

Temi della lezione

- 1 Il metodo di valutazione dei multipli di borsa: introduzione
- 2 Principali fasi di applicazione del metodo
- 3 Il caso Fiorucci: selezione dei *comparables*
- 4 Il caso Fiorucci: selezione dei multipli
- 5 Il caso Fiorucci: calcolo dei multipli
- 6 Il caso Fiorucci: applicazione dei multipli e valutazione
- 7 Considerazioni conclusive

Temi della lezione

- 1 Il metodo di valutazione dei multipli di borsa: introduzione**
- 2 Principali fasi di applicazione del metodo**
- 3 Il caso Fiorucci: selezione dei *comparables***
- 4 Il caso Fiorucci: selezione dei multipli**
- 5 Il caso Fiorucci: calcolo dei multipli**
- 6 Il caso Fiorucci: applicazione dei multipli e valutazione**
- 7 Considerazioni conclusive**

Il metodo di valutazione dei multipli di borsa: introduzione

Metodi fondamentali

- ▶ Metodi basati sulle caratteristiche specifiche dell'azienda oggetto di valutazione
- ▶ Valore analiticamente determinato tramite l'attualizzazione di flussi di cassa futuri
- ▶ Esempi: *Discounted Cash-Flow, Discounted Dividend Model*

Metodi relativi

- ▶ Metodi basati su:
 - La similarità tra l'azienda oggetto di valutazione e un campione di aziende ritenute simili
 - La “trasferibilità” dei rapporti (i.e. i multipli) tra il valore delle aziende del campione ed i rispettivi fondamentali all'azienda oggetto di valutazione
- ▶ Valore approssimativamente determinato tramite l'applicazione dei multipli del campione ai fondamentali dell'azienda oggetto di valutazione
- ▶ Esempi: multipli di borsa, multipli di transazioni comparabili

I metodi di valutazione c.d. “relativi” si basano sul concetto di comparabilità

Temi della lezione

- 1 Il metodo di valutazione dei multipli di borsa: introduzione
- 2 **Principali fasi di applicazione del metodo**
- 3 Il caso Fiorucci: selezione dei *comparables*
- 4 Il caso Fiorucci: selezione dei multipli
- 5 Il caso Fiorucci: calcolo dei multipli
- 6 Il caso Fiorucci: applicazione dei multipli e valutazione
- 7 Considerazioni conclusive

Principali fasi di applicazione del metodo

Selezione dei *comparables*

- ▶ Individuazione di un campione di società ritenute comparabili all'azienda oggetto di valutazione
- ▶ Diversi criteri utilizzabili: affinità di settore, modello di *business*, mercato geografico di riferimento, dimensioni, *brand*, *driver* della domanda...

Selezione dei multipli

- ▶ Multipli Asset-side:
 - Rapportano l'Enterprise Value ai principali fondamentali operativi
 - Non tengono in considerazione la struttura finanziaria
 - Esempi: EV/Sales, EV/EBITDA, EV/EBITA, EV/Operating Cash-Flow
- ▶ Multipli Equity-side:
 - Rapportano l'Equity Value all'utile, a grandezze di flussi di cassa per gli azionisti o al patrimonio netto
 - Sono influenzati dalla struttura finanziaria
 - Esempi: P/E, P/BV, P/Free Cash-Flow

La corretta selezione dei *comparables* e dei multipli è di fondamentale importanza

Principali fasi di applicazione del metodo (segue)

Calcolo dei multipli

- ▶ Raccolta delle informazioni per calcolare
 - L'Enterprise Value
 - Le stime dei fondamentali di ciascuna società del campione
- ▶ Calcolo dei multipli ritenuti idonei
- ▶ Verifica della necessità di effettuare eventuali aggiustamenti ai risultati ottenuti

Applicazione dei multipli e valutazione

- ▶ Selezione di multipli ritenuti più significativi
- ▶ Applicazione dei multipli ai fondamentali dell'azienda da valutare
 - Applicazione dei risultati ottenuti dal calcolo
 - Applicazione di multipli teorici stimati tramite il metodo della retta di regressione

L'applicazione dei multipli non è un'attività "meccanica", ma richiede sensibilità valutativa

Temi della lezione

- 1 Il metodo di valutazione dei multipli di borsa: introduzione
- 2 Principali fasi di applicazione del metodo
- 3 Il caso Fiorucci: selezione dei *comparables*
- 4 Il caso Fiorucci: selezione dei multipli
- 5 Il caso Fiorucci: calcolo dei multipli
- 6 Il caso Fiorucci: applicazione dei multipli e valutazione
- 7 Considerazioni conclusive

Il caso Fiorucci: selezione dei *comparables*

Criteri utilizzati per selezionare i *comparables*

- ▶ Tier 1 *comparables*: *food processors*
 - Appartenenza allo stesso sub-settore
 - Similarità di modello di *business*
 - Stesso mercato geografico
 - Similarità di dimensione
- ▶ Tier 2 *comparables*: *food&beverage*
 - Appartenenza allo stesso macro-settore
 - Caratteristiche “estreme”

Comparables selezionati per la valutazione di Fiorucci

- ▶ Tier 1: Atria (FIN), Campofrio (ES), Cranswick (UK), Cremonini (ITA), Ebro Puleva (ES)
- ▶ Tier 2:
 - European Large Caps: Groupe Danone (FR), Nestlé (CH), Cadbury Schweppes (UK)
 - European Mid Caps: ABF (UK), IAWS (IRL), Premier Foods (UK)
 - “Category Killers”: Hershey (US), Lindt & Spruengli (CH), McCormick (US), Wrigley (US)

Diversi sotto-campioni per determinare i “confini” della valutazione

Temi della lezione

- 1 Il metodo di valutazione dei multipli di borsa: introduzione
- 2 Principali fasi di applicazione del metodo
- 3 Il caso Fiorucci: selezione dei *comparables*
- 4 Il caso Fiorucci: selezione dei multipli
- 5 Il caso Fiorucci: calcolo dei multipli
- 6 Il caso Fiorucci: applicazione dei multipli e valutazione
- 7 Considerazioni conclusive

Il caso Fiorucci: selezione dei multipli

Multipli utilizzati per la valutazione di Fiorucci

- ▶ EV / Sales
- ▶ EV / EBITDA
- ▶ EV / EBIT

Multipli non utilizzati per la valutazione di Fiorucci

- ▶ P / E – poco significativo
- ▶ P / Book Value – poco significativo
- ▶ Multipli operativi – non applicabili

Le società industriali vengono normalmente valutate con multipli “Asset-side”

Temi della lezione

- 1 Il metodo di valutazione dei multipli di borsa: introduzione
- 2 Principali fasi di applicazione del metodo
- 3 Il caso Fiorucci: selezione dei *comparables*
- 4 Il caso Fiorucci: selezione dei multipli
- 5 Il caso Fiorucci: calcolo dei multipli
- 6 Il caso Fiorucci: applicazione dei multipli e valutazione
- 7 Considerazioni conclusive

Il caso Fiorucci: calcolo dei multipli

Groupe Danone – Calcolo dell'Equity Market Value

Equity Market Value Calculation	
22/10/2007 Stock Price	58.4
52 Week High	64.2
52 Week Low	51.3
Factset Primary Shares Outstanding (MM)	512.9
Primary Shares Outstanding (MM)	512.9
Fully Diluted Shares (MM)	512.9
Secondary Share Price Ticker	
Secondary Shares Current Stock Price	–
Factset Secondary Shares Outstanding	–
Secondary Shares Outstanding (MM)	–
Third Class Share Price Ticker	
Third Class Shares Current Stock Price	–
Factset Third Class Shares Outstanding	–
Third Class Shares Outstanding (MM)	–
Equity Market Value (€m)	29,936

Il caso Fiorucci: calcolo dei multipli

Groupe Danone – Calcolo dell'Enterprise Value

Enterprise Value Calculation	
Equity Market Value (€m)	29,936
(+) Short Term Debt	416
(+) Long Term Debt (Excluding Convertibles)	13,770
(+) Convertible Debt	–
Total Debt	14,186
(+) Preferred Stock (Excluding Convertibles)	–
(+) Out of the Money Convertible Preferred	–
(-) Less Cash & Cash Equivalents	(3,219)
Latest Net Debt	10,967
(+) Minority Interest	1,584
(-) Associates	(2,349)
(+) Unfunded Pension Liabilities	147
(+) Other Adjustments	–
Latest Net Debt & Adjustments	
Enterprise Value	40,285

Il caso Fiorucci: calcolo dei multipli

Groupe Danone – Stima dei fondamentali prospettici

Brokers' Estimates Consensus												
	Sales			EBITDA			EBIT			Net Income		
	2007	2008	2009	2007	2008	2009	2007	2008	2009	2007	2008	2009
JPMorgan	14,724	16,770	18,112	2,604	3,102	3,396	2,060	2,549	2,798	1,293	1,462	n.a.
Morgan Stanley	13,157	16,369	17,691	2,419	3,061	3,381	1,785	2,416	2,691	1,108	1,419	1,662
ABN Amro	13,147	16,994	18,522	2,354	3,065	3,431	1,821	2,510	2,820	1,014	1,381	1,630
Merril Lynch	12,671	16,842	18,440	2,049	2,988	3,303	1,725	2,486	2,787	1,086	1,390	1,609
Credit Suisse	12,882	16,647	18,054	2,252	3,072	n.a.	1,781	2,493	2,761	1,237	1,340	1,539
Consensus (€m)	13,316	16,724	18,164	2,336	3,058	3,378	1,834	2,491	2,771	1,148	1,398	1,610

Year ended 31/12	2006A	2007E	Adj.	2007PF	2008E	2009E
Sales	14,073	13,316	2,878	16,194	16,724	18,164
EBITDA	2,405	2,336	588	2,924	3,058	3,378
(-) Depreciation	(491)	(501)	(73)	(574)	(567)	(606)
EBITA	1,914	1,834	515	2,349	2,491	2,771
(-) Goodwill Amortisation	-	-	-	-	-	-
EBIT	1,914	1,834	515	2,349	2,491	2,771
(-) Net Interest Expense			(400)			
Net Income for the Group (Adjusted)	1,194	1,148	150	1,297	1,398	1,610

Il caso Fiorucci: calcolo dei multipli

Multipli del campione – Risultati

Company Name	Market Value	Enterprise Value	EV / Sales			EV / EBITDA			EV / EBIT			P/E		
			2007E	2008E	2009E	2007E	2008E	2009E	2007E	2008E	2009E	2007E	2008E	2009E
European Food Processors														
Atria	582	883	0.68x	0.65x	0.61x	8.0x	7.1x	6.6x	11.5x	11.7x	10.6x	15.5x	13.3x	11.6x
Campofrio	615	879	0.95x	0.89x	0.85x	8.9x	7.6x	6.7x	12.9x	10.0x	8.9x	16.7x	13.0x	10.4x
Cranswick	532	645	0.77x	0.71x	0.67x	9.2x	8.5x	7.8x	11.4x	10.5x	9.5x	13.7x	12.0x	11.9x
Cremonini	298	1,197	0.49x	0.46x	0.44x	8.2x	7.8x	7.0x	12.6x	11.8x	10.4x	18.6x	15.6x	16.1x
Ebro Puleva	2,149	3,281	1.24x	1.36x	1.24x	9.9x	10.5x	9.3x	14.3x	14.9x	12.9x	18.2x	34.4x	13.9x
Average			0.83x	0.82x	0.76x	8.8x	8.3x	7.5x	12.5x	11.8x	10.5x	16.5x	17.6x	12.8x
Median			0.77x	0.71x	0.67x	8.9x	7.8x	7.0x	12.6x	11.7x	10.4x	16.7x	13.3x	11.9x
European Large Caps														
Cadbury Schweppes	18,606	23,085	2.05x	1.96x	1.88x	11.6x	10.9x	10.2x	14.6x	13.6x	12.7x	17.8x	16.5x	15.2x
Danone	29,936	40,285	2.49x	2.41x	2.22x	13.8x	13.2x	11.9x	17.1x	16.2x	14.5x	23.1x	21.4x	18.6x
Nestlé	117,583	121,840	2.15x	2.04x	1.94x	11.2x	10.5x	9.8x	13.8x	12.8x	11.9x	19.2x	17.5x	15.6x
Average			2.23x	2.14x	2.01x	12.2x	11.5x	10.7x	15.2x	14.2x	13.0x	20.0x	18.5x	16.5x
Median			2.15x	2.04x	1.94x	11.6x	10.9x	10.2x	14.6x	13.6x	12.7x	19.2x	17.5x	15.6x
European Mid Caps														
ABF	9,614	10,218	1.02x	0.98x	0.94x	8.6x	8.2x	7.4x	11.4x	10.8x	9.6x	15.2x	14.8x	13.4x
IAWS	1,941	2,311	1.16x	1.06x	0.99x	11.9x	10.3x	9.5x	16.4x	14.3x	13.0x	17.6x	16.0x	14.2x
Premier Foods	2,557	5,051	1.56x	1.39x	1.37x	9.8x	7.7x	7.1x	13.2x	10.2x	9.2x	12.3x	11.1x	8.5x
Average			1.25x	1.14x	1.10x	10.1x	8.7x	8.0x	13.7x	11.8x	10.6x	15.0x	13.9x	12.0x
Median			1.16x	1.06x	0.99x	9.8x	8.2x	7.4x	13.2x	10.8x	9.6x	15.2x	14.8x	13.4x
Focused "Category Killers"														
Hershey	6,821	8,358	2.36x	2.30x	2.23x	10.2x	9.7x	9.2x	12.7x	12.1x	11.4x	18.4x	17.1x	15.7x
Lindt & Spruengli	5,666	5,626	3.17x	2.83x	2.56x	20.9x	18.1x	16.1x	26.5x	22.9x	20.3x	37.1x	31.9x	27.9x
McCormick	3,383	3,897	1.89x	1.81x	NA	11.4x	10.5x	NA	13.8x	12.6x	NA	18.3x	16.7x	NA
Wrigley	13,131	13,870	3.72x	3.49x	3.28x	16.6x	15.2x	13.9x	20.3x	18.6x	17.1x	30.1x	27.1x	24.3x
Average			2.78x	2.61x	2.69x	14.8x	13.4x	13.1x	18.3x	16.6x	16.3x	26.0x	23.2x	22.7x
Median			2.77x	2.56x	2.56x	14.0x	12.8x	13.9x	17.0x	15.6x	17.1x	24.2x	22.1x	24.3x

Temi della lezione

- 1 Il metodo di valutazione dei multipli di borsa: introduzione
- 2 Principali fasi di applicazione del metodo
- 3 Il caso Fiorucci: selezione dei *comparables*
- 4 Il caso Fiorucci: selezione dei multipli
- 5 Il caso Fiorucci: calcolo dei multipli
- 6 Il caso Fiorucci: applicazione dei multipli e valutazione
- 7 Considerazioni conclusive

Il caso Fiorucci: applicazione dei multipli e valutazione

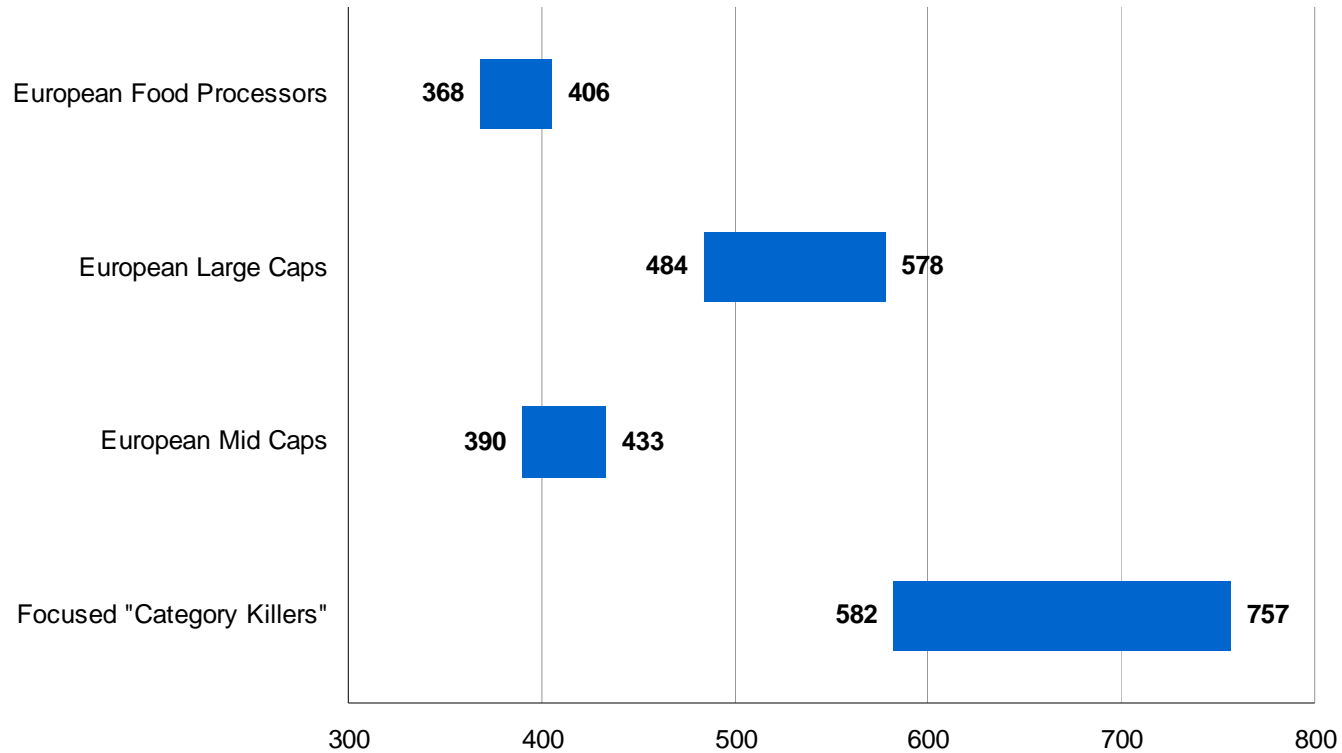
Fondamentali di Fiorucci

(€m)	2006A	2007E	2008E	2009E
Sales	361	379	397	417
<i>Yoy growth %</i>		5.0%	5.0%	5.0%
EBITDA	39	42	48	54
<i>Margin %</i>	10.7%	11.0%	12.0%	13.0%
EBITA	11	14	19	24
<i>Margin %</i>	3.1%	3.6%	4.7%	5.8%
Net Income	(7)	n.m.	n.m.	n.m.

Una valutazione col metodo dei multipli di borsa richiede pochi *input* e molte meno proiezioni finanziarie rispetto ad un metodo fondamentale

Il caso Fiorucci: applicazione dei multipli e valutazione

Applicazione dei multipli EV/EBITDA ai fondamentali di Fiorucci – Sintesi dei risultati



Notevole variabilità dei risultati

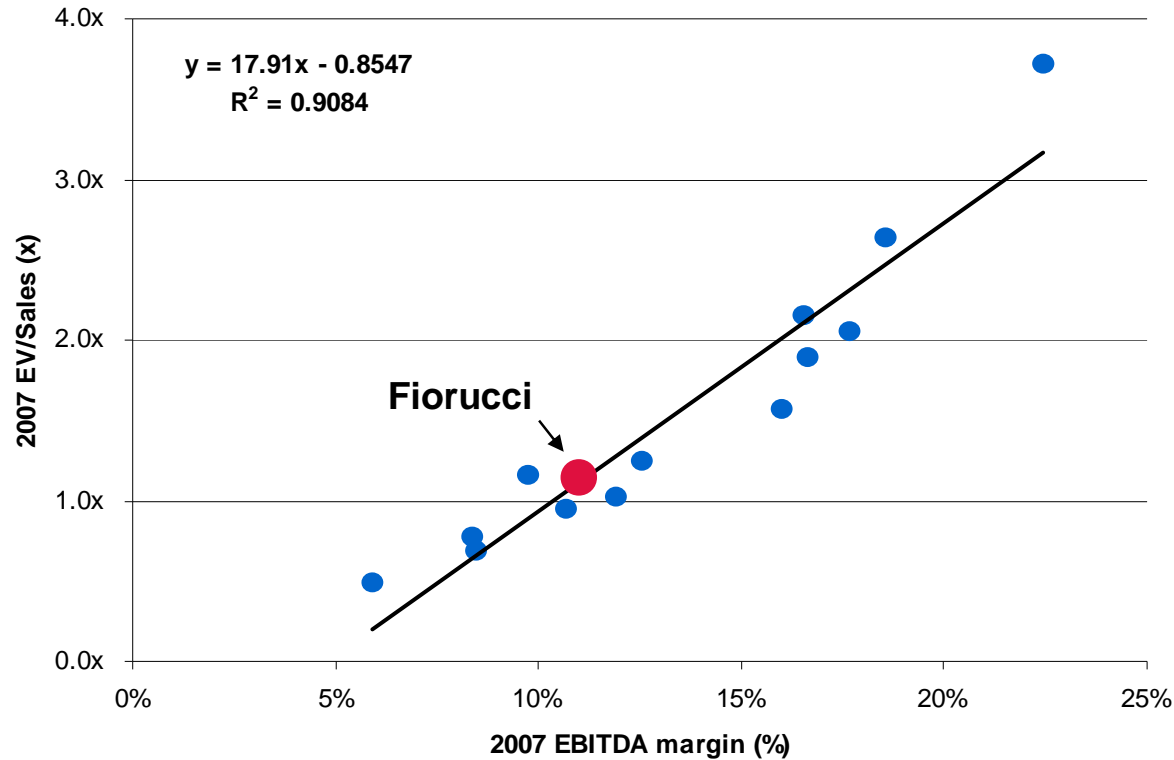
Il caso Fiorucci: applicazione dei multipli e valutazione

EV multiples e “companion variable” – EBITDA margin analysis

Company Name	Market Value	Enterprise Value	EV / Sales			EV / EBITDA			07-09 CAGR		EBITDA margin		
			2007E	2008E	2009E	2007E	2008E	2009E	Sales	EBITDA	2007E	2008E	2009E
European Food Processors													
Atria	582	883	0.68x	0.65x	0.61x	8.0x	7.1x	6.6x	5.5%	10.0%	8.5%	9.3%	9.2%
Campofrio	615	879	0.95x	0.89x	0.85x	8.9x	7.6x	6.7x	5.5%	15.3%	10.7%	11.8%	12.7%
Cranswick	532	645	0.77x	0.71x	0.67x	9.2x	8.5x	7.8x	7.4%	8.5%	8.4%	8.4%	8.6%
Cremonini	298	1,197	0.49x	0.46x	0.44x	8.2x	7.8x	7.0x	5.5%	8.5%	5.9%	5.9%	6.2%
Ebro Puleva	2,149	3,281	1.24x	1.36x	1.24x	9.9x	10.5x	9.3x	0.1%	3.3%	12.5%	13.0%	13.4%
Average			0.83x	0.82x	0.76x	8.8x	8.3x	7.5x	4.8%	9.1%	9.2%	9.7%	10.0%
Median			0.77x	0.71x	0.67x	8.9x	7.8x	7.0x	5.5%	8.5%	8.5%	9.3%	9.2%
European Large Caps													
Cadbury Schweppes	18,606	23,085	2.05x	1.96x	1.88x	11.6x	10.9x	10.2x	4.6%	6.7%	17.7%	18.0%	18.4%
Danone	29,936	40,285	2.49x	2.41x	2.22x	13.8x	13.2x	11.9x	5.9%	7.5%	18.1%	18.3%	18.6%
Nestlé	117,583	121,840	2.15x	2.04x	1.94x	11.2x	10.5x	9.8x	5.4%	6.6%	19.3%	19.5%	19.7%
Average			2.23x	2.14x	2.01x	12.2x	11.5x	10.7x	5.3%	6.9%	18.3%	18.6%	18.9%
Median			2.15x	2.04x	1.94x	11.6x	10.9x	10.2x	5.4%	6.7%	18.1%	18.3%	18.6%
European Mid Caps													
ABF	9,614	10,218	1.02x	0.98x	0.94x	8.6x	8.2x	7.4x	4.5%	7.9%	11.9%	12.0%	12.7%
IAWS	1,941	2,311	1.16x	1.06x	0.99x	11.9x	10.3x	9.5x	8.0%	12.0%	9.7%	10.3%	10.5%
Premier Foods	2,557	5,051	1.56x	1.39x	1.37x	9.8x	7.7x	7.1x	6.8%	17.0%	16.0%	18.1%	19.2%
Average			1.25x	1.14x	1.10x	10.1x	8.7x	8.0x	6.4%	12.3%	12.5%	13.4%	14.1%
Median			1.16x	1.06x	0.99x	9.8x	8.2x	7.4x	6.8%	12.0%	11.9%	12.0%	12.7%
Focused "Category Killers"													
Hershey	6,821	8,358	2.36x	2.30x	2.23x	10.2x	9.7x	9.2x	2.9%	5.3%	23.2%	23.6%	24.3%
Lindt & Spruengli	5,666	5,626	3.17x	2.83x	2.56x	20.9x	18.1x	16.1x	11.4%	14.0%	15.2%	15.6%	15.9%
McCormick	3,383	3,897	1.89x	1.81x	NA	11.4x	10.5x	NA	NA	NA	16.6%	17.3%	NA
Wrigley	13,131	13,870	3.72x	3.49x	3.28x	16.6x	15.2x	13.9x	6.5%	9.0%	22.4%	23.0%	23.5%
Average			2.78x	2.61x	2.69x	14.8x	13.4x	13.1x	6.9%	9.4%	19.4%	19.9%	21.2%
Median			2.77x	2.56x	2.56x	14.0x	12.8x	13.9x	6.5%	9.0%	19.5%	20.1%	23.5%

Il caso Fiorucci: applicazione dei multipli e valutazione

La retta di regressione – EV/Sales vs. EBITDA margin (2007)



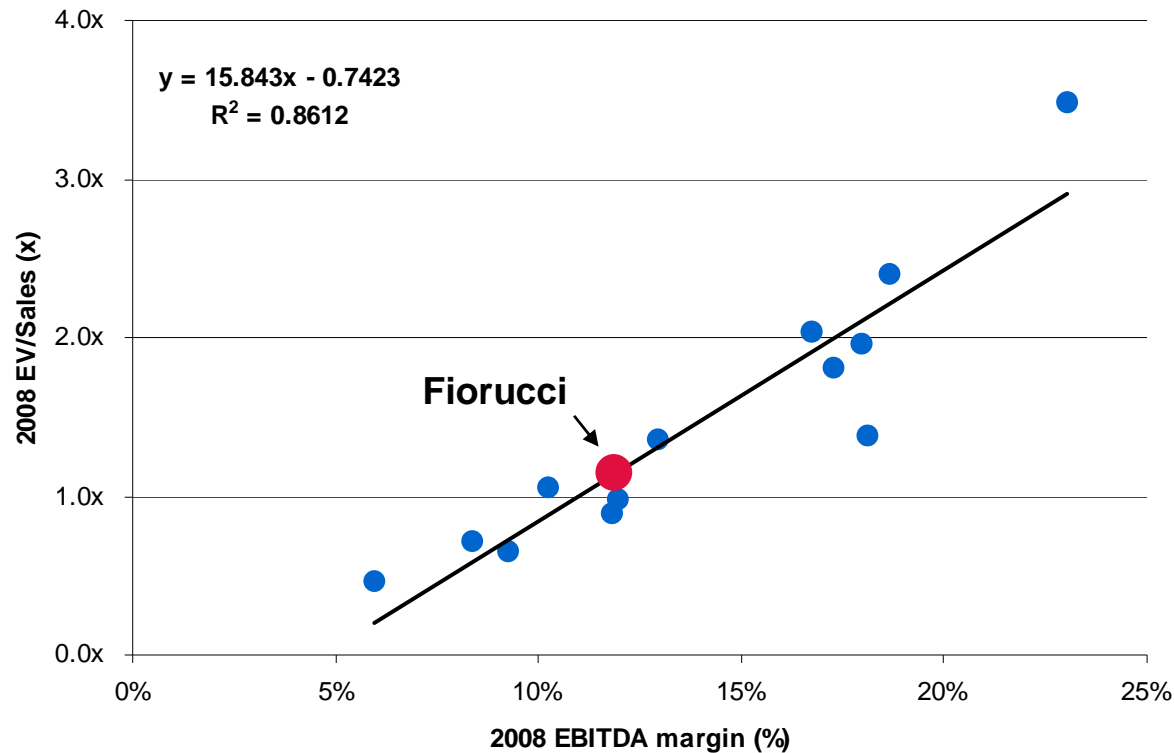
**EV/Sales 2007
teorico per Fiorucci**
EBITDA margin: 11%
EV / Sales: 1.12x

**Stima Enterprise
Value per Fiorucci**
Sales 2007: € 379 m

Ent. Value: € 422 m

Il caso Fiorucci: applicazione dei multipli e valutazione

La retta di regressione – EV/Sales vs. EBITDA margin (2008)



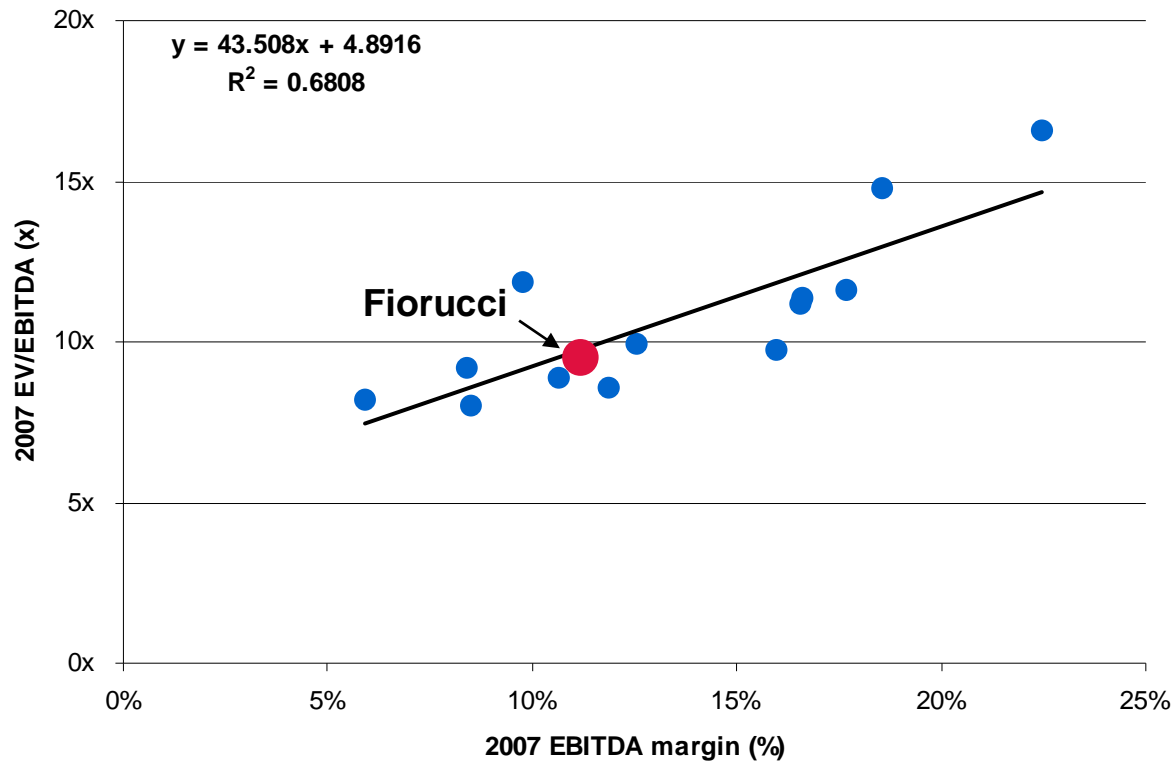
**EV/Sales 2008
teorico per Fiorucci**
EBITDA margin: 12%
EV / Sales: 1.16x

**Stima Enterprise
Value per Fiorucci**
Sales 2008: € 397 m

Ent. Value: € 460 m

Il caso Fiorucci: applicazione dei multipli e valutazione

La retta di regressione – EV/EBITDA vs. EBITDA margin (2007)



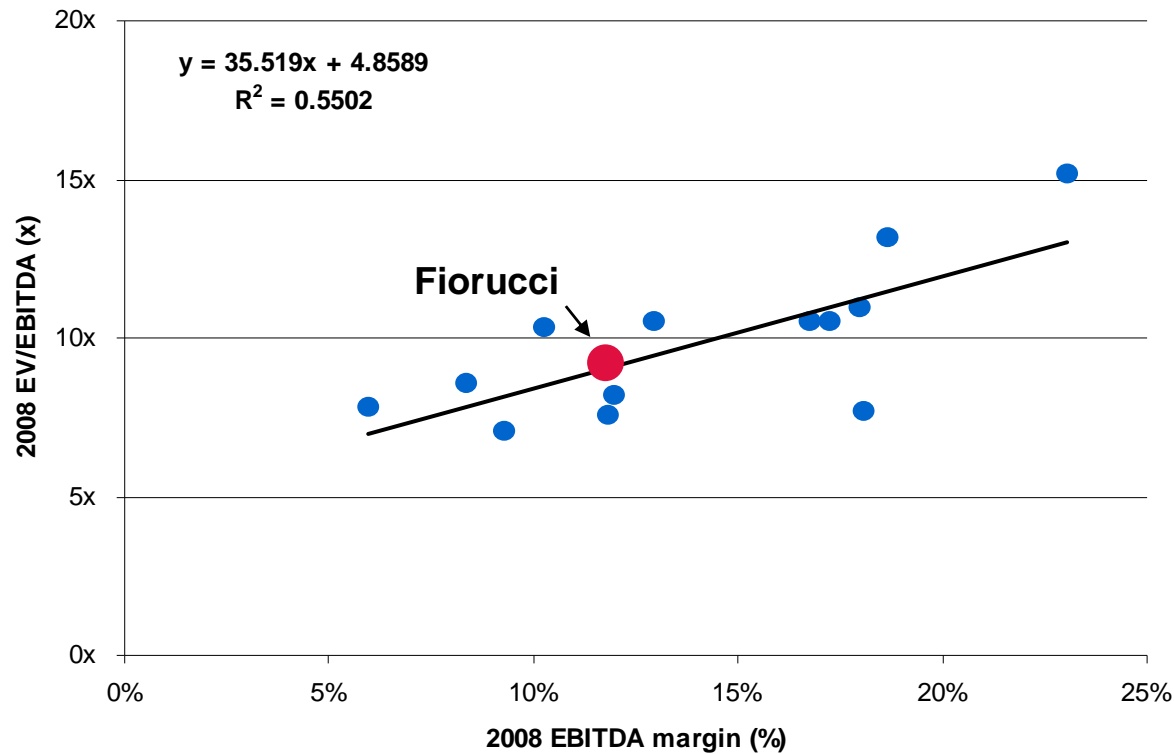
**EV/EBITDA 2007
teorico per Fiorucci**
EBITDA margin: 11%
EV / EBITDA: 9.7x

**Stima Enterprise
Value per Fiorucci**
EBITDA 2007: € 42 m

Ent. Value: € 403 m

Il caso Fiorucci: applicazione dei multipli e valutazione

La retta di regressione – EV/EBITDA vs. EBITDA margin (2008)



**EV/EBITDA 2008
teorico per Fiorucci**

EBITDA margin: 12%

EV / EBITDA: 9.1x

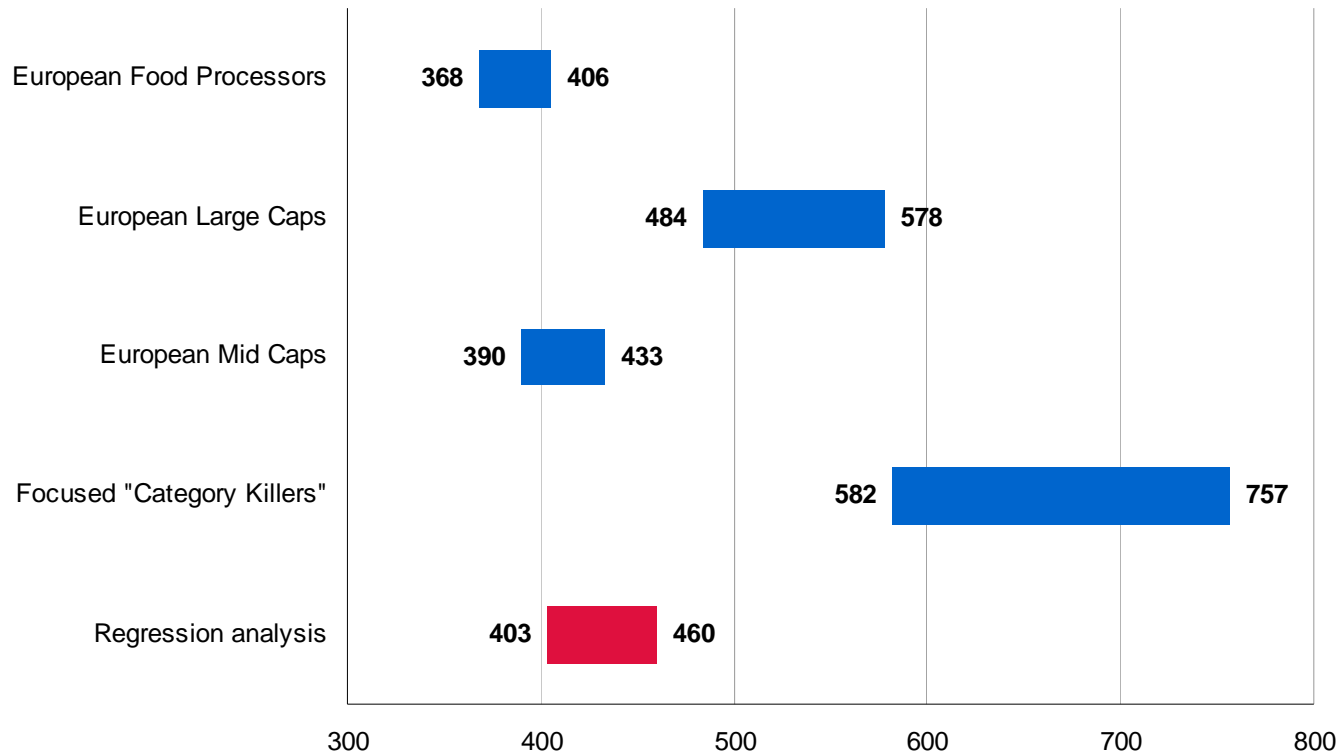
**Stima Enterprise
Value per Fiorucci**

EBITDA 2008: € 48 m

Ent. Value: € 435 m

Il caso Fiorucci: applicazione dei multipli e valutazione

Applicazione dei multipli EV/EBITDA ai fondamentali di Fiorucci – Sintesi dei risultati / 2



L'analisi di regressione consente di ridurre sensibilmente la variabilità dei risultati

Temi della lezione

- 1 Il metodo di valutazione dei multipli di borsa: introduzione
- 2 Principali fasi di applicazione del metodo
- 3 Il caso Fiorucci: selezione dei *comparables*
- 4 Il caso Fiorucci: selezione dei multipli
- 5 Il caso Fiorucci: calcolo dei multipli
- 6 Il caso Fiorucci: applicazione dei multipli e valutazione
- 7 Considerazioni conclusive

Considerazioni conclusive

Metodo dei multipli di borsa – PRO

- ▶ Metodi relativi: “contestualizzano” l’azienda oggetto di valutazione rispetto al mercato borsistico
- ▶ Maggiore semplicità e velocità di utilizzo rispetto ad un metodo fondamentale:
 - Richiesti pochi dati dell’azienda oggetto di valutazione
 - Non richiedono di sviluppare proiezioni economico-finanziarie dettagliate

Metodo dei multipli di borsa – CONTRO

- ▶ Risentono delle condizioni di mercato, a livello di:
 - Settore: ciclicità dei mercati, sopra/sotto-valutazione, “bolle speculative”...
 - Singolo titolo: elementi contingenti, sia industriali che di mercato
- ▶ Richiedono maggiore sensibilità rispetto ad un metodo fondamentale
- ▶ Sono “approssimativi”: non colgono tutte le specificità dell’azienda da valutare, ma solo le caratteristiche messe in luce dai multipli scelti
- ▶ Metodo potenzialmente non utilizzabile in caso di assenza di comparables, scarsa copertura da parte degli analisti
- ▶ Non tengono in considerazione differenze di liquidità dei titoli e la significatività dei prezzi
- ▶ Non tengono in considerazione differenze di *corporate governance*

Considerazioni conclusive

Altre considerazioni

- ▶ Non includono il premio per il controllo (diversamente dai metodi fondamentali)
- ▶ Aiutano ad effettuare analisi di relativa sopra/sotto-valutazione di un titolo quotato

Quando si usa?

- ▶ Metodo principalmente usato in determinate operazioni, tipicamente tutte quelle di ECM
- ▶ Metodo sempre usato come metodo di controllo