

Investire senza farsi investire

Come valutare un investimento in attività d'impresa ?

A cura di: **Dott. Salvatore Basile, Partner Cortellazzo & Soatto**

Webinar Associazione ALUMNI – 23 luglio 2020



CORTELLAZZO&SOATTO

- Caratteristiche degli investimenti in attività d'impresa
- Dalla definizione dell'idea imprenditoriale all'elaborazione del piano d'impresa
- Contenuti e caratteristiche quali-quantitative del piano d'impresa
- La valutazione dell'investimento in attività d'impresa:
 - Il fattore temporale
 - Il profilo di rischio / rendimento atteso
 - La struttura del capitale
- Le fasi dell'investimento in start-up
- Esempio di valutazione di un investimento in start-up tecnologica

Caratteristiche degli investimenti in attività d'impresa

Rispetto ad un investimento in attività finanziarie (strumenti finanziari quali azioni, obbligazioni, bond, assicurazioni, derivati, fondi, ecc.) gli investimenti in attività d'impresa, soprattutto se pmi:

- consentono la **gestione diretta del capitale investito** da parte dell'investitore (il quale può, tuttavia, delegarla in tutto o in parte a terzi di sua fiducia);
- **non** sono **prontamente liquidabili** (come, invece, quasi sempre avviene per la maggior parte delle attività finanziarie trattate sui mercati regolamentati);
- **non hanno** normalmente un **termine** / una **scadenza** predeterminata (e se ce l'hanno è spesso molto lunga);
- sono, di solito, **«più rischiosi»** perchè:
 - le pmi, cui detti investimenti afferiscono, sono più piccole e quindi hanno meno potere contrattuale con i diversi stakeholder;
 - le pmi sono più deboli sotto il profilo finanziario e delle possibilità di accesso al credito;
 - spesso, le pmi non dispongono di asset intangibili «veri» e quelli tangibili sono obsoleti;
 - spesso, non è agevolmente separabile il patrimonio dell'impresa da quello della famiglia dell'imprenditore (e l'avviamento è spesso di quest'ultimo e non dell'impresa)

Caratteristiche degli investimenti in attività d'impresa

Imprese già esistenti

minore <



Imprese già esistenti
ma in crisi

> maggiore

Imprese di nuova
costituzione (Start-up /
Spv, figlie di imprese già
esistenti)

Imprese di nuova
costituzione (fra cui,
ancora >, Start-up
innovative / tecnologiche)

S
E
T
T
O
R
E

Perché questi differenziali di rischiosità ?

- settore / mercato di riferimento e sue aspettative di crescita / decrescita per il futuro
- esistenza di capitale investito «tangibile» / «intangibile»
- track record storico dei risultati ec-fin. e livello di indebitamento attuale
- prospettive / capacità di produzione di flussi monetari positivi e stabili nel tempo

IL “PIANO D'IMPRESA” E' UN DOCUMENTO NEL QUALE SONO DESCRITTE LE LINEE DI FUTURO SVILUPPO DELL'IMPRESA O DI UN PROGETTO IN UN DETERMINATO ARCO TEMPORALE DI RIFERIMENTO.

Esso di compone di:

- PIANO STRATEGICO
- PIANO INDUSTRIALE
- PIANO ECONOMICO-FINANZIARIO

MA IL PIANO D'IMPRESA, NON E' SOLO UN DOCUMENTO, E' IL RISULTATO DI UN PROCESSO ARTICOLATO CHE SI SVOLGE ALL'INTERNO DELL'IMPRESA

IL PROCESSO LOGICO DI SVILUPPO DEL PIANO

ATTIVITA' PRELIMINARI (FASE 1)

- Conoscenza dell'impresa e del settore di appartenenza
- Comprensione degli obiettivi strategici
- Comprensione dei destinatari e della finalità del P.E.F.



- Definizione dei contenuti informativi
- Individuazione della struttura dei prospetti quantitativi



- Predisposizione del modello quantitativo
- Sviluppo del Piano Economico Finanziario



- Analisi dei risultati e verifica di fattibilità



- Analisi di sensitività



ATTIVITA' A RILEVANZA INTERNA (FASE 2)

ATTIVITA' A RILEVANZA ESTERNA (FASE 3)

- Scelta dei contenuti informativi da divulgare
- Stesura del documento definitivo
- Divulgazione

IL CONTENUTO INFORMATIVO E L'ARCHITETTURA LOGICO MATEMATICA
DEL PIANO DIPENDONO:

DALLE FINALITA'
DAI DESTINATARI

DALLA FASE DEL CICLO DI VITA DELL'IMPRESA

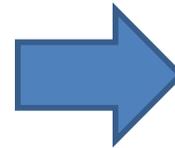
Start-up

Sviluppo

Maturità

Declino

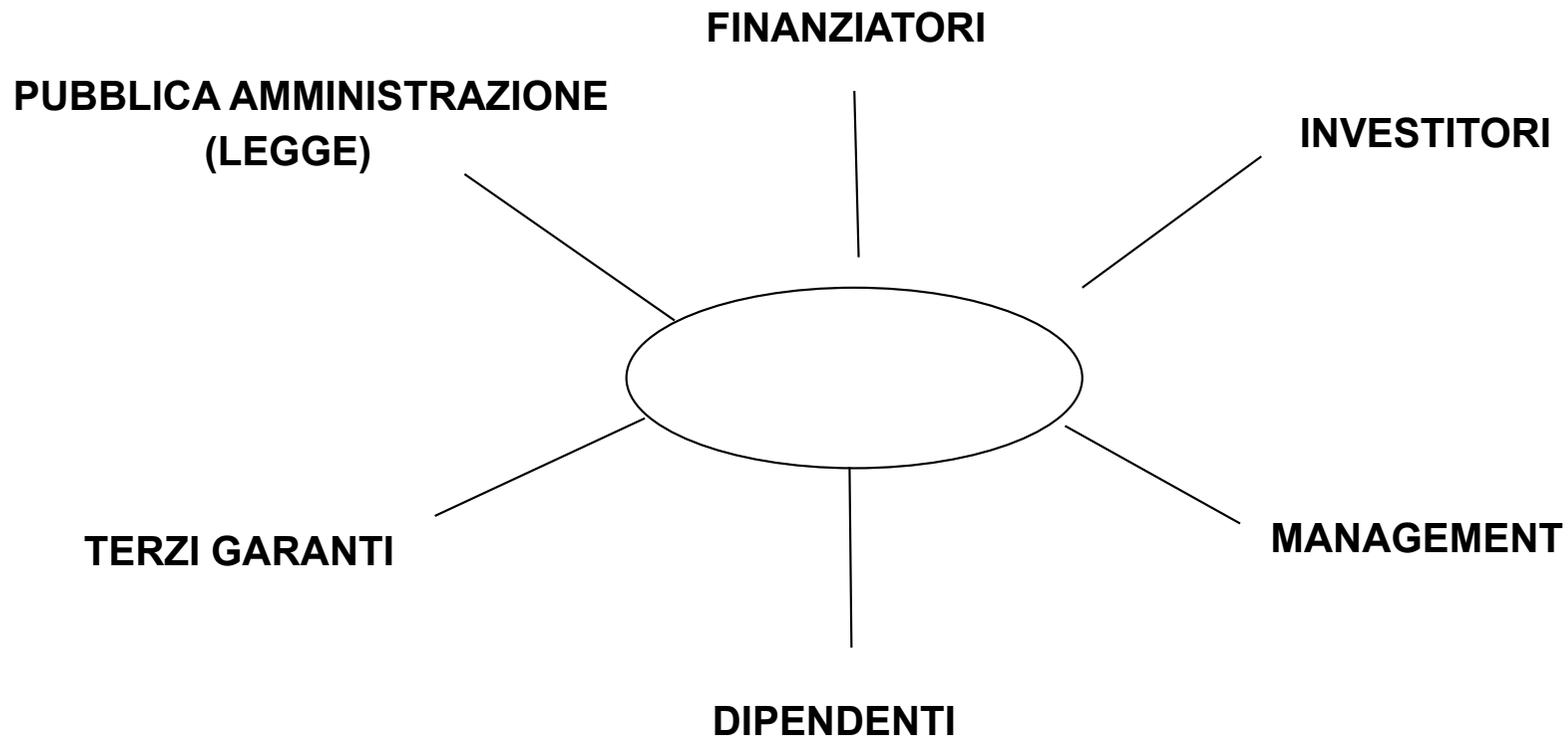
Crisi



Analisi sotto il profilo:

- Reddito
- Rischio
- Crescita (attesa)

FINALITA' E DESTINATARI DEL PIANO



DURATA

3 – 5 ANNI (standard)

PARI ALLA DURATA DELL'INDEBITAMENTO

PARI ALLA DURATA DEL PROGETTO

PARI ALLA DURATA DELLA SPECIFICA FASE DA PREVEDERE/MONITORARE

PERIODICITA'

- NORMALMENTE ANNUALE (meglio se in coincidenza con anno solare)
(MA ANCHE SEMESTRALE O TRIMESTRALE)
- LEGATA A FASI DEL PROGETTO SOTTOSTANTE
- PERIODICITA' MENSILE NEL BUDGET
- PERIODICITA' SETTIMANALE NEI PIANI DI TESORERIA (in situazioni di forte tensione finanziaria).

1. NATURA E ATTIVITA' DEL BUSINESS

- 2.1. La struttura dell'impresa
- 2.2. Il settore, i prodotti ed i mercati di sbocco
- 2.3. Le vendite ed i clienti
- 2.4. L'attività tecnico-produttiva
- 2.5. Gli investimenti
- 2.6. L'organizzazione ed il capitale umano

3. ANALISI DEI RISULTATI STORICI (se azienda già esistente)

4. I CONCORRENTI ED I FATTORI CRITICI DI SUCCESSO

5. GLI OBIETTIVI E LE STRATEGIE

6. II CONTO ECONOMICO, LO STATO PATRIMONIALE ED IL RENDICONTO

FINANZIARIO PROSPETTICO

Il piano previsionale è opportuno venga declinato in diversi scenari (analisi di sensitività) al fine di comprendere l'impatto di determinati eventi sul reddito atteso e sulla capacità di generazione di cassa attesa.

PRINCIPALI OUTPUT INFORMATIVI del piano d'impresa

PROSPETTIVA DEL REDDITO

- CONTO ECONOMICO PROSPETTICO

(Ricavi attesi, costi variabili attesi, costi fissi attesi, oneri finanziari ed imposte)

PROSPETTIVA DEL PATRIMONIO

- STATO PATRIMONIALE PROSPETTICO

(Attività – Passività)

PROSPETTIVA FINANZIARIA

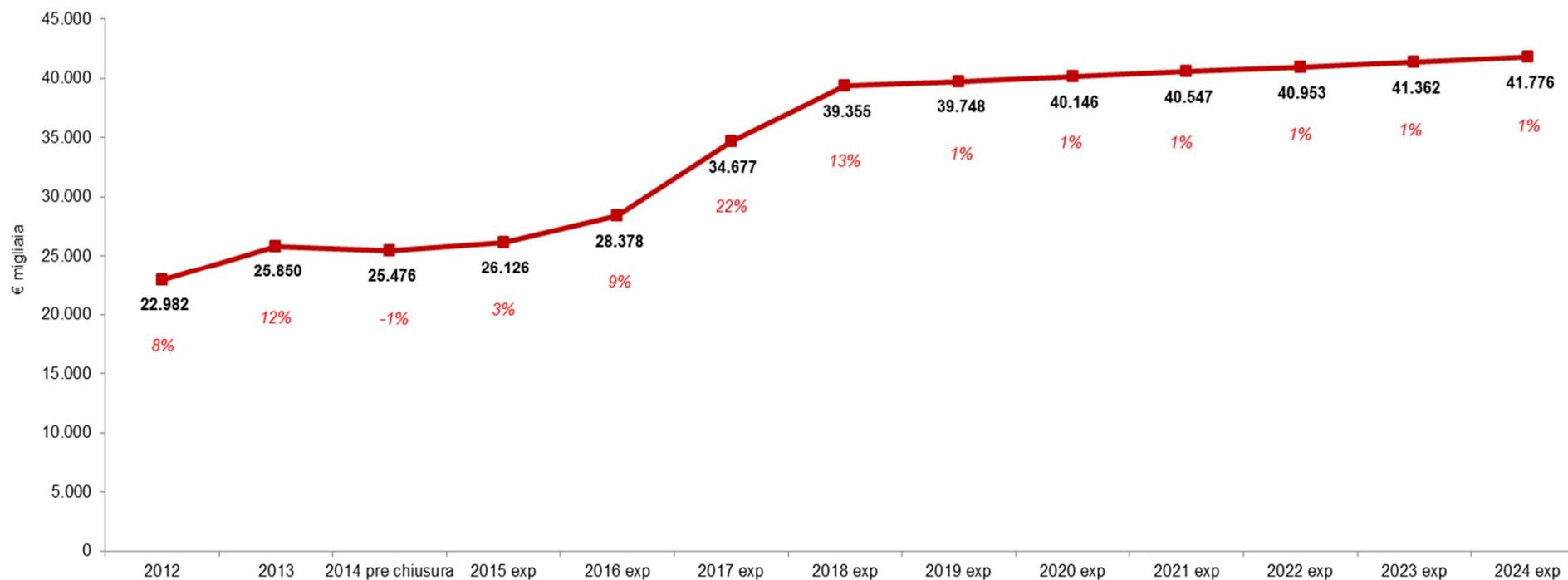
- RENDICONTO FINANZIARIO PROSPETTICO

(Entrate / Uscite)

- NOTA ILLUSTRATIVA

PRINCIPALI OUTPUT INFORMATIVI del piano d'impresa

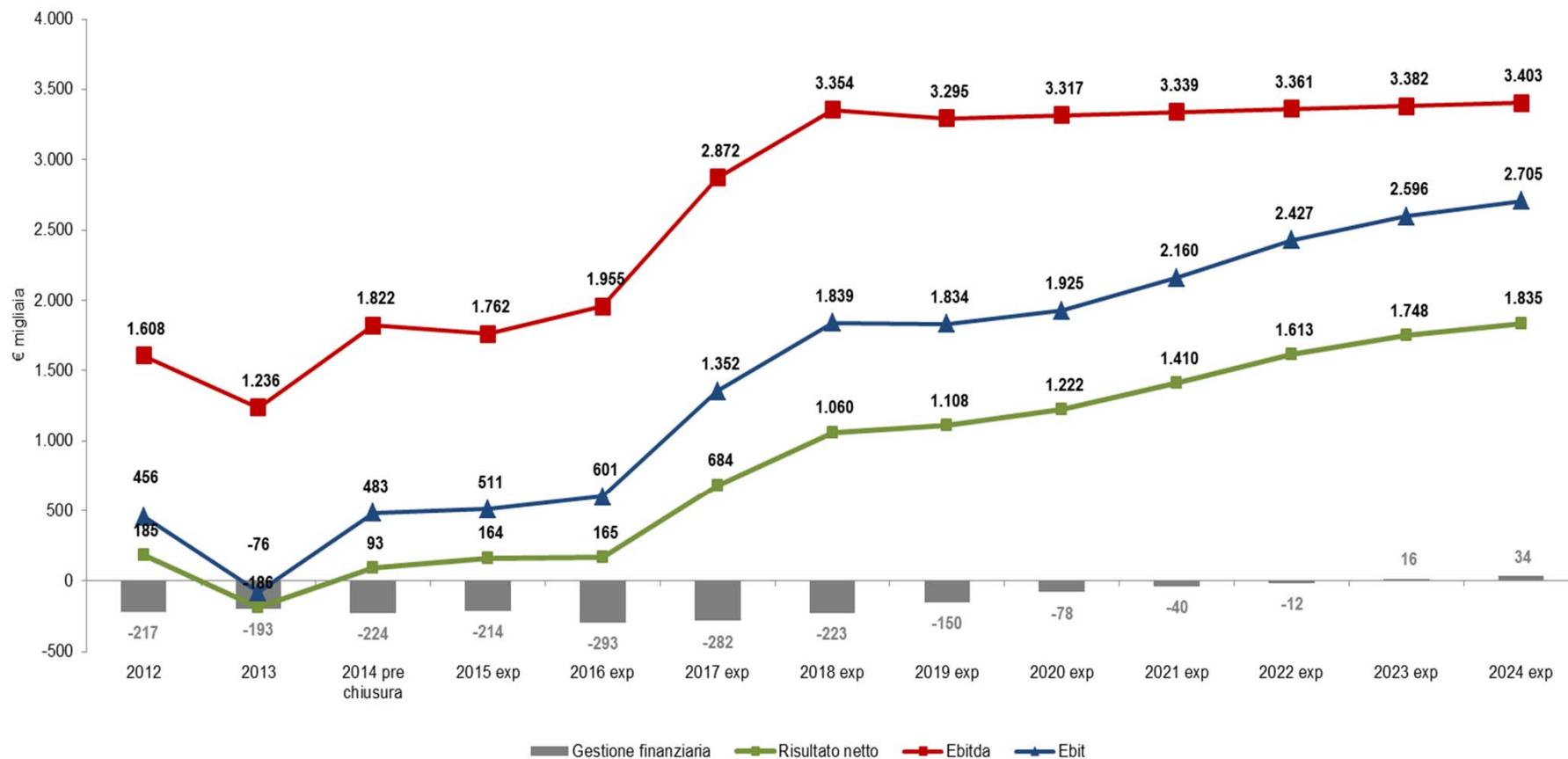
Trend storico Ricavi netti di vendita 2012-2014 e previsionale 2015-2024



PROSPETTIVA REDDITUALE

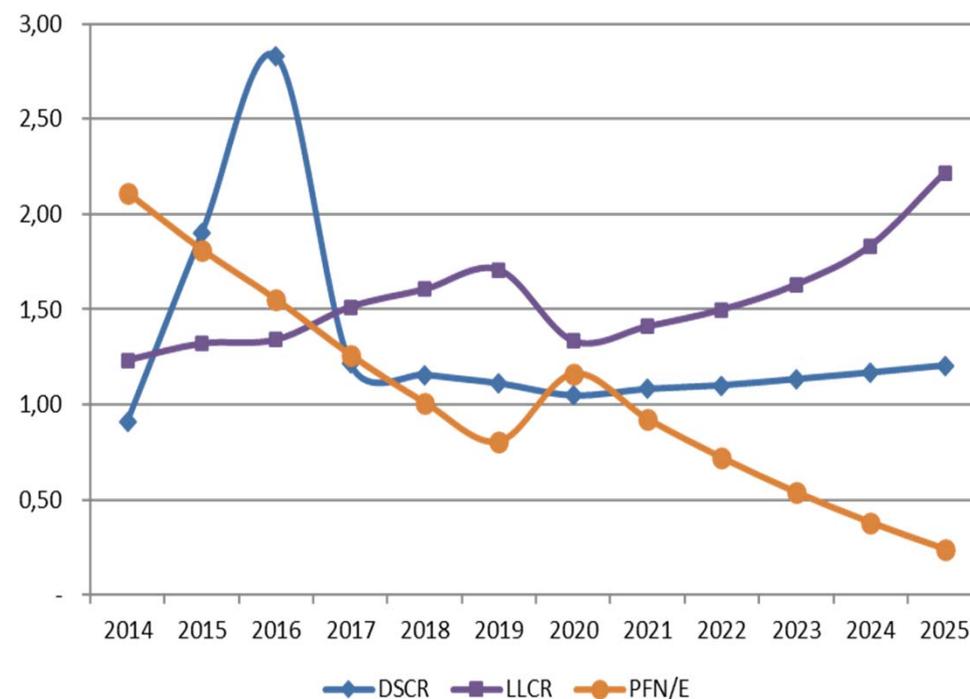
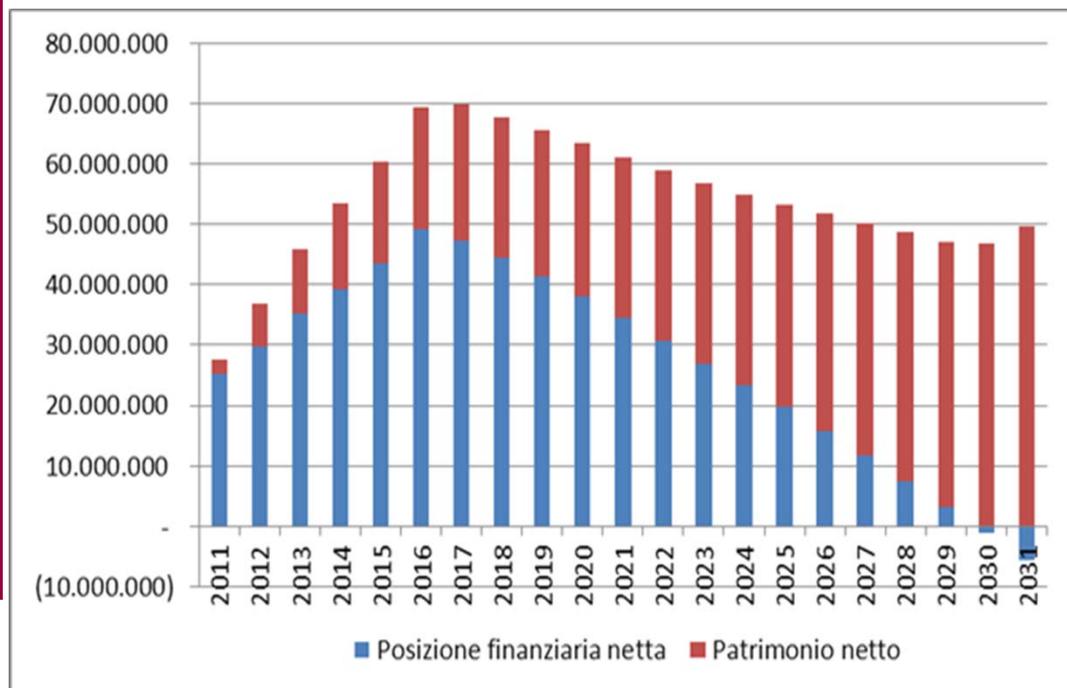
PRINCIPALI OUTPUT INFORMATIVI del piano d'impresa

Trend storico Ebitda, Ebit e Risultato Netto 2012-2014 e previsionale 2015-2024



PROSPETTIVA REDDITUALE

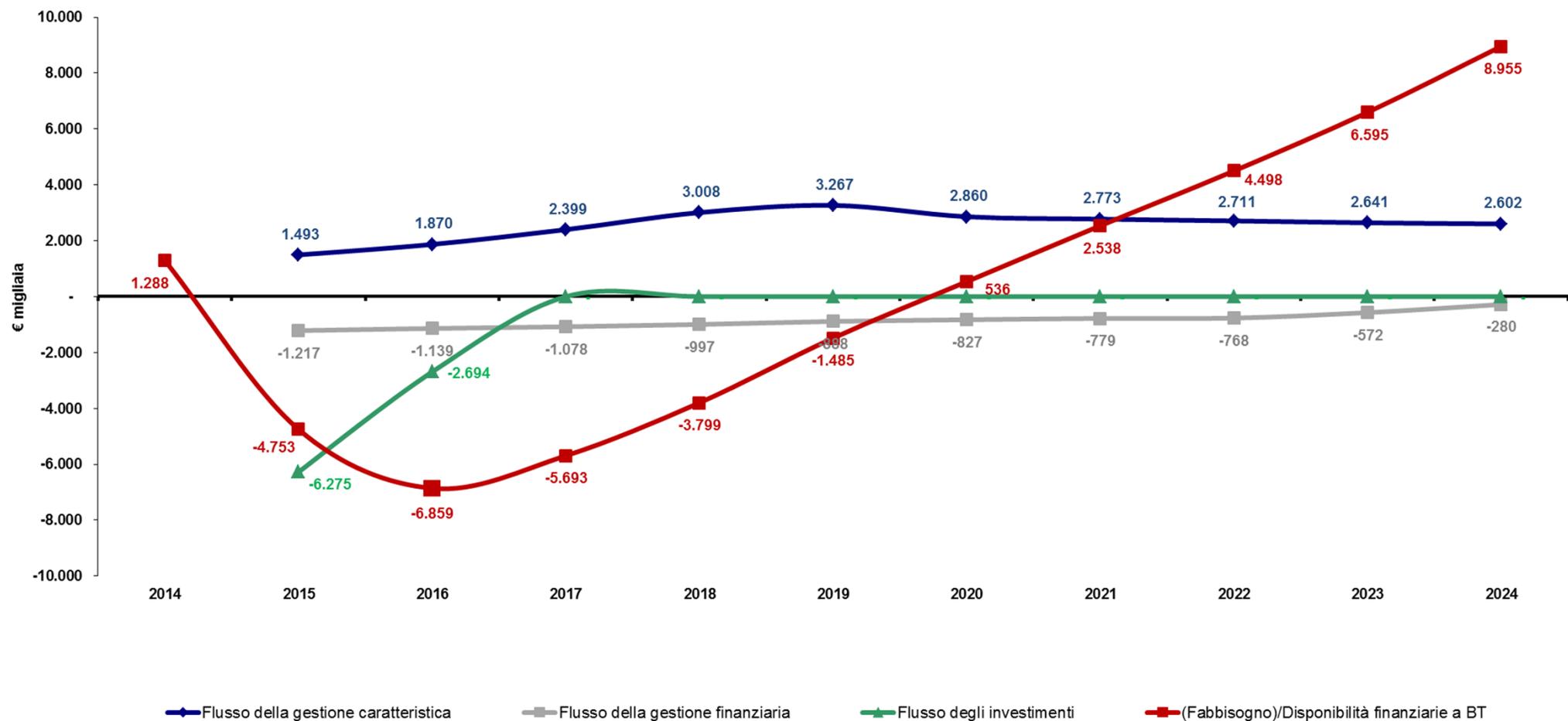
PRINCIPALI OUTPUT INFORMATIVI del piano d'impresa



PROSPETTIVA PATRIMONIALE

PRINCIPALI OUTPUT INFORMATIVI del piano d'impresa

Andamento del fabbisogno finanziario 2015-2024 (ante copertura)



PROSPETTIVA FINANZIARIA

La valutazione dell'investimento in attività d'impresa

- Poiché un progetto di investimento in attività d'impresa si articola in un arco temporale generalmente molto ampio è necessario tenere conto del fatto che:
 - il solo trascorrere del tempo ha un costo (inflazione)
 - ma c'è anche un costo legato alla possibilità (alternativa) di investire in attività free risk (possibilità cui si rinuncia)
 - ed un costo legato al rischio specifico dell'investimento che dipende:
 - dalla durata dell'investimento
 - dall'andamento generale dell'economia e dei mercati finanziari
 - dallo specifico settore/mercato di riferimento
 - dalla specifica situazione dell'impresa / del progetto
 - dalle possibilità di liquidazione dell'investimento
 - **da molti altri fattori**
- in generale: $\text{Rischio} = \text{rendimento free-risk (RF)} + \text{premio per il rischio (ERP)}$
- maggiore è il rischio e maggiore deve essere il rendimento (atteso)
- gli investimenti in start-up d'impresa e gli investimenti in imprese in crisi sono molto più rischiosi degli altri e quindi vanno valutati considerando rendimenti attesi più elevati
- il rischio / rendimento (atteso) si estrinseca in un tasso % che viene utilizzato nell'attualizzazione dei flussi futuri relativi all'investimento (compreso il suo «valore terminale», cioè il suo valore al termine / alla liquidazione dell'investimento)

Strumenti di valutazione

Tasso interno di rendimento

$$TIR = -F_0 + \sum_{t=1}^n \frac{F_t}{(1+i)^t} = 0$$

Valore attuale netto

$$VAN = -F_0 + \sum_{t=1}^n \frac{F_t}{(1+TIR)^t} = 0$$

Pay back period:

- indica in quanto tempo avverrà il «rientro» del costo dell'investimento;
- viene calcolato:
 - su flussi nominali
 - su flussi deflazionati

con:

- F_0 = Flussi in uscita iniziali / Costo iniziale dell'investimento
- t = Periodi
- i = Tasso di sconto
- F = flussi di cassa generati dall'investimento

La valutazione dell'investimento in attività d'impresa

Esempio

Acquisto impianto: € 1000

Durata impianto: 10 anni

Ricavi annui: € 500

Costi annui: € 250

Imposte: € 100

Flusso netto: € 150

Valore finale (dopo 10 anni): zero

PAY BACK PERIOD / TIR (I.R.R.)

	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Investimento	- 1.000										
Ricavi		500	500	500	500	500	500	500	500	500	500
Costi		- 250	- 250	- 250	- 250	- 250	- 250	- 250	- 250	- 250	- 250
Imposte		- 100	- 100	- 100	- 100	- 100	- 100	- 100	- 100	- 100	- 100
FLUSSO	- 1.000	150									
CASSA	- 1.000	- 850	- 700	- 550	- 400	- 250	100	50	200	350	500
PBP	6,65 ANNI										
TIR (I.R.R.)	8,14%										

La valutazione dell'investimento in attività d'impresa

Esempio: **confronto fra investimenti alternativi** (con ricavi e costi di gestione proporzionali all'investimento effettuato)

Ipotesi 1

Investimento in Azienda: € 1000 (1° anno)

Durata investimento: 7 anni (1 costruzione + 6 gestione)

Ricavi annui: € 500

Costi annui: € 250

Imposte: € 100

Reddito netto: € 150

Valore finale: € 1500

Totale flussi netti nominali del progetto: € 1.400

Ipotesi 2

Investimento in Azienda: € 1000 (dal 1° al 3° anno)

Durata investimento: 7 anni (1 costruzione + 6 gestione)

Ricavi annui: € 500

Costi annui: € 250

Imposte: € 100

Reddito netto: € 150

Valore finale: € 1500

Totale flussi netti nominali del progetto: € 1.250

Scenario 1

	0	1	2	3	4	5	6
Investimento	- 1.000						
Ricavi		500	500	500	500	500	500
Costi		- 250	- 250	- 250	- 250	- 250	- 250
Imposte		- 100	- 100	- 100	- 100	- 100	- 100
Valore Finale							1.500
FLUSSO	- 1.000	150	150	150	150	150	1.650
CASSA	- 1.000	- 850	- 700	- 550	- 400	- 250	1.400
TIR (I.R.R.)	20,03%						

Scenario 2

	0	1	2	3	4	5	6
Investimento	- 333	- 333	- 334				
Ricavi		167	333	500	500	500	500
Costi		- 83	- 167	- 250	- 250	- 250	- 250
Imposte		- 33	- 67	- 100	- 100	- 100	- 100
Valore Finale							1.500
FLUSSO	- 333	283	234	150	150	150	1.650
CASSA	- 333	- 616	- 850	- 700	- 550	- 400	1.250
TIR (I.R.R.)	21,41%						

La valutazione dell'investimento in attività d'impresa

Ma facciamo qualche ragionamento in più. Come aumentare il rendimento atteso?

Riprendiamo il nostro esempio iniziale

Acquisto impianto: € 1000

Durata impianto: 10 anni

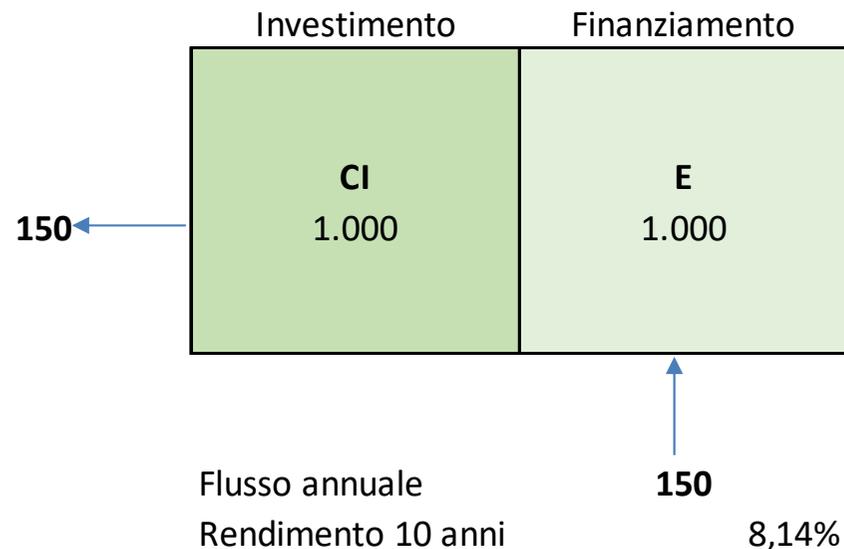
Ricavi annui: € 500

Costi annui: € 250

Imposte: € 100

Reddito netto: € 150

Valore finale (dopo 10 anni): zero



In quel caso si era deciso di finanziare l'investimento facendo integrale ricorso al capitale proprio dell'imprenditore (che quindi «rischiava» tutto il capitale investito), ora si decide di modificare la struttura del capitale poiché, ad esempio, si è trovato un finanziatore (banca/fondo/ecc.) disposto a finanziare parte dell'investimento

La valutazione dell'investimento in attività d'impresa

..... cioè il 50% del capitale investito:

Investimento	Finanziamento
CI 1.000	E 1.000



Investimento	Finanziamento
CI 1.000	D 500
	E 500

Leva Finanziaria

La valutazione dell'investimento in attività d'impresa

Esempio:

Acquisto impianto: € 1000

Capitale proprio: € 500

Debito bancario: € 500

Durata impianto/debito: 10 anni

Ricavi annui: € 500

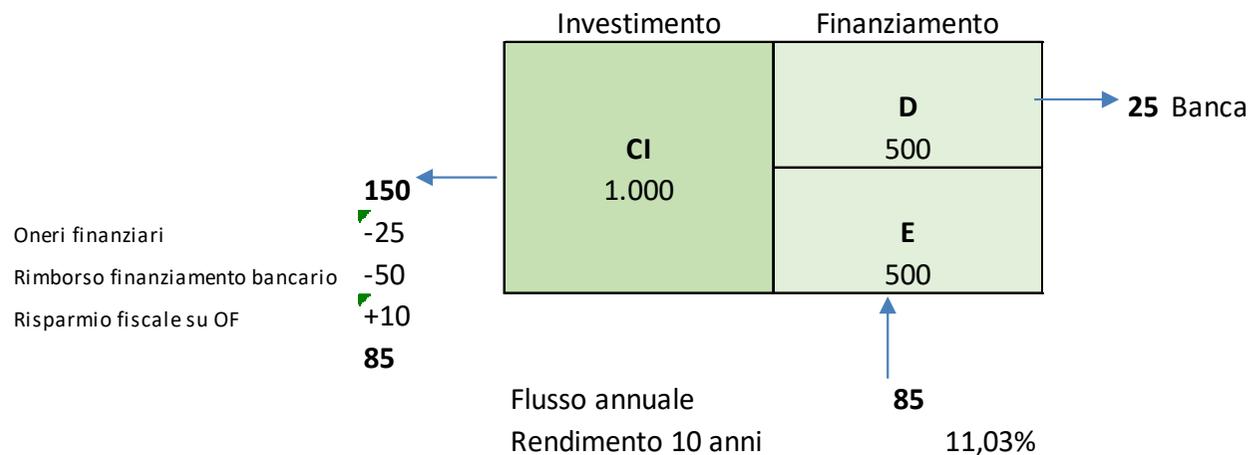
Costi annui: € 250

Oneri finanziari annui: € 25

Imposte: € 90

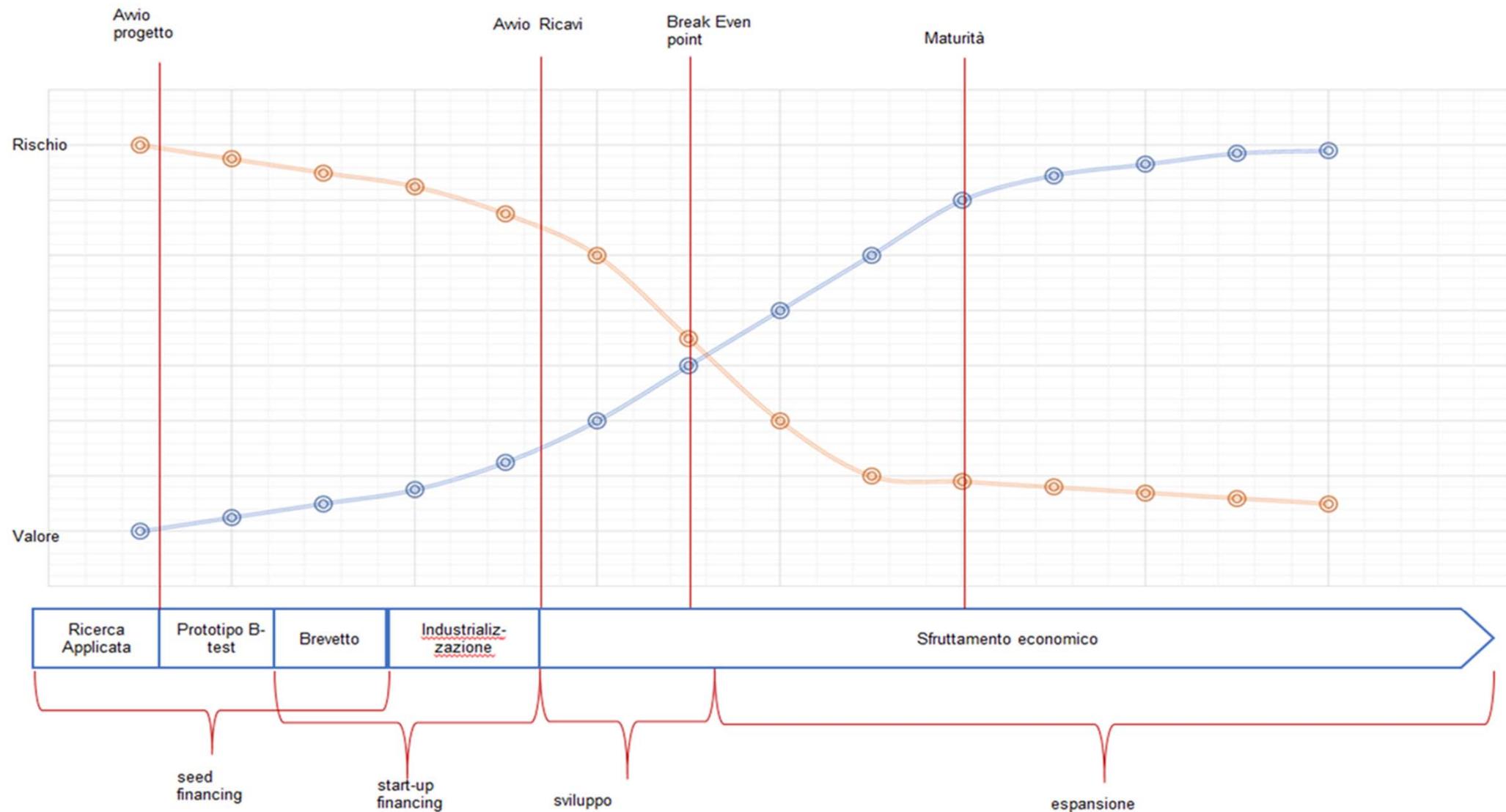
Flusso netto: € 85

Valore finale (dopo 10 anni): zero



Anno	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Investimento	- 1.000										
Ricavi		500	500	500	500	500	500	500	500	500	500
Costi	-	250 -	250 -	250 -	250 -	250 -	250 -	250 -	250 -	250 -	250
Imposte	-	100 -	100 -	100 -	100 -	100 -	100 -	100 -	100 -	100 -	100
Risparmio imposte (OF)		10	10	10	10	10	10	10	10	10	10
FLUSSO PROGETTO	- 1.000	160	160	160	160	160	160	160	160	160	160
Finanziamento bancario	500										
Rimborso capitale	-	50 -	50 -	50 -	50 -	50 -	50 -	50 -	50 -	50 -	50
Rimborso interessi	-	25 -	25 -	25 -	25 -	25 -	25 -	25 -	25 -	25 -	25
FLUSSO PER INVESTITORE	- 500	85	85	85	85	85	85	85	85	85	85
CASSA	- 500	- 415	- 330	- 245	- 160	75	10	95	180	265	350
PBP	5,85	ANNI									
TIR (I.R.R.)	11,03%										

Progetto d'investimento in una start-up



Il «valore» di una start-up cambia nel tempo e dipende dalla fase di sviluppo in cui l'azienda / il progetto imprenditoriale si trova al momento della stima.

Progetto d'investimento in una start-up

Qualche esempio: start-up – settore gaming – anno 2006 – con dividendi (Scenario proponenti)

CONTO ECONOMICO	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
<i>Totale Ricavi</i>	62	3.207	7.229	12.303	16.722	20.952	25.643	30.969
<i>Totale costi di gestione</i>	(235)	(2.123)	(4.408)	(7.462)	(9.986)	(12.422)	(15.012)	(17.950)
Margine operativo lordo	(173)	1.084	2.821	4.841	6.736	8.529	10.631	13.019
<i>Ammortamenti</i>	(218)	(218)	(218)	(218)	(218)	-	-	-
Risultato operativo	(391)	866	2.603	4.623	6.518	8.529	10.631	13.019
<i>Interessi (passivi) / attivi</i>	-	-	-	-	-	-	-	-
Risultato ante imposte	(391)	866	2.603	4.623	6.518	8.529	10.631	13.019
<i>IRES</i>	-	(234)	(703)	(1.248)	(1.760)	(2.303)	(2.870)	(3.515)
<i>IRAP</i>	-	(40)	(118)	(211)	(296)	(382)	(473)	(575)
Risultato netto	(391)	592	1.782	3.164	4.462	5.844	7.288	8.928

STATO PATRIMONIALE	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
ATTIVITA'								
Totale Attivo Circolante	14	1.332	2.559	4.114	5.708	7.258	9.000	11.040
Totale Attivo Immobilizzato	872	654	436	218	0	0	0	0
TOTALE ATTIVITA'	886	1.986	2.995	4.332	5.708	7.258	9.000	11.040
PASSIVITA'								
Totale Passività	27	535	1.366	2.386	3.317	4.282	5.295	6.443
Patrimonio netto	859	1.451	1.629	1.945	2.392	2.976	3.705	4.598
TOTALE PASSIVITA' E PN	886	1.986	2.995	4.332	5.708	7.258	9.000	11.040

RENDICONTO FINANZIARIO	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Flusso di cassa del progetto	(1.243)	930	2.335	3.777	5.066	6.287	7.723	9.420
Versamento di capitale sociale	1.250	-	-	-	-	-	-	-
Flusso di cassa disponibile per il servizio del debito	7	930	2.335	3.777	5.066	6.287	7.723	9.420
Pagamento interessi su c/c passivo	-	-	-	-	-	-	-	-
Flusso disponibile per gli azionisti	7	930	2.335	3.777	5.066	6.287	7.723	9.420
Distribuzione dividendi	-	-	(1.604)	(2.847)	(4.016)	(5.260)	(6.559)	(8.036)
Flusso Totale	7	930	731	929	1.050	1.028	1.164	1.384
DISPONIBILITA' LIQUIDE / (ESPOSIZIONE CORRENTE) FINALI	7	936	1.667	2.597	3.647	4.674	5.838	7.222

Progetto d'investimento in una start-up

VALUTAZIONE DCF 3 anni		2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
FCFO unlevered		(1.243)	930	2.335					
Terminal Value					9.128				
Wacc	19,53%								
VAN FCFO unlevered + Terminal Value		(1.243)	778	1.635	5.345	-	-	-	-
Enterprise Value	6.514								
PFN	-								
W	6.514								
Percentuale TV su W	82%								

VALUTAZIONE DCF 5 anni		2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
FCFO unlevered		(1.243)	930	2.335	3.777	5.066			
Terminal Value							22.851		
Wacc	19,53%								
VAN FCFO unlevered + Terminal Value		(1.243)	778	1.635	2.212	2.482	9.366	-	-
Enterprise Value	15.229								
PFN	-								
W	15.229								
Percentuale TV su W	62%								

VALUTAZIONE DCF 7 anni		2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
FCFO unlevered		(1.243)	930	2.335	3.777	5.066	6.287	7.723	
Terminal Value									37.320
Wacc	19,53%								
VAN FCFO unlevered + Terminal Value		(1.243)	778	1.635	2.212	2.482	2.577	2.648	10.707
Enterprise Value	21.795								
PFN	-								
W	21.795								
Percentuale TV su W	49%								

La durata del piano su cui si basa la valutazione deve essere motivata o motivabile e varia in relazione alla specificità del caso. Non ha senso una forte variabilità dei risultati connessa unicamente alle scelte adottate dal valutatore.

Progetto d'investimento in una start-up

Qualche esempio: impatto del Valore Finale (TV)

VALUTAZIONE DCF 5 anni		2007	2008	2009	2010	2011	2012
FCFO unlevered		(1.243)	930	2.335	3.777	5.066	
Terminal Value (con nopat puntuale)							22.851
Wacc	19,53%						
VAN FCFO unlevered + Terminal Value		(1.243)	778	1.635	2.212	2.482	9.366
Enterprise Value	15.229						
PFN	-						
W	15.229						
Percentuale TV su W	62%						

VALUTAZIONE DCF (con rettifica del TV)		2007	2008	2009	2010	2011	2012
FCFO unlevered		(1.243)	930	2.335	3.777	5.066	
Terminal Value (con nopat medio)							9.842
Wacc	19,53%						
VAN FCFO unlevered + Terminal Value		(1.243)	778	1.635	2.212	2.482	4.034
Enterprise Value	9.897						
PFN	-						
W	9.897						
Percentuale TV su W	41%						

VALUTAZIONE DCF (con TV a vita definita)		2007	2008	2009	2010	2011	2012
FCFO unlevered		(1.243)	930	2.335	3.777	5.066	
Durata residua (post fine pef)	8						
Terminal Value (con nopat puntuale)							17.366
Wacc	19,53%						
VAN FCFO unlevered + Terminal Value		(1.243)	778	1.635	2.212	2.482	7.118
Enterprise Value	12.981						
PFN	-						
W	12.981						
Percentuale TV su W	55%						

Progetto d'investimento in una start-up

Qualche esempio: analisi di scenario / scenario atteso

	Ipotesi TV	W di scenario	Probabilità	W ponderato
Scenario Best (5 anni)	nopat puntuale	20.001		
Scenario Best (5 anni)	nopat medio	13.228		
Scenario Best (5 anni)	nopat durata limitata	17.097		
Media Scenario Best	ricavi scenario base + 20%	16.775	10%	1.678
Scenario Base (5 anni)	nopat puntuale	15.229		
Scenario Base (5 anni)	nopat medio	9.897		
Scenario Base (5 anni)	nopat durata limitata	12.981		
Media Scenario Base		12.702	30%	3.811
Scenario Worst (5 anni)	nopat puntuale	5.683		
Scenario Worst (5 anni)	nopat medio	3.234		
Scenario Worst (5 anni)	nopat durata limitata	4.748		
Media Scenario Worst	ricavi scenario base - 50%	4.555	30%	1.705
Scenario Default		-	30%	-
W			100%	7.193



- E' quindi possibile elaborare il PEF dello «scenario atteso».

Grazie per l'attenzione !

basile@cortellazzo-soatto.it