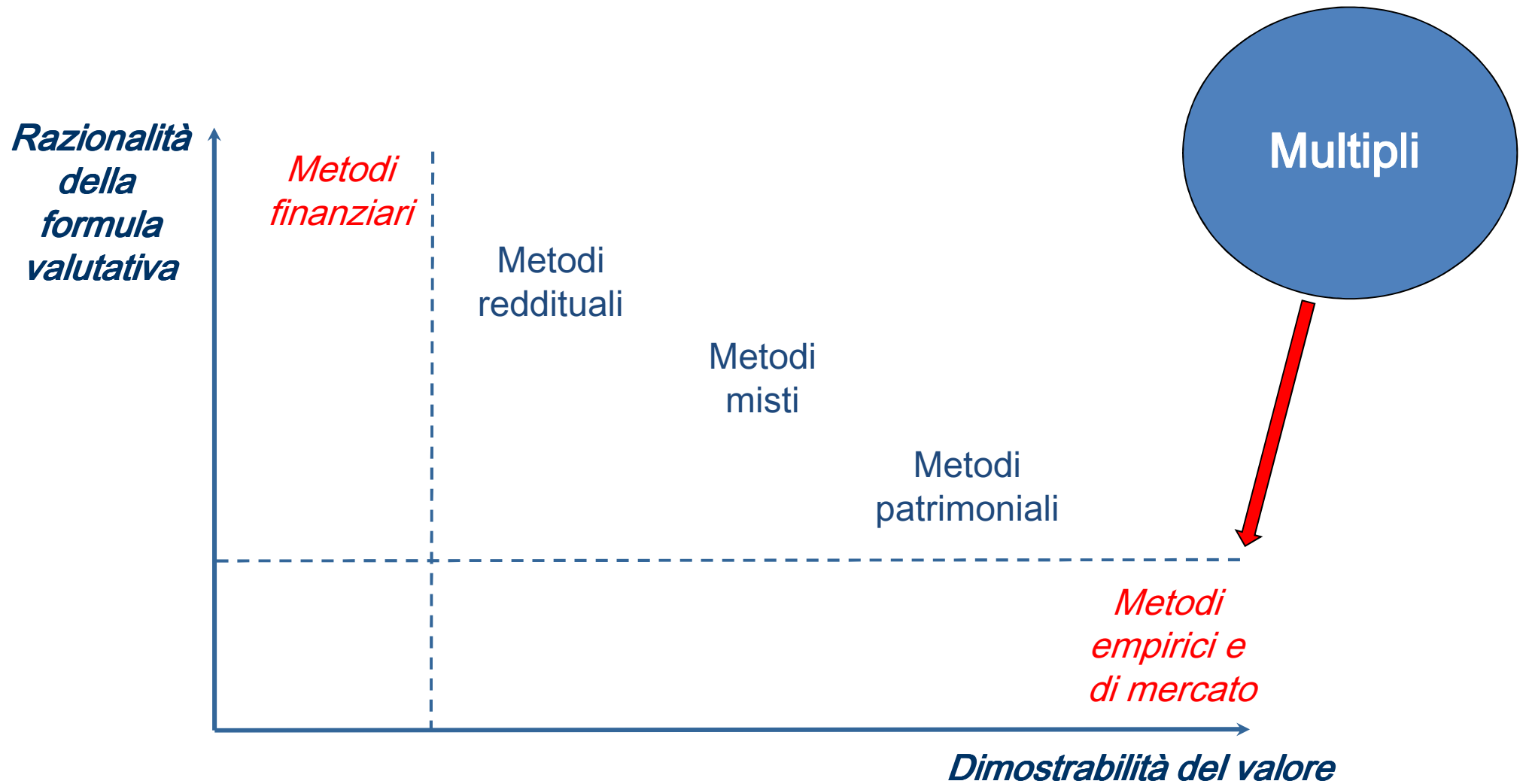


Il metodo dei multipli

Agenda

- La valutazione di un'azienda;
- I multipli: definizioni e caratteristiche;
- Il processo di valutazione: multipli di mercato e di transazioni comparabili;
- Alcune esemplificazioni;
- Conclusioni.

Metodologie a disposizione



Cos'è un multiplo?

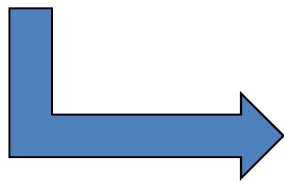
E' un RAPPORTO tra:

→ Numeratore:

- Enterprise Value;
- Valore del capitale azionario (d'ora in poi P o equity value).

→ Denominatore:

- Una variabile in grado di sintetizzare la capacità di un'azienda di produrre ricchezza.

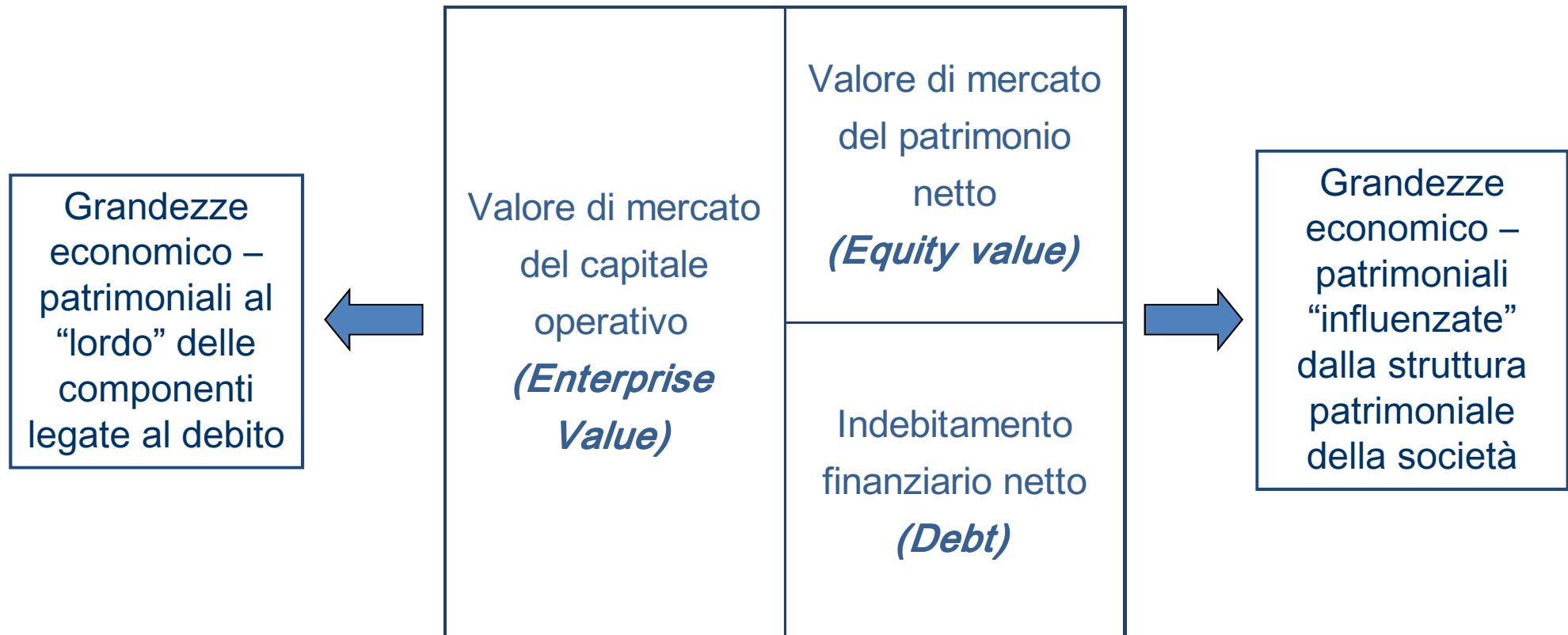


- Grandezze contabili (vendite, ebitda, ebit, utile, patrimonio netto contabile);
- Entità fisiche (numero di abbonati, stanze d'albergo, contatti, utenti).

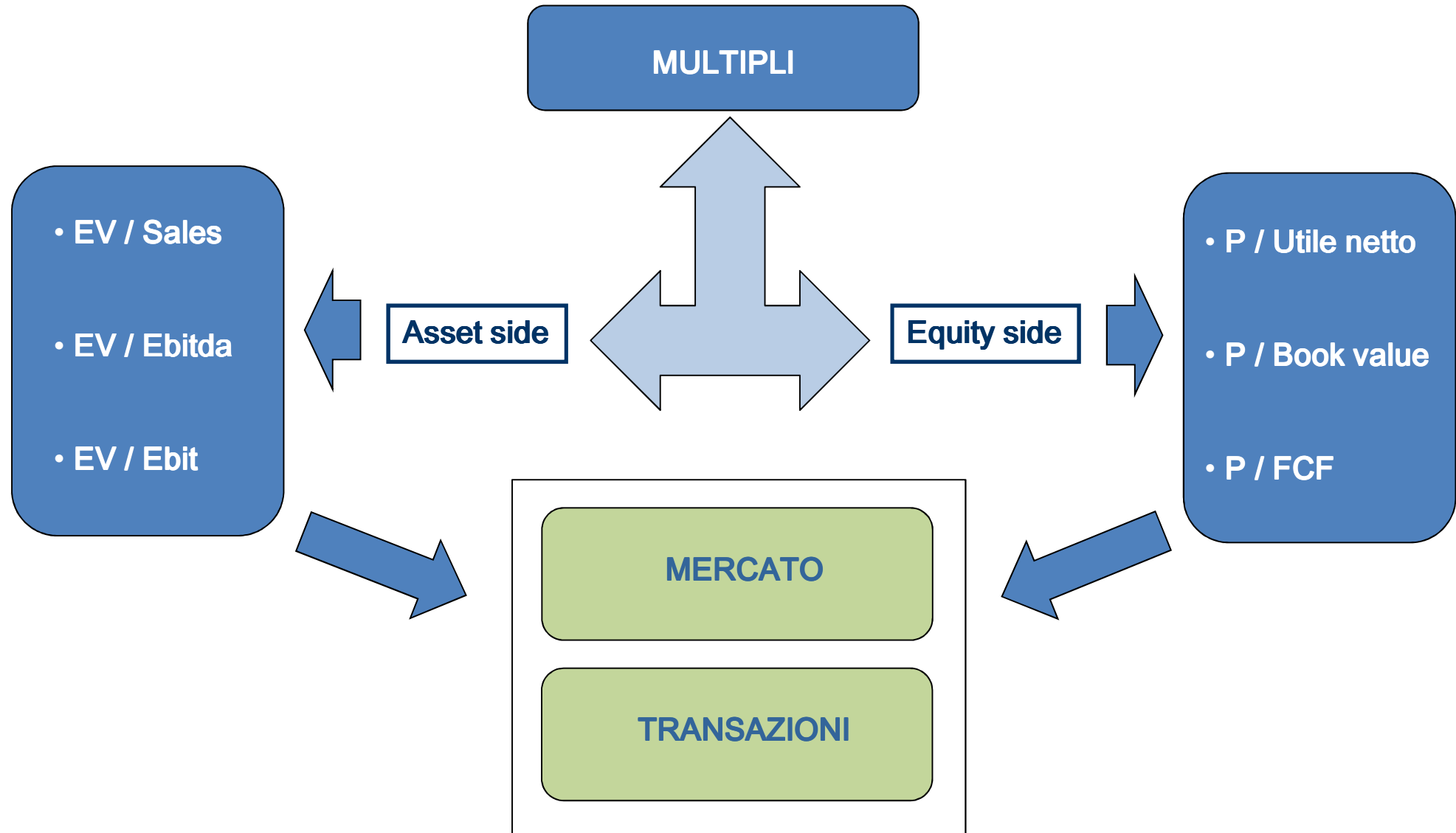
Caratteristiche

- **Semplicità:** è un meccanismo valutativo basato sull'osservazione di analogie con altre aziende. Sono di notevole diffusione nella pratica professionale;
- **Confrontabilità:** il valore di una società non può differire in modo significativo dal valore espresso dal mercato per aziende di dimensioni analoghe, dello stesso settore ed operanti sui medesimi mercati geografici;
- **Convergenza:** eventuali differenze significative rispetto al campione tendono ad essere prima o poi colmate;
- **Stabilità:** capacità di assumere valori rientranti in un range limitato di valori;
- **Ordinabilità:** a parità di risultati storici le aziende presentano multipli tanto più elevati quanto maggiori sono le opportunità future di creazione di valore.

Asset side – Equity side



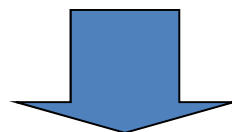
Asset side – Equity side



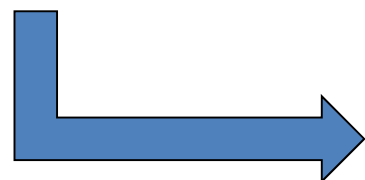
Multipli di mercato – transazioni comparabili

Un multiplo di **MERCATO** esprime il rapporto tra **valori borsistici** e grandezze economico-patrimoniali di una società.

Un multiplo di **TRANSAZIONI COMPARABILI** esprime il rapporto tra **valori impliciti** in un'operazione di acquisizione e grandezze economico-patrimoniali di una società.



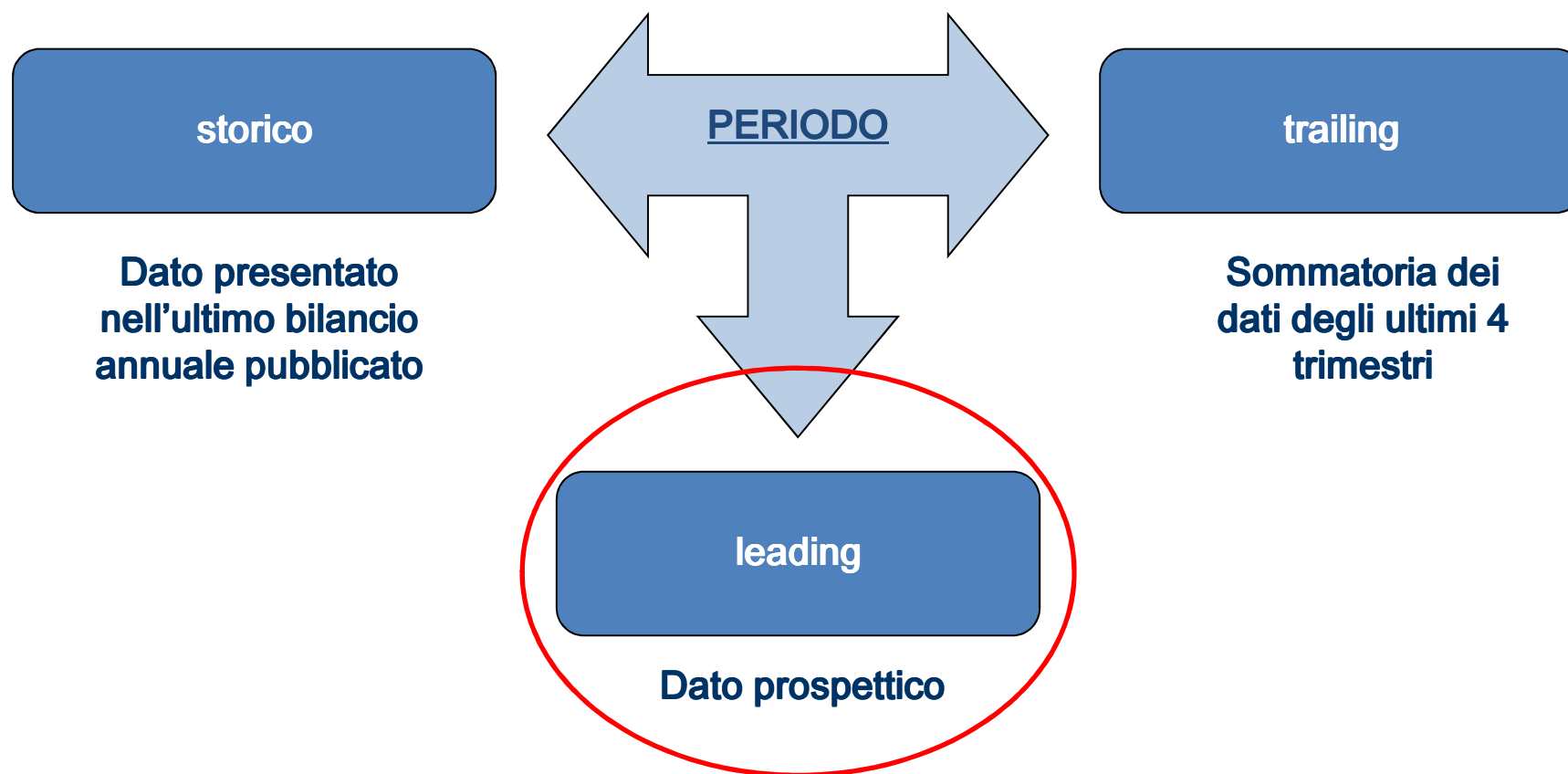
In ambito valutativo, l'utilizzo dei multipli presuppone che il valore di una società si possa determinare assumendo come riferimento le indicazioni fornite dal mercato (multipli di mercato) o da operazioni di compra / vendita (transazioni comparabili) aventi ad oggetto società con caratteristiche analoghe a quella oggetto della valutazione



Entrambe le tipologie di multiplo offrono uno strumento di misurazione che necessita di un **numero inferiore di ipotesi** rispetto ad altri metodi di valutazione

I multipli dal punto di vista temporale

Quali dati devono essere utilizzati da un punto di vista temporale per la determinazione del denominatore?

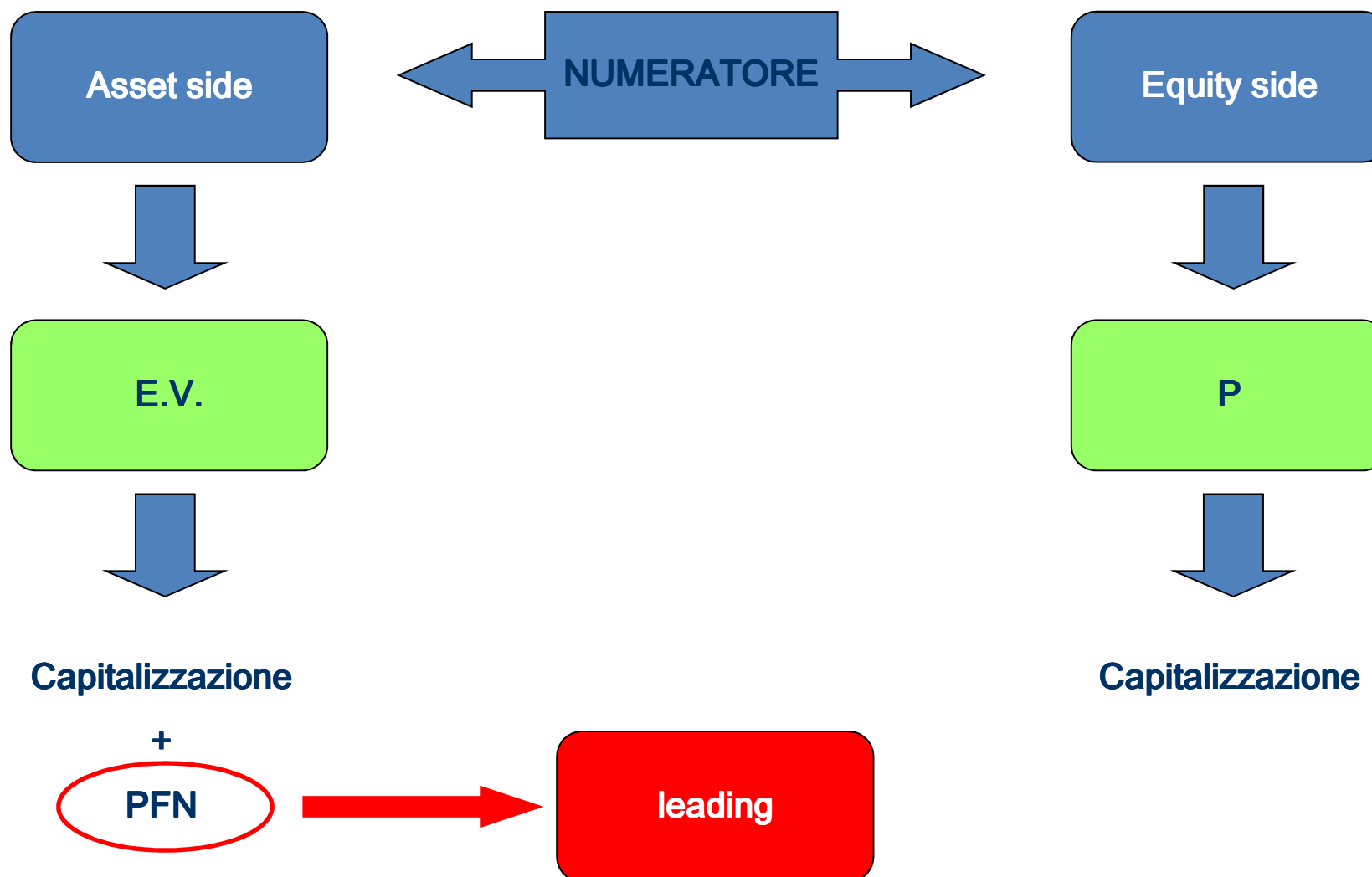


Multipli di mercato: il processo di valutazione

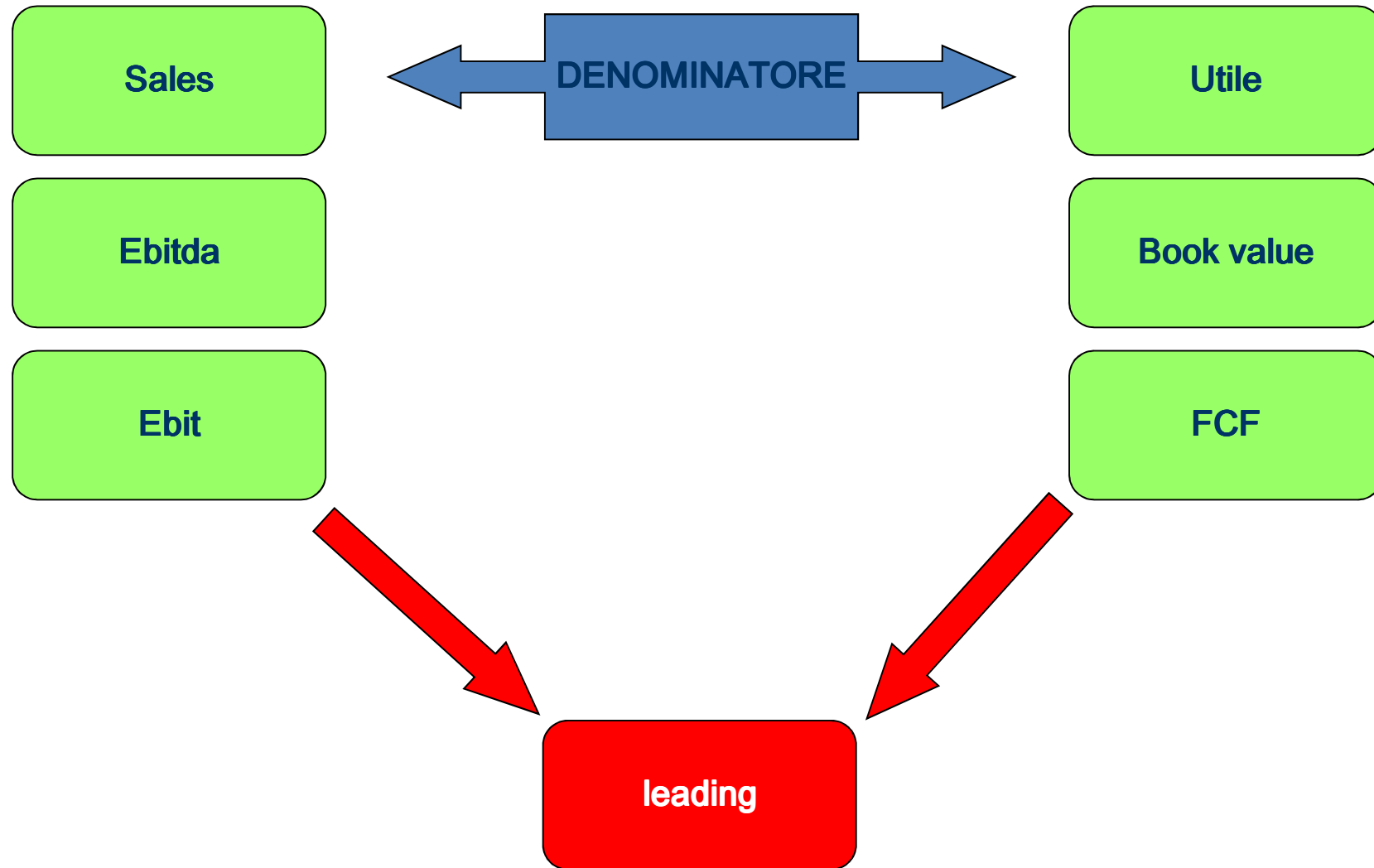
Multipli di mercato:

1. Scelta dei multipli significativi;
2. Determinazione delle società comparabili (campione);
3. Calcolo dei multipli prescelti per le società rappresentate nel campione;
4. Identificazione dell'intervallo di valori dei multipli da applicare alla società oggetto di valutazione;
5. Applicazione dei multipli alla società oggetto di valutazione.

Calcolo dei multipli – il numeratore



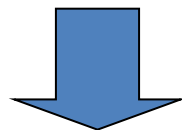
Calcolo dei multipli – il denominatore



Il metodo dei multipli

L'obiettivo della valutazione basata sui multipli di mercato (valutazione relativa) è la stima del valore di un'attività sulla base di prezzi registrati dal mercato per attività simili.

Attraverso il metodo dei multipli la stima del valore di un'impresa avviene quindi individuando, per un gruppo di imprese comparabili, una relazione tra prezzi e quantità contabili (utili, ricavi, patrimonio netto, ecc.) il cui valore medio si suppone applicabile all'impresa-obiettivo.



Il metodo dei multipli di mercato è basato sull'ipotesi che i prezzi di mercato rappresentino la migliore approssimazione del valore dell'impresa ed è finalizzato ad individuare la relazione che lega il prezzo con le variabili economiche aziendali.

La metodologia, pur risultando semplice e immediata, richiede un'approfondita analisi.

Il metodo dei multipli

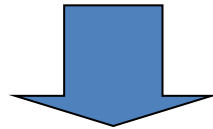
L'uso dei multipli avviene secondo due approcci:

- l'approccio delle società comparabili: fa riferimento ad un campione di società quotate comparabili e quindi ai prezzi segnati dalle borse, da cui si deducono i multipli per valutare l'impresa-obiettivo;
- l'approccio delle transazioni comparabili: fa riferimento ai prezzi di negoziazioni tipicamente riguardanti il “controllo”, o comunque pacchetti rilevanti di società comparabili.

Il metodo dei multipli

La valutazione basata sui multipli di mercato:

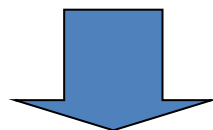
- si regge sul presupposto che esista un'uguaglianza tra saggi di crescita e rischiosità di aziende quotate e dell'impresa oggetto di valutazione;
- postula che la valutazione sia in correlazione con le variabili assunte come riferimento.



Il metodo dei multipli evita la formulazione di stime di flussi di cassa e l'apprezzamento del rischio d'impresa e di settore ma fa proprie le attese di crescita dei risultati e l'apprezzamento del rischio espressi dal mercato.

Il metodo dei multipli

Il valore stimato dell'impresa obiettivo sulla base dei multipli risulterà sovrastimato (sottostimato) quando il mercato sta sopravvalutando (sottostimando) le imprese confrontabili.



Il problema della soggettività della stima non è superato ma trasferito sulla selezione delle società confrontabili, in quanto la comparabilità fra imprese è sempre limitata sia per il tipo di attività svolta, sia per il rischio imprenditoriale e/o di mercato e sia per i differenti rapporti di indebitamento.

Tipologia di multipli

I multipli si possono suddividere in multipli equity side e multipli asset side.

- I multipli equity side sono basati sui prezzi ed esprimono rapporti calcolati con riguardo al valore di mercato del solo capitale e al denominatore una delle seguenti variabili:
 - earnings (utile netto);
 - cash earnings (utile netto + ammortamenti);
 - book value (patrimonio netto contabile);
 - net asset value (patrimonio netto a valori correnti);
 - dividendi.

Tipologia di multipli

- I multipli asset side si riferiscono all'enterprise value (capitalizzazione di Borsa + valutazione dell'indebitamento finanziario), cioè al valore totale dell'impresa. Il numeratore del multiplo è costituito dalla somma del valore del capitale (equity) a prezzi di mercato, dell'ammontare dei debiti finanziari netti e del patrimonio di terzi espresso sempre a valori di mercato. Il denominatore può essere una delle seguenti grandezze chiave:
 - EBIT (reddito operativo);
 - NOPAT (reddito operativo al netto delle imposte teoriche in ipotesi di impresa non indebitata);
 - EBITDA (margine operativo lordo);
 - Sales (fatturato).

Tipologia di multipli

A seconda dell'indicatore utilizzato al denominatore del rapporto si possono ottenere i seguenti multipli:

- Multipli current, se si confrontano i prezzi correnti di Borsa con i risultati dell'ultimo bilancio disponibile;
- Multipli trailing, se si confrontano i prezzi correnti di Borsa con risultati riferibili ai dodici mesi precedenti oppure agli ultimi quattro trimestri;
- Multipli leading se si confrontano i prezzi correnti di Borsa con i risultati attesi per i prossimi dodici mesi.

Ci deve essere coerenza temporale tra grandezze aziendali assunte ai fini del calcolo dei coefficienti moltiplicativi e le relative grandezze aziendali dell'impresa-obiettivo.

Il multiplo Price/Earnings

Il rapporto P/E può essere collegato ai fondamentali che determinano il valore d'azienda nel modello DCF: saggio di crescita atteso, saggio di distribuzione degli utili, tasso di rischio.

In particolare il rapporto P/E è funzione:

- crescente del saggio di distribuzione degli utili;
- crescente del saggio di crescita;
- decrescente della rischio dell'azienda.

P / E

Esprime il rapporto tra prezzo di mercato ed utile netto per azione (capitalizzazione / utile netto). Rappresenta il numero di volte (misurabile in anni) in cui la società ripagherebbe con i suoi utili l'investimento effettuato dal risparmiatore.

- Semplicità nel processo di calcolo;
- Ampia disponibilità delle informazioni necessarie;
- E' il multiplo più apprezzato e di maggior utilizzo in ambito borsistico;
- Trova giustificazione nel fatto che il principale contributo alla creazione di valore da parte di un'impresa sia la sua capacità di generare utili;
- Elevata influenza di politiche contabili, fiscali e di natura straordinaria (utile adjusted).

Ambiti di applicazione:

- Utilizzabile indistintamente in tutti i settori.

Utilizzo in ambito valutativo: **ALTO**

Il multiplo EV/EBIT

Come nel caso del P/E, anche il multiplo EV/EBIT può essere ricavato dai fondamentali dell'impresa.

Il valore del capitale operativo dell'impresa (EV) può essere ricavato attualizzando i flussi della gestione operativa, ad un tasso espressione del costo medio ponderato del capitale (WACC).

In caso di assenza di crescita, l'EBIT misura anche il flusso di cassa della gestione operativa, potendosi assumere che gli ammortamenti tendono ad uguagliare gli investimenti ed ipotizzando che non si verifichino variazioni del capitale circolante operativo.

EV / Ebit

Esprime il rapporto tra enterprise value ed ebit (margine operativo).

E' una valida alternativa al multiplo sull'ebitda, specialmente per società il cui attivo è caratterizzato dalla presenza preponderante di immobilizzazioni materiali.

Se da un lato il margine operativo (e di conseguenza il multiplo) tiene conto delle politiche di ammortamento, dall'altro risente maggiormente delle regole contabili (risultando meno neutrale sotto questo punto di vista rispetto al multiplo EV/Ebitda).

Ambiti di applicazione:

- Società con business stabile e maturo, ad alto capitale investito;
- Possono crearsi distorsioni nella valutazione di società di differenti paesi (politiche di ammortamento).

Utilizzo in ambito valutativo: **ALTO**

Il multiplo EV/EBITDA

È costituito dal rapporto tra il valore di mercato complessivo dell'impresa (al netto delle disponibilità liquide) ed il margine operativo al lordo di imposte, interessi, ammortamenti e accantonamenti.

I punti di forza del multiplo sono:

- il multiplo può essere calcolato per molte imprese in quanto gli EBITDA negativi sono molto rari rispetto ai casi di imprese con utili negativi;
- i diversi metodi di ammortamento condizionano l'utile netto ed il reddito operativo ma non l'EBITDA;
- il multiplo può essere comparato anche tra imprese con alta intensità di capitale (dove le differenze tra EBIT e EBITDA possono essere elevate);
- costituisce un importante indicatore di recupero finanziario (payback) del prezzo pagato nelle acquisizioni;
- Può essere comparato molto più facilmente fra imprese con un diverso grado di indebitamento finanziario.

EV / Ebitda

Esprime il rapporto tra enterprise value ed ebitda (margine operativo lordo).

E' il multiplo che trova a livello pratico il **maggior utilizzo**, in quanto riferito alla grandezza reddituale ebitda che, meglio di tutte le altre, è in grado di esprimere la capacità di un'azienda di generare valore attraverso l'attività caratteristica.

Collocandosi nel conto economico prima di tutte le voci relative alla gestione finanziaria e straordinaria, viene "intaccato" in misura inferiore da aspetti contabili e fiscali.

Ambiti di applicazione:

- Società con business stabile e maturo;
- Particolarmente utilizzato in ambito industriale;
- Viene sempre inserito all'interno di un campione di multipli utilizzati per la valutazione.

Utilizzo in ambito valutativo: **ALTO**

Il multiplo Price/Book Value

Il P/BV è il rapporto tra il valore di mercato di un'azienda e il suo patrimonio contabile.

Il valore di mercato di un'azienda è una stima della capacità di creare utili futuri, mentre il patrimonio netto contabile è in gran parte una misura del suo costo originario.

Pertanto il P/BV può essere considerato un moltiplicatore che esprime la capacità dell'azienda di produrre utili futuri in relazione al suo capitale investito.

P / Book Value

Esprime il rapporto tra prezzo di mercato di un'azione e patrimonio netto per azione (capitalizzazione / patrimonio netto).

Rappresenta quanto un investitore sia disposto a pagare in più rispetto al semplice valore patrimoniale dell'azienda.

- E' di immediata interpretazione;
- Spesso affiancato ai metodi patrimoniali puri.

Ambiti di applicazione:

- Molto utilizzato per società caratterizzate da un'elevata consistenza patrimoniale, necessaria allo svolgimento delle attività (banche, assicurazioni, società finanziarie);
- Nella prassi assume poca rilevanza per la valutazione di società industriali.

Utilizzo in ambito valutativo: **MEDIO**

La relazione tra P/BV e ROE

Fra P/BV e ROE esiste una correlazione positiva poiché il multiplo P/BV equivale al prodotto fra ROE e multiplo P/E.

Tale relazione è indicativa del fatto che un elevato ROE si accompagna non solo ad un elevato P/BV ma anche a un elevato P/E e che un basso ROE è ugualmente associabile a un basso P/E.

In sintesi, il rapporto P/BV è funzione:

- crescente del ROE, del saggio di distribuzione degli utili e del saggio di crescita;
- decrescente della rischiosità dell'azienda.

La relazione tra P/BV e ROE

I rapporti P/BV cambiano da azienda ad azienda in funzione di diversi fattori:

- aspettative di crescita aziendale;
- saggi di distribuzione degli utili;
- livelli di rischio imprenditoriale;
- differenza di ROE.

I Multipli Price/Sales e Enterprise Value/Sales

I multipli P/S e EV/S:

- non sono influenzabili da politiche di bilancio;
- sono applicabili anche ad azienda in perdita
- sono meno volatili e più stabili degli altri multipli;
- non misurano la marginalità reddituale dell'impresa;
- nella comparazione non permettono di cogliere le differenze di redditività ed efficienza fra le società campione.

EV / Sales

Esprime il rapporto tra enterprise value e fatturato di una società.

- E' il multiplo meno influenzato dalle politiche contabili;
- Tende ad essere più stabile nel tempo;
- E' sempre calcolabile (non esprime mai valori negativi);
- E' strettamente legato alla capacità di crescita dei ricavi di una società.

Ambiti di applicazione:

- Società oggetto della valutazione in fase di start-up;
- Società caratterizzate da bassa leva operativa;
- Solo di rado utilizzato per la valutazione di società con business ben avviato.

Utilizzo in ambito valutativo: **MEDIO**

P / Free cash flow

Esprime il rapporto tra prezzo di mercato di un'azione e flusso di cassa netto per azione (capitalizzazione / flusso di cassa netto).

Rappresenta il numero di volte (misurabile in anni) in cui la società ripagherebbe con i suoi flussi di cassa l'investimento effettuato dal risparmiatore.

Esprime un giudizio in funzione della capacità di generare flussi di cassa;

■ Nella prassi assume minore rilevanza rispetto a EV/Ebitda o EV/Ebit;

■ Maggiore influenza delle politiche contabili.

Ambiti di applicazione:





- Solitamente non viene utilizzato per le società finanziarie;
- Importante in settori caratterizzati da elevati investimenti ricorrenti. Utilizzo in ambito

valutativo: **MEDIO Price to cash earnings (P/CE) : Rapporto tra il valore di borsa di un'azione (price) e la somma di utile netto per azione e di ammortamento di beni materiali e immateriali per azione (flusso di cassa della gestione reddituale).**

Multipli operativi

Esprimono il rapporto tra l'E.V. di un'azienda ed un elemento chiave di misurazione della capacità della stessa.

Sono fortemente influenzati dalle decisioni strategiche prese in ambito manageriale e sono utilizzati solo di rado per alcuni specifici settori:

- Media  numero di abbonati
- Internet  numero di contatti
- Alberghiero  numero di stanze
- Telecomunicazioni  numero di utenti

Rappresentano una misura aggiuntiva nel processo di valutazione da affinare ai multipli tradizionali, ma raramente permettono di valutare in modo appropriato il valore di un'impresa in modo autonomo.

Utilizzo in ambito valutativo: **BASSO**

I peripheral assets e i non core assets

- I peripheral assets sono costituiti dalle partecipazioni di minoranza non consolidate e quindi non evidenziate nelle risultanze dei fondamentali operativi di bilancio della società (l'impatto, se esistente, è relativo alla contabilizzazione dei dividendi con un effetto limitato all'utile netto e al cash flow) mentre, assorbendo capitale, implicano un maggiore indebitamento con effetti sull'EV.
- I non core assets sono cespiti estranei all'attività caratteristica (immobili, terreni, collezioni d'arte, ecc.) o semplicemente ridondanti rispetto alle esigenze operative (tipicamente terreni e immobili strumentali) che impattano sulla redditività, ma in modo generalmente meno che proporzionale rispetto al capitale assorbito (che incide sull'EV).

Valutazione d'Azienda

I METODI RELATIVI

I metodi relativi

Le valutazioni comparative di mercato

« Le valutazioni comparative comportano l'applicazione, a grandezze aziendali rilevanti, di moltiplicatori (o multipli) ricavati dalle capitalizzazioni di Borsa di società quotate confrontabili, o dalle negoziazioni comunque avvenute con riferimento a quote di capitale di società confrontabili. Rappresentano stime di tipo analogico finalizzate all'individuazione di un probabile valore di mercato dell'azienda, o del ramo di azienda, oggetto di esame, muovendo da prezzi registrati sul mercato per titoli di aziende quotate simili o per pacchetti azionari di società quotate e non quotate.

I metodi relativi

Le valutazioni comparative di mercato

L'esperto deve essere consapevole che non esistendo aziende sosia all'azienda da valutare, l'apparente semplicità di tali valutazioni nasconde numerose insidie, per effetto delle quali i metodi relativi possono condurre a risultati fuorvianti in quanto si estende all'azienda oggetto di valutazione profili che essa non ha.

I metodi relativi: criticità

« I principali aspetti critici dei metodi relativi sono:

- la razionalità dei prezzi rilevati (e dunque dei moltiplicatori costruiti sui medesimi);
- la confrontabilità del campione di aziende di riferimento;
- le modalità di determinazione dei moltiplicatori (detti anche multipli);
- il posizionamento dell'azienda considerata rispetto al campione prescelto;
- la costruzione della sintesi delle valutazioni di valore derivanti, eventualmente, da più moltiplicatori;
- i tempi ai quali si riferiscono le transazioni di società comparabili.

Moltiplicatori di borsa e transazioni comparabili

APPROCCIO DEI MOLTIPLICATORI DI BORSA

(o SOCIETÀ COMPARABILI)

Il valore è determinato sulla base dei prezzi di borsa che il mercato assegna a soggetti economici comparabili alla società oggetto di valutazione

→ Prezzo unitario per azione (*price*, P)

APPROCCIO DELLE TRANSAZIONI COMPARABILI

Il valore è determinato sulla base dei prezzi negoziati in transazioni di società omogenee avvenute fuori dal mercato borsistico

→ Prezzo del pacchetto oggetto della transazione

Metodo dei moltiplicatori di borsa

Il valore dell'azienda dipende strettamente dall'indicatore di performance utilizzato.

$$P_1 / X_1 = P_2 / X_2 \qquad P_1 = X_1 * P_2 / X_2$$

P_1 = prezzo dell'azienda da valutare (incognita)

P_2 = prezzo dell'azienda omogenea quotata (noto)

⇒ si tratta della capitalizzazione di borsa pari a:

prezzo unitario medio per azione * n. di azioni

X_1 = valore assunto dall'indicatore di performance dell'azienda da valutare;

X_2 = valore assunto dall'indicatore di performance dell'azienda omogenea quotata

Il metodo dei moltiplicatori di borsa: le fasi di applicazione



1. Selezione delle società comparabili

Si tratta di una fase tanto sostanziale quanto delicata: poiché le aziende sono tutte diverse fra loro, è necessario ricercare il livello di omogeneità con il maggiore grado di approssimazione possibile.

Tanto superiore è il grado di omogeneità tra la società oggetto di valutazione e quelle comparabili, tanto minore può essere la numerosità del campione (minimo 3-5 società).

Principali fattori da considerare per effettuare la scelta:

Appartenenza al medesimo settore:

Società operante in più settori deve svolgere almeno 70-80% dell'attività nel settore della società da valutare. In alternativa è opportuno, se possibile, depurare il multiplo isolando lo specifico ramo d'azienda.

Posizionamento strategico-organizzativo:

L'esperto deve dedicare la dovuta attenzione al corretto posizionamento dell'azienda considerata rispetto al campione di società confrontabili.

1. Selezione delle società comparabili

Dimensioni:

Imprese più grandi sono meno vulnerabili, ma anche meno flessibili e reattive.

Crescita attesa degli utili:

Omogeneità nelle attese di crescita degli utili (tasso di reinvestimento degli utili).

Grado di indebitamento:

A parità di condizioni, l'azienda maggiormente indebitata e con maggior rischiosità finanziaria presenterà un multiplo più basso. Occorre depurare il multiplo dalla componente finanziaria e reintrodurre detta componente sulla base della specifica struttura finanziaria dell'azienda oggetto di valutazione.

Deducibilità fiscale degli interessi passivi:

Lo «scudo fiscale» comporta una correzione al rialzo dei multipli.

Aliquote di prelievo fiscale:

E' necessario tenerne conto in caso di multipli che non scontano il prelievo fiscale (es. moltiplicatori del fatturato, dell'Ebitda, dell'Ebit, ecc.).

1. Selezione delle società comparabili

Presenza di crediti fiscali:

Si fa riferimento a perdite fiscali pregresse con prospettive di poterne beneficiare.

Difformità dei principi contabili:

Si accentuano scendendo, nella struttura del conto economico, verso l'utile netto.

2. Selezione dei moltiplicatori

Multipli di capitale

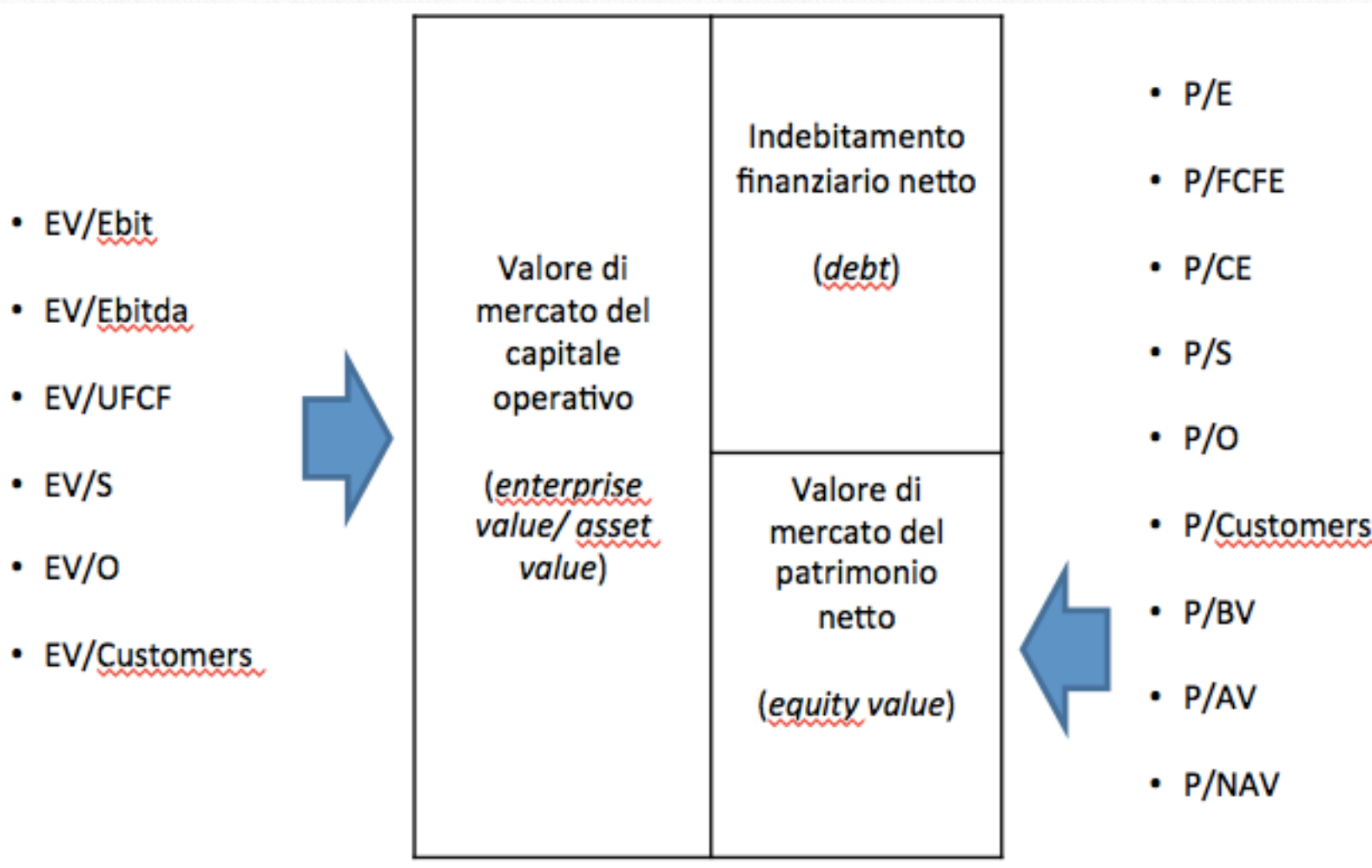
- Ottica EQUITY SIDE;
- Quantificazione diretta del capitale dell'impresa, detto EQUITY VALUE;
- Multipli LEVERED (influenzati dalla struttura finanziaria);

Multipli del valore complessivo dell'azienda

- Ottica ASSET SIDE;
- Determinazione dell'ASSET VALUE, dato dalla sommatoria tra valore di mercato e valore dell'indebitamento netto (Posizione Finanziaria Netta);

« L'esperto deve motivare le proprie scelte in merito ai moltiplicatori selezionati, alle modalità di determinazione dei medesimi e alla formazione del campione di società confrontabili. Deve motivare la dispersione dei multipli rilevati e l'esistenza di condizioni di omogeneità con l'azienda da valutare.

2. Selezione dei moltiplicatori



2. Selezione dei moltiplicatori

Oggetto della stima	Variabile chiave del multiplo	Grandezza di riferimento	Multiplo
<u>E</u> <u>(equity value)</u>	Risultato reddituale	Utile netto	P/E <u>price to earning</u>
	Risultato finanziario	Flusso di cassa disponibile per gli azionisti (utili netti + <u>amm.ti</u> – investimenti di mantenimento)	P/FCFE <u>price to free cash flow to equity</u>
		Flusso di cassa della gestione reddituale (utili netti + <u>amm.ti</u>)	P/CE <u>price to cash earnings</u>
	Dimensione aziendale	Fatturato	P/S <u>price to sales</u>
		Volumi di output, espressi in quantità	P/O <u>price to output</u>
		Numero clienti	P/Customers <u>price to customers</u>
	Valori contabili	Patrimonio netto	P/BV <u>price to book value</u>
		Totale attivo	P/AV <u>price to asset value</u>
	Valori di rimpiazzo	Patrimonio espresso a valori di rimpiazzo	P/NAV <u>price to net asset value</u>

2. Selezione dei moltiplicatori

Oggetto della stima	Variabile chiave del multiplo	Grandezza di riferimento	Multiplo
EV (<i>enterprise value</i>)	Risultato reddituale	Utile operativo (Ebit)	EV/Ebit <i>enterprise value to Ebit</i>
		Margine operativo lordo (Ebitda)	EV/Ebitda <i>enterprise value to Ebitda</i>
	Risultato finanziario	Flusso di cassa operativo netto (Ebitda – investimenti di mantenimento del capitale fisso)	EV/UFCF <i>enterprise value to unlevered free cash flow</i>
	Dimensione aziendale	Fatturato	EV/S <i>enterprise value to sales</i>
		Volumi di output, espressi in quantità	EV/O <i>enterprise value to output</i>
		Numero di clienti	EV/Customers <i>enterprise value to customers</i>

3. Calcolo dei multipli di settore

Una volta individuato l'insieme delle società comparabili vengono costruiti i multipli delle stesse.

Il «multiplo di settore» viene individuato potendo scegliere fra l'applicazione della media semplice, della media ponderata, della mediana, della media escludendo i valori estremi, e così via.

Gli automatismi acritici sono assolutamente da evitare. Piuttosto si tratta di procedere mediante approssimazioni successive: scartando società comparabili non adeguate, privilegiando correlazioni significative tra multipli e variabili di performance, e così via.

Esempio di applicazione

Valutare l'azienda X sulla base dei seguenti dati:

- Fatturato: 350 milioni
- Ebitda: 51 milioni
- Indebitamento netto: 95 milioni

Le società comparabili individuate sono le seguenti:

Azienda	Capitalizzazione di borsa	Indebitamento netto	Enterprise value	Fatturato (Sales)	Ebitda
Azienda Alfa	8.500	250	8.750	3.500	750
Azienda Beta	3.500	-55	3.445	600	280
Azienda Gamma	25.000	5.600	30.600	8.000	2.350

Esempio di applicazione

Azienda	EV/S	EV/Ebitda
Azienda Alfa	2,5	11,67
Azienda Beta	5,74	12,3
Azienda Gamma	3,83	13,02
Media semplice	4,02	12,33
Varianza	2,65	0,46

Applicando il multiplo EV/Ebitda il valore della società è pari a:

- Multiplo x Ebitda – indebitamento netto $\Rightarrow 12,33 \times 51 - 95 = 533,83$

L'orizzonte temporale dei risultati accolti per la valutazione

Multipli storici, qualora si faccia ricorso ai flussi di risultato dell'ultimo bilancio disponibile.

Multipli trailing, qualora si faccia ricorso ai flussi di risultato dei 12 mesi immediatamente antecedenti al momento della valutazione.

Multipli forward, qualora si faccia ricorso ai risultati prospettici di uno o più esercizi.

→ sono quelli preferibili ma presentano il grande ostacolo di dover stimare i risultati futuri, anche delle società comparabili.

Deve esserci coerenza tra il multiplo scelto e l'indicatore di performance dell'azienda da valutare.

Metodo delle transazioni comparabili

La metodologia valutativa non si discosta concettualmente da quella dei multipli di mercato, se non che il riferimento non è ai prezzi di borsa ma a prezzi negoziati di pacchetti azionari (tipicamente di controllo).

I multipli sono denominati *deal multiples*.

N.B: « L'esperto deve essere consapevole della diversa valenza informativa dei moltiplicatori desunti da società comparabili o da transazioni comparabili. Deve anche tenere presente l'influenza esercitata nel primo caso dalla liquidità dei titoli e nel secondo dai premi per il controllo o dagli sconti per mancanza di liquidità. In particolare va ricordato che normalmente una valutazione comparativa tratta dal mondo delle società quotate può non essere adeguata a valutare un'azienda non quotata (pur comparabile) senza adeguati correttivi.