

Indice dei contenuti

I – NOTA METODOLOGICA	7
<i>Premessa</i>	9
<i>Un impegno professionale ed etico: la valutazione aziendale</i>	9
<i>Il criterio dei moltiplicatori</i>	10
<i>I moltiplicatori di settore</i>	12
<i>Modalità di consultazione delle schede di settore</i>	14
<i>Prospetto riepilogativo generale</i>	16
<i>Cambiamenti rispetto alle precedenti edizioni</i>	16
<i>Avvertenze per il lettore</i>	17
II– MOLTIPLICATORI DI SETTORE.....	19
<i>Industria dei combustibili minerali</i>	21
Trivellazione di petrolio e gas	21
Impianti e servizi nel settore Petrolio e gas	22
Società integrate nel settore Petrolio e gas	23
Esplorazione e produzione di petrolio e gas	24
Raffinazione e commercializzazione petrolio e gas	25
Stoccaggio e trasporto petrolio e gas	26
Carbone e carburanti di consumo	27
<i>Industria della produzione di materie prime</i>	28
Prodotti Chimici di Base	28
Prodotti chimici diversificati	29
Fertilizzanti e prodotti chimici per il mercato agricolo	30
Gas industriali.....	31
Prodotti chimici speciali	32
Materiali edili	33
Contenitori di metallo e vetro	34
Imballi cartacei	35
Alluminio.....	36
Metalli ed estrazione diversificati	37
Oro	38
Minerali e metalli preziosi.....	39
Argento	40
Acciaio.....	41
Prodotti forestali	42
Prodotti cartacei.....	43
<i>Industria pesante</i>	44
Aeronautica e difesa	44
Prodotti edili	45
Costruzione e ingegneria	46
Componenti e apparecchiature elettriche	47
Apparecchiature elettriche pesanti	48
Macchinari edili e Autocarri Pesanti	49
Macchinari agricoli.....	50
Macchinari industriali.....	51
Società di trading e distributori	52

<i>Servizi alle imprese</i>	53
Stampa commerciale	53
Servizi ambientali e manutenzione impianti	54
Servizi e forniture per ufficio	55
Servizi di assistenza diversificati.....	56
Servizi di sicurezza.....	57
Risorse umane e servizi di collocamento	58
Servizi di consulenza e ricerca	59
<i>Trasporto e relative infrastrutture</i>	60
Trasporto aereo e servizi logistici.....	60
Compagnie aeree	61
Trasporto marittimo.....	62
Trasporto ferroviario	63
Trasporto stradale	64
Servizi aeroportuali	65
Strade e ferrovie	66
Porti e servizi marittimi	67
<i>Produzione di beni secondari e servizi</i>	68
Parti di ricambio e attrezzature per automezzi	68
Gomme e pneumatici.....	69
Società produttrici di automobili	70
Società produttrici di motocicli	71
Elettronica di consumo	72
Arredi per la casa.....	73
Edilizia.....	74
Apparecchi domestici	75
Casalinghi	76
Articoli per il tempo libero	77
Prodotti fotografici†	78
Abbigliamento, accessori e articoli di lusso	79
Calzature.....	80
Tessili	81
Casinò e case da gioco.....	82
Hotels, Villaggi vacanze, Navi da Crociera	83
Strutture per il tempo libero	84
Ristoranti	85
Servizi educativi	86
Servizi specializzati al consumatore.....	87
Pubblicità	88
Trasmissioni	89
Cavo e satellite	90
Film e intrattenimento	91
Editoria	92
Distributori	93
Vendita da catalogo	94
Vendita via Internet	95
Grandi magazzini.....	96
Magazzini di generi diversi	97
Vendita al dettaglio di articoli di abbigliamento	98

Vendita al dettaglio di computer e prodotti elettronici	99
Vendita al dettaglio di prodotti per l'edilizia	100
Negozi per articoli speciali	101
Vendita al dettaglio di automobili	102
Vendita al dettaglio di articoli di arredamento e per la casa	103
<i>Prodotti e servizi di base</i>	<i>104</i>
Vendita al dettaglio di prodotti farmaceutici	104
Distributori alimentari	105
Negozi di alimentari	106
Ipermercati e simili	107
Produttori di birra	108
Distillatori e vinificatori	109
Bevande non alcoliche	110
Prodotti agricoli	111
Alimenti e carni confezionati	112
Tabacco	113
Prodotti per la casa	114
Prodotti per l'igiene personale	115
<i>Prodotti e servizi sanitari</i>	<i>116</i>
Attrezzatura sanitaria	116
Forniture sanitarie	117
Distributori di servizi sanitari	118
Servizi sanitari	119
Strutture sanitarie	120
Cure mediche	121
Tecnologia sanitaria	122
Biotecnologia	123
Prodotti farmaceutici	124
Servizi e strumenti per scienze biologiche	125
<i>Servizi tecnici in ambito finanziario ed immobiliare</i>	<i>126</i>
Broker di assicurazioni	126
Società che operano nel mercato immobiliare	127
Servizi immobiliari	128
<i>Prodotti e servizi dell'informatica</i>	<i>129</i>
Software e servizi Internet	129
Consulenza e altri servizi informatici	130
Servizi di elaborazione dati e outsourcing	131
Software applicativi	132
Software di sistema	133
Software per Home Entertainment	134
Apparecchiature di comunicazione	135
Hardware†	136
Supporti dati e periferiche†	137
Tecnologia Hardware, di Archiviazione dati e Periferiche	138
Strumenti e apparecchiature elettronici	139
Componenti elettronici	140
Servizi di produzione elettronica	141
Distributori di tecnologia	142

Macchine per ufficio†	143
Apparecchiature con semiconduttori	144
Semiconduttori	145
<i>Servizi di telecomunicazione</i>	146
Carrier alternativi	146
Servizi integrati di telecomunicazione	147
Servizi di telecomunicazione senza fili (wireless)	148
<i>Produzione e distribuzione di energia ed acqua</i>	149
Aziende di gestione dell'energia elettrica	149
Aziende di gestione della distribuzione del gas	150
Servizi plurisettoriali	151
Aziende di distribuzione idrica	152
Produttori indipendenti di energia e società di commercializzazione di energia	153
Produttori di elettricità da fonti rinnovabili	154
III- RIEPILOGO	155

ANTEPRIMA

I – NOTA METODOLOGICA

ANTEPRIMA

Premessa

Come nelle precedenti edizioni, questa ricerca, che si rinnova annualmente¹, presenta *moltiplicatori medi di settore* utilizzabili, alla stregua di indicatori empirici, per effettuare *valutazioni* (di prima approssimazione) *di imprese e di società*. Nella seconda sezione di questa pubblicazione si presentano i moltiplicatori seguenti:

- Price to Sales (P/S: *rapporto fra prezzo e ricavi*)
- Price to Earnings (P/E: *rapporto fra prezzo ed utile*)
- Price to Book Value (P/BV: *rapporto fra prezzo e patrimonio netto*)
- Price to Book Value less Goodwill and Intangibles (P/BVGI: *rapporto fra prezzo e patrimonio netto ridotto delle componenti immateriali dell'attivo*)
- Enterprise Value to Ebitda (EV/Ebitda: *rapporto fra prezzo al lordo dei debiti finanziari e margine operativo lordo*)
- Enterprise Value to Ebit (EV/Ebit: *rapporto fra prezzo al lordo dei debiti finanziari e risultato operativo*).

Essi sono stati determinati per *centotrentaquattro settori produttivi* in base ai dati di più di ventimila società quotate. Nella presente edizione, essi sono aggiornati al 31 dicembre degli anni andanti dal 2010 al 2015.

Un impegno professionale ed etico: la valutazione aziendale

Sebbene le occasioni² nelle quali si rende opportuno effettuare la valutazione di un'impresa siano molteplici, tutte presentano una caratteristica comune:

¹ Hanno collaborato alla presente edizione: Ascanio Salvidio, Maria Valeria Di Benedetto, Antonio Ricciardella.

² Per citarne alcune, senza pretesa di completezza:

- acquisizioni, fusioni e scissioni;
- aumenti di capitale, conferimenti, recesso di soci;
- giudizi civili, arbitrati, processi penali;
- predisposizione del bilancio (*impairment test*);
- crisi delle imprese e loro risanamento;
- affrancamento di plusvalenze.

l'esistenza di *interessi economici contrapposti* che l'esperto incaricato della stima, nello svolgimento del suo mandato, deve contribuire a tutelare. Non si tratta di un compito facile. Per quanto possano essere condotte con onestà, impegno e trasparenza, tutte le valutazioni aziendali sono, infatti, caratterizzate da un grado più o meno elevato di incertezza, sono influenzate dalla qualità e quantità delle informazioni disponibili e dipendono, oltre che dai metodi utilizzati, anche dal grado di preparazione dell'esperto, dal tempo che egli ha a disposizione, dalle finalità dell'operazione per la quale le valutazioni stesse sono state richieste. Peraltro, anche il miglior esperto può esser indotto in errore se le informazioni fornitegli per la stima sono incomplete, sbagliate o, talvolta, deliberatamente fuorvianti. Una valutazione ben fatta richiede, quindi, comportamenti leali e trasparenti da parte di tutti i soggetti a vario titolo coinvolti.

Il criterio dei moltiplicatori

Le valutazioni aziendali sono frequentemente effettuate mediante il metodo dei moltiplicatori desunti dal mercato dei capitali. L'idea sottostante è che, noto il prezzo di trasferimento dell'azienda A, sia possibile trarre conclusioni in merito al valore dell'azienda B, se questa ha caratteristiche analoghe³ alla prima. In tal caso, mettendo in relazione il prezzo di trasferimento pagato per A con le grandezze aziendali di A (per esempio, rapportando il prezzo ai ricavi di A, o il prezzo agli utili di A, etc.), si ottengono dei moltiplicatori che possono essere applicati alle corrispondenti grandezze aziendali di B, per stimare il valore di quest'ultima.

Assumendo, a mero titolo d'esempio, che il prezzo di trasferimento dell'azienda A sia pari a 500 milioni, e che gli utili netti (*earnings*) siano pari a 30 milioni, il moltiplicatore Price to Earnings (P/E) sarà:

$$\frac{500}{30} = 16,7$$

Noto l'utile dell'azienda B, che è pari a 43 milioni, il suo "valore" (o, più correttamente, il suo "prezzo probabile") si può stimare come segue:

$$16,7 \times 43 = 718,1$$

³Ad esempio: *stessa attività svolta, prospettive di crescita simili, stessa rischiosità, stessa struttura finanziaria, stessa tassazione, etc.*

L'esempio testé effettuato è volutamente semplificatorio, perché presuppone non soltanto una perfetta analogia tra le imprese A e B, ma anche la capacità del moltiplicatore prescelto, nell'esempio costituito da P/E, di "catturare" in maniera diretta ed esaustiva le variazioni del valore in rapporto a quelle dei risultati economici. Nei casi concreti, tuttavia, simili condizioni ideali non si verificano quasi mai:

- la comparabilità fra imprese è pressoché sempre approssimativa;
- le variazioni dei singoli moltiplicatori presi a riferimento non sempre implicano analoghi accrescimenti o diminuzioni del valore dell'impresa in relazione alla quale sono stati calcolati.

Nella maggior parte dei casi, quindi, la scelta dei moltiplicatori appropriati per la valutazione di un'azienda è frutto di un procedimento molto laborioso e complesso.

Rinviando alla letteratura specialistica per una trattazione più ampia, tale procedimento può articolarsi in diverse fasi, così sintetizzabili:

- individuazione e selezione dei c.d. *raw multiples*, ossia di moltiplicatori calcolati in relazione ai prezzi pagati per il capitale di imprese aventi caratteristiche simili a quella che si intende valutare. Molto spesso i *raw multiples* sono determinati in base ai prezzi di borsa delle azioni di società quotate (c.d. *trading multiples*). In altri casi, essi fanno riferimento ai prezzi di trasferimento dell'intero capitale delle imprese comparabili o di consistenti partecipazioni al medesimo (c.d. *transaction multiples*);
- analisi dei *raw multiples* per individuare i profili significativi di correlazione tra le grandezze contabili delle imprese di un determinato comparto produttivo ed il valore alle stesse attribuito dagli investitori;
- rettifica dei moltiplicatori per ridurre, ove possibile, disomogeneità rispetto all'impresa oggetto di valutazione (preparazione dei c.d. *adjusted multiples*);

- applicazione degli *adjusted multiples* ai dati dell'azienda da valutare, adoperando, quando opportuno, ulteriori correttivi dipendenti dalle caratteristiche dei moltiplicatori e/o dell'azienda da valutare⁴.

Occorre, inoltre, ricordare che l'utilizzo dei moltiplicatori presuppone, in genere, la contestuale applicazione di altri criteri di stima⁵. In tali casi (che sono di gran lunga i più frequenti) la valutazione mediante i moltiplicatori assolve ad una delle due seguenti finalità pratiche:

- *controllo della stima*: ai risultati di valutazione ottenuti mediante i moltiplicatori viene attribuita la funzione di verificare la plausibilità delle conclusioni derivanti dagli altri procedimenti adoperati;
- *integrazione della stima*: i risultati ottenuti mediante i moltiplicatori vengono posti su un piano paritetico rispetto a quelli derivati dall'impiego di altri criteri e concorrono alla formazione del conclusivo "giudizio integrato" di valutazione⁶.

I moltiplicatori di settore

Per determinare i moltiplicatori medi di settore presentati in questa ricerca sono stati utilizzati i dati di borsa e di bilancio di più di ventimila imprese quotate, pubblicati per gli anni 2010-2015. Le società sono state selezionate in base ai seguenti criteri:

- localizzazione principale in un'area geografica economicamente avanzata o in significativo sviluppo, oppure, se in sviluppo più moderato, avente comunque importanza geopolitica notevole o prossimità ad aree più avanzate⁷;

⁴ Correttivi ai moltiplicatori possono dipendere, ad esempio, dall'eventuale diversità dimensioni tra le imprese assunte a riferimento per la loro determinazione e quella "target". Inoltre, nell'applicare alla valutazione di imprese non quotate i c.d. *trading multiples*, potrà essere necessario tenere conto che essi incorporano premi per la *maggiore liquidità* dei titoli quotati rispetto a quelli non quotati. Mentre, nell'utilizzare i *transaction multiples* potrà, invece, essere opportuno tenere conto che essi incorporano *premi per il controllo*.

⁵ Metodi per lo più fondati sull'attualizzazione di flussi attesi: *metodo reddituale*, *metodo finanziario*, *discounted chash flow*, etc.

⁶ Si rinvia, in merito, a L. Guatri *Il giudizio integrato di valutazione*. Milano, 2000.

⁷ Localizzazione principale in America del Nord, nell'Unione Europea, e nei paesi avanzati o in forte sviluppo dell'Asia (Cina, India), dell'Oceania (Australia, Nuova Zelanda), oltre a quelle delle più importanti economie dell'America Latina (Argentina, Brasile, Cile, Messico), dell'Europa orientale (R. Baltiche, Bulgaria, R. Ceca, Romania, Russia, R. Slovacca, Ucraina), del Mediterraneo Orientale (Israele, Turchia), dell'Africa (Egitto, R. Sudafricana)

- capitalizzazione non inferiore a 10 milioni di euro, negli ultimi cinque anni;
- esclusione delle imprese operanti nel settore bancario, finanziario, assicurativo ed immobiliare, nonché di quelle eccessivamente diversificate e non ordinabili ad un settore specifico.

Le imprese selezionate sono state aggregate all'interno di 134 diversi settori industriali. I moltiplicatori settoriali sono stati determinati, rielaborando dati ed informazioni finanziarie e contabili attinti alla banca dati *S&P Capital IQ*⁸, secondo il procedimento descritto di seguito.

Per ciascuna società quotata considerata sono stati determinati i seguenti due gruppi di moltiplicatori:

- Price to Sales (P/S), Price to Earnings (P/E), Price to Book Value (P/BV) e Price to Book Value less Goodwill and Intangibles (P/BVGI), quali rapporti tra:
 - la capitalizzazione media di borsa del mese di dicembre e, rispettivamente,
 - i ricavi (Sales), i risultati netti (Earnings), il patrimonio netto contabile (Book Value) ed il patrimonio netto contabile rettificato (Book Value meno Avviamento e Beni Immateriali), relativi al periodo di dodici mesi (c.d. dati contabili "LTM", ossia "last twelve months"), terminante il 31 dicembre. Il calcolo di tali moltiplicatori, può essere rappresentato mediante la seguente formula:

$$\frac{\text{Capitalizzazione media 1-31 dicembre}}{\text{Dato contabile "LTM" (ricavi o risultato netto o patrimonio netto o p.n. rettificato)}} = \text{Moltiplicatore}$$

- Enterprise Value to Ebit (EV/Ebit), Enterprise Value to Ebitda (EV/Ebitda), quali rapporti tra:

⁸ La banca dati di informazioni societarie, finanziarie e borsistiche, *Capital IQ* è di proprietà dell'azienda omonima, appartenente a *Standard & Poors*

- la capitalizzazione media di borsa del mese di dicembre sommata al debito finanziario netto alla data della fine dell'anno da una parte, e dall'altra, rispettivamente,
- l'Ebitda (Earnings before interests, taxes, depreciations and amortisations, grossomodo equivalente al "margine operativo lordo") e l'Ebit (Earnings before interests and taxes, grossomodo equivalente al "risultato operativo"), relativi al periodo di dodici mesi (c.d. dati contabili "LTM", ossia "last twelve months"), terminante il 31 dicembre. Il calcolo di tali moltiplicatori, può essere rappresentato mediante la seguente formula:

$$\frac{\text{Capitalizzazione Media 1-31 dicembre} + \text{Debiti finanziari netti "LTM"}}{\text{Dato contabile "LTM" (Ebit o Ebitda)}} = \text{Moltiplicatore}$$

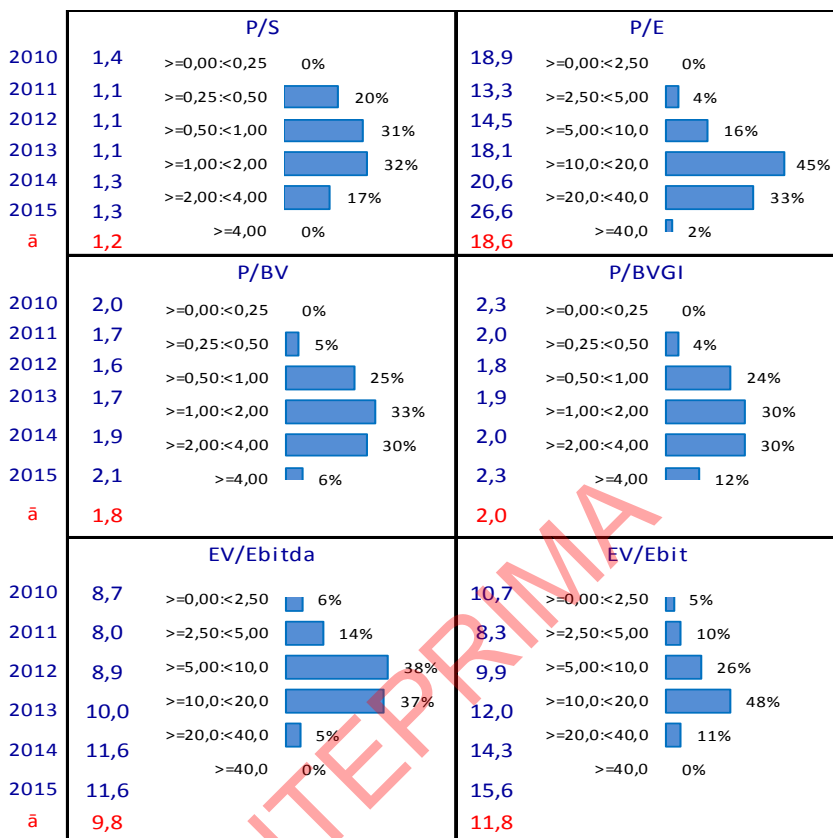
La scelta di far riferimento ai dati contabili "LTM" si è resa necessaria per "allineare" al 31 dicembre anche i moltiplicatori di quelle società che chiudono i bilanci annuali in altra data.

I valori medi annuali dei moltiplicatori di ciascun settore produttivo sono stati calcolati escludendo:

- i moltiplicatori del primo e dell'ultimo decile, onde prevenire, sia pure in maniera inevitabilmente discrezionale (e, tuttavia, secondo un criterio sistematico) distorsioni dovute a livelli anomali di redditività;
- i moltiplicatori nei quali al numeratore vi è una grandezza contabile di segno negativo, in quanto privi di concreto significato.

Modalità di consultazione delle schede di settore

La seconda sezione di questo studio è suddivisa in centotrentaquattro schede, tante quanti sono i settori di attività analizzati. Ciascuna riporta, in appositi riquadri, i valori assunti, nel periodo 2010-2015, dai moltiplicatori P/S, P/E, P/BV, P/BVGI, P/Ebitda e P/Ebit e la loro distribuzione. L'esempio di seguito illustrato è costituito dalla scheda relativa al settore di attività *Calzature*:



Ciascuna scheda, come nell'esempio, è dotata di una sintetica descrizione del comparto di attività cui essa si riferisce. Di seguito si illustra il contenuto dei dati quantitativi e di quelli espressi mediante i grafici a barre:

- l'andamento dei moltiplicatori di settore nel tempo è rappresentato dalle serie numeriche. Nel caso esemplificato, il moltiplicatore P/E ha assunto i seguenti valori: 2010: 18,9 - 2011: 13,3 - 2012: 14,5 - 2013: 18,1 - 2014: 20,6 - 2015: 26,6. La media storica del moltiplicatore, indicata dalla lettera \bar{a} è pari a: 18,6;
- la distribuzione dei moltiplicatori delle singole imprese del settore, misurati nell'intero arco temporale 2010-2015, è rappresentata dai grafici a barre, posti a destra di ciascuna serie storica numerica. I moltiplicatori sono suddivisi per scaglioni. Nel caso esemplificato, la distribuzione dei moltiplicatori EV/Ebit delle singole imprese indica

che il 5 % dei valori è pari o maggiore di 0 e minore di 2,5; il 10 % è pari o maggiore di 2,5 e minore di 5, e via dicendo, sino ai valori pari o superiori a 40,0 che rappresentano lo 0% del campione.

Per facilitarne la consultazione, le 134 schede relative ai moltiplicatori, ciascuna corredata di una descrizione del settore produttivo, sono state raggruppate nelle seguenti categorie:

- Industria dei combustibili minerali
- Industria della produzione di materie prime
- Industria pesante
- Servizi alle imprese
- Trasporti e relative infrastrutture
- Produzione di beni secondari e servizi
- Prodotti e servizi di base
- Prodotti e servizi sanitari
- Servizi tecnici in ambito finanziario e immobiliare
- Prodotti e servizi dell'informatica
- Servizi di telecomunicazione
- Produzione e distribuzione di energia ed acqua

Prospetto riepilogativo generale

La terza sezione del presente studio contiene un prospetto riepilogativo generale dei moltiplicatori medi storici di ciascun settore.

Cambiamenti rispetto alle precedenti edizioni

Cambiamenti strutturali nelle attività imprenditoriali delle società analizzate, dovuti a mutamenti economici, tecnici e sociali, hanno determinato, in alcuni casi, la necessità di una parziale revisione dell'aggregazione dei dati raccolti. Le seguenti tabelle illustrano i cambiamenti avvenuti nei settori produttivi, rispetto alle precedenti edizioni:

<i>Settori non più aggiornati</i>	<i>Ultimo inserimento</i>
Prodotti fotografici	Edizione 2014
Hardware	Edizione 2014
Supporti dati e periferiche	Edizione 2014
Macchine per ufficio	Edizione 2014

<i>Nuovi settori aggiunti</i>	<i>Primo inserimento</i>
Argento	Edizione 2015
Macchinari agricoli	Edizione 2015
Produttori di elettricità da fonti rinnovabili	Edizione 2015
Tecnologia Hardware, di Archiviazione dati e Periferiche	Edizione 2015

<i>Denominazione precedente</i>	<i>Denominazione attuale</i>
Metalli e minerali diversi (edizione 2014)	Metalli ed estrazione diversificati
Macchinari edili e agricoli, Autocarri (edizione 2014)	Macchinari edili e Autocarri pesanti
Produttori indipendenti di energia e commercializzazione di energia (edizione 2014)	Produttori indipendenti di energia e società di commercializzazione di energia

I dati delle imprese aggregate nei settori “nuovi” sono stati ricalcolati anche per il quinquennio precedente al periodo di riferimento della presente edizione, ricostruendo, in tal modo, i relativi moltiplicatori “storici”.

Avvertenze per il lettore

I moltiplicatori di settore presentati in questo studio devono essere considerati dei meri indicatori empirici, adoperabili per l’effettuazione di stime preliminari e di larga approssimazione. Essi sono, quindi, un “punto di partenza”, all’utilizzazione dei quali quali devono seguire valutazioni approfondite. Queste ultime sono, generalmente, da condurre:

- attraverso l’uso di moltiplicatori selezionati più “miratamente” rispetto a quelli di settore. Ossia, moltiplicatori maggiormente aderenti, in termini di comparabilità, al profilo specifico dell’impresa oggetto di stima, i quali, se necessario, devono essere rettificati (moltiplicatori *adjusted*) ed applicati in maniera opportuna, come in precedenza ricordato;
- mediante l’applicazione di criteri alternativi, quali quelli fondati sull’attualizzazione di flussi economici o finanziari.

È, infine, appena il caso di ricordare come l’effettuazione e la comunicazione di valutazioni di aziende, di partecipazioni societarie, di beni immateriali, richiedano sempre accorgimenti e cautele per i quali si rinvia alla letteratura specializzata, nonché alle raccomandazioni formulate dagli enti ed organismi fungenti da *standard setter* per le stime⁹.

⁹ Tali organismi sono, ad esempio, in ambito internazionale, l’ *IVSC – International Valuation Standard Council* (<http://www.ivsc.org>), e, in Italia, la *Fondazione OIV - Organismo Italiano di*

* * *

Le informazioni contenute in questo studio sono offerte senza pretesa di completezza, di esaustività e di assenza di errori materiali (questi ultimi, sempre possibili e non infrequenti nella elaborazione di grandi quantità di dati). Non si assume responsabilità alcuna delle eventuali conseguenze negative derivanti dalla loro utilizzazione.

Marzo 2016

salvidio & partners

Via Antonio Gramsci, 9
00197 Roma

T.: + 39 - 06- 3610885

F.: + 39 - 06- 3236476

www.salvidio.com

ANTEPRIMA

II- MOLTIPLICATORI DI SETTORE

ANTEPRIMA