recessivi il multiplo si contrae
- A fronte del multiplo medio di lungo termine (11.5x EBITDA), in corrispondenza delle crisi degli ultimi 20 anni, i multipli di riferimento sono crollati sistematicamente:
 - **Bolla dot.com (2001 – 2002):** 10x vs 12x dei due anni precedenti
 - **Bolla Lehman (2008 – 2009):** 9x vs 14x dei due anni precedenti
 - **Double dip 2012 - 2013 (crisi debito sovrano):** 10x vs 11x dei due anni precedenti

Questo in funzione del progressivo peggioramento dei fondamentali, in termini di minori flussi e maggior rischio ad essi associato

Vediamola sul grafico

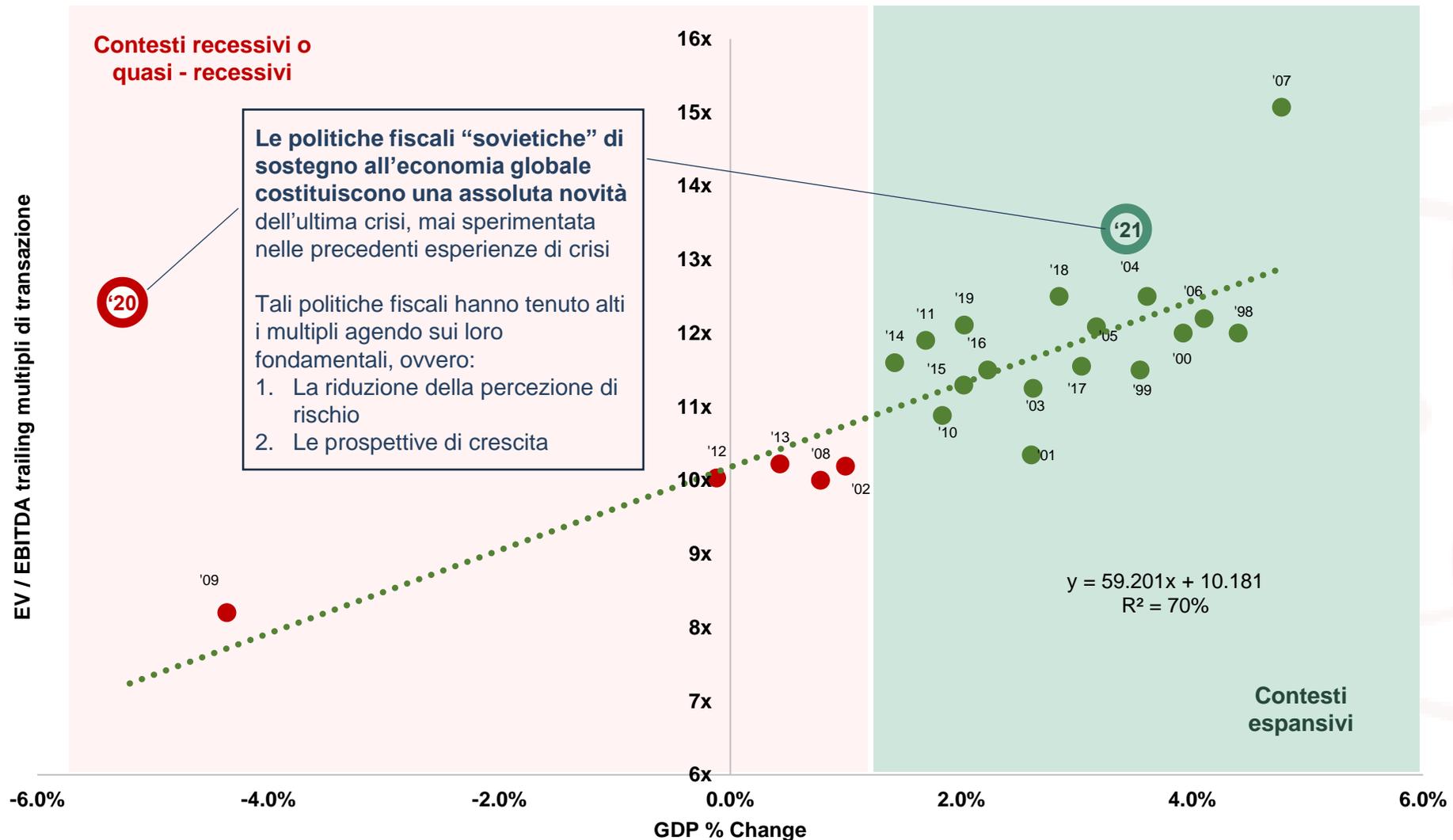
Cosa è successo ai valori (e ai multipli) durante il Covid (segue)

Il multiplo EV / EBITDA nel tempo



Cosa è successo ai valori (e ai multipli) durante il Covid

L'effetto delle politiche fiscali



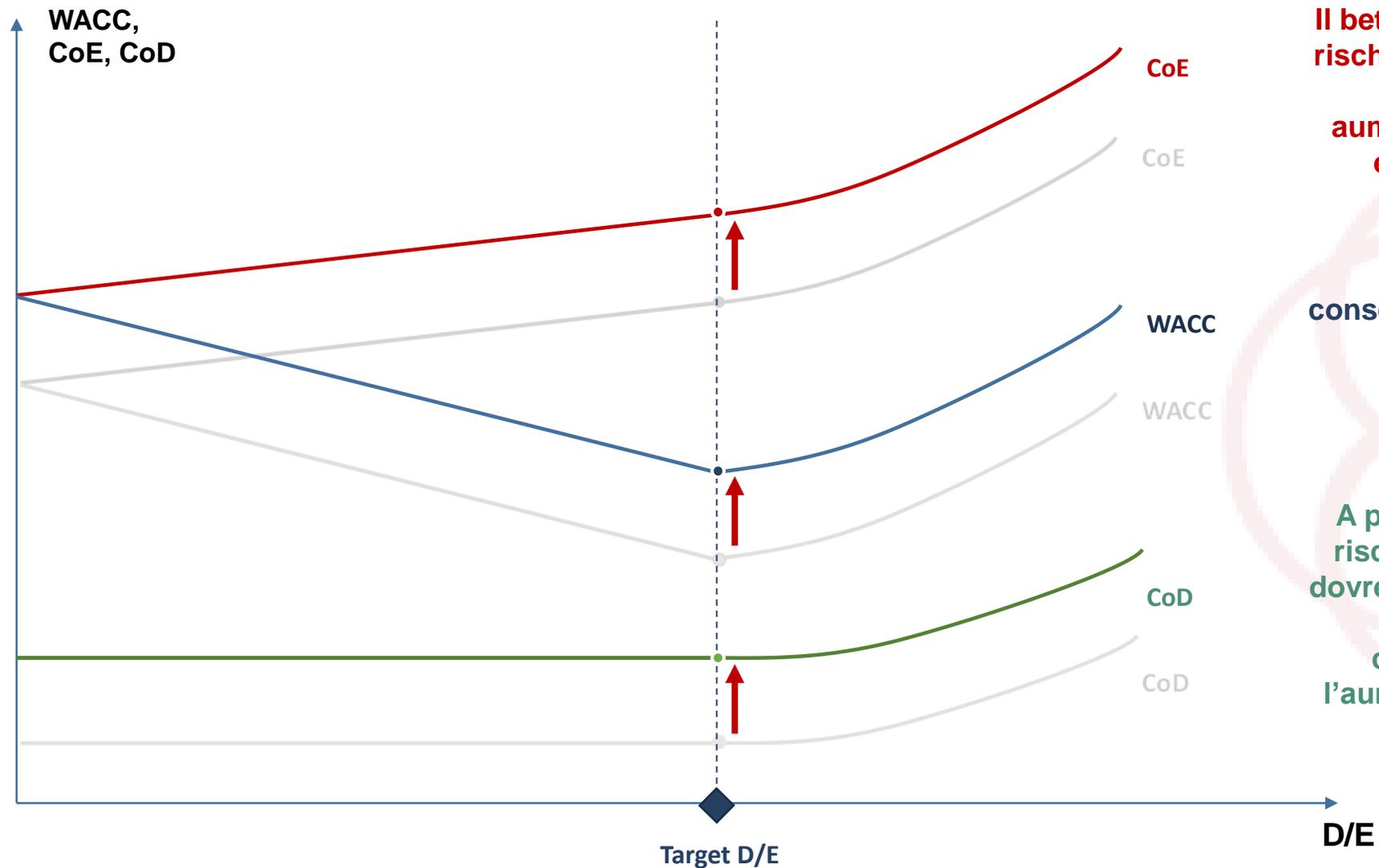
Cosa è successo ai valori (e ai multipli) durante il Covid

L'effetto delle politiche fiscali



La storia più recente: 2023-2025

I tassi risalgono in funzione del maggior rischio



Il beta (funzione del rischio sistematico) dovrebbe aumentare, e con esso il CoE

Il Wacc è conseguenza di CoE e CoD

A parità di D/E, il rischio percepito dovrebbe essere più elevato e comportare l'aumento del CoD

In chiusura

Il ruolo delle politiche fiscali nel triennio 2023-2025

- 1 Nel processo di ripresa post pandemia, il ruolo delle politiche fiscali sarà ancora più centrale, per fare in modo che questi multipli, inusualmente alti, non si traducano in una nuova double dip in stile 2008 – 2012
- 2 Se governi e le istituzioni sovranazionali non saranno in grado di gestire al meglio il rilanci, le aziende non saranno in grado di:
 - sostenere con i flussi di cassa prospettici i prezzi pagati nelle transazioni e, quindi,
 - Ripagare / remunerare i debiti contratti
- 3 Per i professionisti questo si traduce nell'aspettativa di un futuro prossimo in cui:
 - Grossi gruppi industriali dovranno procedere a **ristrutturazioni del debito** (ex 182bis e concordati)
 - i **processi di impairment** diverranno nuovamente cruciali nella gestione finanziaria
 - Più in generale, la valutazione d'azienda dovrà muoversi in contesti di estrema incertezza, in cui occorrerà ricorrere in modo strutturato all'**analisi dei fondamentali**

Grazie per l'attenzione!

Per dubbi e approfondimenti:

leonardo.adessi@nextaliasgr.com

leonardo.adessi@unibocconi.it