



Moltiplicatori per le valutazioni aziendali

83 Settori e 212 sotto-settori

Sommario

1. Introduzione ai moltiplicatori di questa ricerca
2. Descrizione dei settori
3. Moltiplicatori di settore

3.1.1.1 Combustibili fossili: attrezzature e servizi

3.1.1.1 Attività di trivellazione di pozzi petroliferi e di gas

3.1.1.1 Produzione di attrezzature estrattive e di trivellazione e servizi connessi

3.1.1.2 Petrolio, gas e combustibili

3.1.1.2 Imprese integrate (combustibili fossili)

3.1.1.2 Ricerca di giacimenti e produzione di idrocarburi

3.1.1.2 Raffinazione e commercializzazione di idrocarburi

3.1.1.2 Stoccaggio e trasporto di idrocarburi

3.1.1.2 Carbone e combustibili per la produzione di energia

3.2.1.1 Prodotti chimici

3.2.1.1 Prodotti chimici di base

3.2.1.1 Prodotti chimici diversi

3.2.1.1 Fertilizzanti e prodotti chimici per uso agricolo

3.2.1.1 Gas industriali

3.2.1.1 Prodotti chimici speciali

3.2.1.2 Materiali da costruzione

3.2.1.2 Materiali edili di base

3.2.1.3 Contenitori e imballaggi

3.2.1.3 Contenitori di metallo e di vetro e plastica

3.2.1.3 Prodotti e materiali per l'imballaggio in carta e plastica

3.2.1.4 Metalli e attività estrattive

3.2.1.4 Alluminio

3.2.1.4 Estrazione e produzione di metalli diversi

3.2.1.4 Rame

3.2.1.4 Oro

3.2.1.4 Metalli e minerali preziosi diversi

3.2.1.4 Argento

3.2.1.4 Acciaio

3.2.1.5 Carta e prodotti forestali

Salvidio & Partners

Via Antonio Gramsci, 9

00197 Roma

www.salvidio.com

Tel: +39.06.3610885

Fax: +39.06.3236476

E-mail: info@salvidio.com

- 3.2.1.5 Prodotti forestali
- 3.2.1.5 Produzione di carta
- 3.3.1.1 Aerospazio e difesa**
 - 3.3.1.1 Aerospazio e difesa
- 3.3.1.2 Prodotti per l'edilizia**
 - 3.3.1.2 Prodotti per l'edilizia
- 3.3.1.3 Costruzioni e ingegneria**
 - 3.3.1.3 Edilizia non residenziale e ingegneria
- 3.3.1.4 Componenti e apparecchiature elettriche**
 - 3.3.1.4 Componenti e apparecchiature elettriche
 - 3.3.1.4 Generatori di energia elettrica e apparecchiature elettriche complesse
- 3.3.1.5 Macchinari**
 - 3.3.1.5 Macchinari per le costruzioni e attrezzature per il trasporto pesante
 - 3.3.1.5 Macchinari agricoli
 - 3.3.1.5 Macchinari industriali
- 3.3.1.6 Distribuzione di apparecchiature e prodotti per l'industria**
 - 3.3.1.6 Distribuzione di apparecchiature e prodotti per l'industria
- 3.3.2.1 Forniture e servizi per enti ed imprese**
 - 3.3.2.1 Stampa commerciale
 - 3.3.2.1 Servizi ambientali e di c.d. "facility management"
 - 3.3.2.1 Servizi e forniture per l'ufficio
 - 3.3.2.1 Servizi diversificati ad enti ed imprese
 - 3.3.2.1 Servizi di protezione e sicurezza
- 3.3.2.2 Servizi professionali**
 - 3.3.2.2 Risorse umane e servizi per l'impiego
 - 3.3.2.2 Servizi di consulenza e ricerca
 - 3.3.2.2 Servizi di elaborazione dati e outsourcing
- 3.3.3.1 Trasporto aereo merci e logistica**
 - 3.3.3.1 Trasporto aereo merci e logistica
- 3.3.3.2 Trasporto aereo passeggeri**
 - 3.3.3.2 Trasporto aereo passeggeri
- 3.3.3.3 Trasporto via mare**
 - 3.3.3.3 Trasporto via mare
- 3.3.3.4 Trasporto via terra**

- 3.3.3.4 Trasporto ferroviario
- 3.3.3.4 Autotrasporti
- 3.3.3.4 Trasporto cargo via terra
- 3.3.3.4 Trasporto passeggeri via terra
- 3.3.3.5 Infrastrutture di trasporto**
 - 3.3.3.5 Servizi aeroportuali
 - 3.3.3.5 Autostrade e ferrovie
 - 3.3.3.5 Porti e servizi marittimi
- 3.4.1.1 Componenti e parti per autoveicoli e motocicli**
 - 3.4.1.1 Parti di ricambio ed accessori per automezzi e motocicli
 - 3.4.1.1 Pneumatici e industria della gomma
- 3.4.1.2 Produzione di autoveicoli e motocicli**
 - 3.4.1.2 Produttori di automobili
 - 3.4.1.2 Produttori di motocicli
- 3.4.2.1 Beni durevoli per la casa**
 - 3.4.2.1 Elettronica di consumo
 - 3.4.2.1 Produttori di arredamento ed accessori per la casa
 - 3.4.2.1 Edilizia residenziale
 - 3.4.2.1 Elettrodomestici
 - 3.4.2.1 Produttori di casalinghi ed altri articoli per la casa
- 3.4.2.2 Prodotti per il tempo libero**
 - 3.4.2.2 Articoli per il tempo libero
- 3.4.2.3 Tessile, abbigliamento e beni di lusso**
 - 3.4.2.3 Abbigliamento, accessori e articoli di lusso
 - 3.4.2.3 Industria calzaturiera
 - 3.4.2.3 Industria tessile
- 3.4.3.1 Hotel, ristoranti e tempo libero**
 - 3.4.3.1 Case da gioco, lotterie e scommesse
 - 3.4.3.1 Hotel, resort e compagnie croceristiche
 - 3.4.3.1 Strutture per il tempo libero
 - 3.4.3.1 Ristoranti
- 3.4.3.2 Servizi diversi per il consumatore**
 - 3.4.3.2 Servizi educativi e formazione
 - 3.4.3.2 Servizi specializzati per i consumatori
- 3.4.4.1 Media**

- 3.4.4.1 Pubblicità
- 3.4.4.1 Trasmissioni via etere
- 3.4.4.1 Trasmissioni via cavo e via satellite
- 3.4.4.1 Cinema e intrattenimento
- 3.4.4.1 Stampa
- 3.4.5.1 Altri distributori all'ingrosso
 - 3.4.5.1 Altri distributori all'ingrosso (anche di veicoli)
- 3.4.5.2 Vendita al dettaglio tramite Internet e direct marketing
 - 3.4.5.2 Vendita al dettaglio tramite internet e direct marketing
- 3.4.5.3 Vendita al dettaglio "broadline"
 - 3.4.5.3 Grandi magazzini
 - 3.4.5.3 Negozi non specializzati
 - 3.4.5.3 Vendita al dettaglio "broadline"
- 3.4.5.4 Vendita al dettaglio di particolari articoli
 - 3.4.5.4 Vendita al dettaglio di articoli ed accessori per l'abbigliamento
 - 3.4.5.4 Vendita al dettaglio di computer ed elettronica
 - 3.4.5.4 Vendita al dettaglio di prodotti per il fai-da-te casa e giardinaggio
 - 3.4.5.4 Vendita specializzata al dettaglio di altri articoli
 - 3.4.5.4 Vendita al dettaglio di autoveicoli
 - 3.4.5.4 Vendita al dettaglio di arredamento
- 3.5.1.1 Distribuzione e vendita al dettaglio di beni di prima necessità
 - 3.5.1.1 Vendita al dettaglio di farmaci
 - 3.5.1.1 Distributori di prodotti alimentari
 - 3.5.1.1 Vendita al dettaglio di generi alimentari
 - 3.5.1.1 Vendita al dettaglio di beni di prima necessità
- 3.5.2.1 Bevande
 - 3.5.2.1 Produttori di birra
 - 3.5.2.1 Distillerie e case vinicole
 - 3.5.2.1 Bevande analcoliche
- 3.5.2.2 Alimentari
 - 3.5.2.2 Prodotti agricoli
 - 3.5.2.2 Prodotti alimentari confezionati e carni
- 3.5.2.3 Tabacco
 - 3.5.2.3 Tabacco
- 3.5.3.1 Prodotti per la cura della casa
- 3.5.3.2 Prodotti per la cura della persona
- 3.5.3.2 Prodotti per la cura della persona
- 3.6.1.1 Attrezzature sanitarie
 - 3.6.1.1 Attrezzature sanitarie
 - 3.6.1.1 Altri articoli sanitari
- 3.6.1.2 Operatori e servizi sanitari
 - 3.6.1.2 Distributori di prodotti sanitari
 - 3.6.1.2 Servizi sanitari
 - 3.6.1.2 Imprese sanitarie
 - 3.6.1.2 Managed Health Care (USA)
- 3.6.1.3 Tecnologia sanitaria
 - 3.6.1.3 Informatica per la sanità
- 3.6.2.1 Biotecnologia
 - 3.6.2.1 Biotecnologia
- 3.6.2.2 Farmaceutica
 - 3.6.2.2 Farmaceutica
- 3.6.2.3 Strumenti e servizi per le scienze della vita
 - 3.6.2.3 Strumenti e servizi per le scienze della vita
- 3.7.1.1 Banche
 - 3.7.1.1 Banche di grandi dimensioni
 - 3.7.1.1 Banche regionali
- 3.7.1.2 Casse di risparmio e credito ipotecario
 - 3.7.1.2 Casse di risparmio e istituti di credito fondiario
- 3.7.2.1 Servizi finanziari
 - 3.7.2.1 Servizi finanziari diversificati
 - 3.7.2.1 Finanza specializzata
 - 3.7.2.1 Credito fondiario
 - 3.7.2.1 Servizi di pagamento e di clearing di operazioni in denaro
- 3.7.2.2 Servizi finanziari per il consumatore
 - 3.7.2.2 Credito al consumo
- 3.7.2.3 Servizi del mercato dei capitali
 - 3.7.2.3 Gestione di patrimoni e servizi di custodia
 - 3.7.2.3 Banche d'affari e intermediazione

- 3.7.2.3 Borse, informazione finanziaria e rating
- 3.7.2.4 Fondi comuni di investimento in finanziamenti ipotecari (mortgage REIT)**
- 3.7.2.4 Fondi comuni di investimento in finanziamenti ipotecari (mortgage REIT)
- 3.7.3.1 Assicurazioni**
 - 3.7.3.1 Broker di assicurazioni
 - 3.7.3.1 Assicurazioni vita e malattie
 - 3.7.3.1 Assicurazioni multi-ramo
 - 3.7.3.1 Assicurazioni danni
 - 3.7.3.1 Riassicurazioni
- 3.8.1.1 Software e servizi Internet**
 - 3.8.1.1 Servizi e software per Internet
- 3.8.1.2 Servizi IT**
 - 3.8.1.2 Servizi di consulenza IT e altri servizi correlati
 - 3.8.1.2 Elaborazione dati e servizi in outsourcing
 - 3.8.1.2 Servizi e infrastrutture Internet
- 3.8.1.3 Software**
 - 3.8.1.3 Software applicativi
 - 3.8.1.3 Software di sistema
 - 3.8.1.3 Software per intrattenimento domestico
- 3.8.2.1 Apparecchiature per la comunicazione**
 - 3.8.2.1 Apparecchiature per la comunicazione
- 3.8.2.2 Hardware informatico, archiviazione e periferiche**
 - 3.8.2.2 Hardware informatico, archiviazione e periferiche
- 3.8.2.3 Apparecchiature, strumenti e componenti elettronici**
 - 3.8.2.3 Apparecchiature e strumenti elettronici
 - 3.8.2.3 Componenti elettronici
 - 3.8.2.3 Componenti per OEM
 - 3.8.2.3 Distributori di prodotti tecnologici
- 3.8.3.1 Semiconduttori e apparecchiature a semiconduttori**
 - 3.8.3.1 Apparecchiature con semiconduttori
 - 3.8.3.1 Semiconduttori
- 3.9.1.1 Servizi di telecomunicazione diversi**
 - 3.9.1.1 Operatori telefonici alternativi

- 3.9.1.1 Servizi integrati di telecomunicazione
- 3.9.1.2 Servizi di telecomunicazione wireless**
 - 3.9.1.2 Servizi di telecomunicazione senza fili (wireless)
- 3.9.2.1 Media**
 - 3.9.2.1 Pubblicità
 - 3.9.2.1 Trasmissioni radiotelevisive
 - 3.9.2.1 Trasmissioni via cavo e via satellite
 - 3.9.2.1 Editoria
- 3.9.2.2 Intrattenimento**
 - 3.9.2.2 Cinema e intrattenimento
 - 3.9.2.2 Intrattenimento domestico interattivo
- 3.9.2.3 Media e servizi interattivi**
 - 3.9.2.3 Media interattivi e servizi
- 3.10.1.1 Utility elettricità**
 - 3.10.1.1 Utility elettricità
- 3.10.1.2 Utility gas**
 - 3.10.1.2 Utility gas
- 3.10.1.3 Utility multiprodotto**
 - 3.10.1.3 Utility multiprodotto
- 3.10.1.4 Utility acqua**
 - 3.10.1.4 Utility acqua
- 3.10.1.5 "Independent Power Producers" (IPP) e produttori da fonti rinnovabili**
 - 3.10.1.5 Produttori e distributori di energia elettrica (IPP)
 - 3.10.1.5 Produttori di energia elettrica da fonti rinnovabili
- 3.11.1.1 Fondi comuni d'investimento immobiliare diversificati**
 - 3.11.1.1 Fondi comuni d'investimento immobiliare diversificati (diversified REIT)
 - 3.11.1.1 Fondi comuni d'investimento immobiliare (REIT) industriali
 - 3.11.1.1 Fondi comuni d'investimento immobiliare (REIT) in proprietà alberghiere e resort
 - 3.11.1.1 Fondi comuni d'investimento immobiliare (REIT) in immobili per uffici
 - 3.11.1.1 Fondi comuni d'investimento immobiliare (REIT) in strutture sanitarie

- 3.11.1.1 Fondi comuni d'investimento immobiliare (REIT) residenziali
- 3.11.1.1 Fondi comuni d'investimento immobiliare (REIT) retail
- 3.11.1.1 Fondi comuni d'investimento immobiliare (REIT) specializzati

3.11.1.2 Servizi per il mercato immobiliare

- 3.11.1.2 Imprese operanti in ambiti diversificati del settore immobiliare
- 3.11.1.2 Imprese operanti nella locazione e gestione di immobili
- 3.11.1.2 Imprese operanti nello sviluppo e nella successiva cessione di proprietà immobiliari
- 3.11.1.2 Servizi immobiliari (agenti, mediatori, stimatori)

3.11.1.3 Fondi comuni d'investimento immobiliare (equity REIT) industriali

- 3.11.1.3 Fondi comuni d'investimento immobiliare (REIT) industriali

3.11.1.4 Fondi comuni d'investimento immobiliare (equity REIT) in proprietà alberghiere e resort

- 3.11.1.4 Fondi comuni d'investimento immobiliare (REIT) in proprietà alberghiere e resort

3.11.1.5 Fondi comuni d'investimento immobiliare (equity REIT) in immobili per uffici

- 3.11.1.5 Fondi comuni d'investimento immobiliare (REIT) in immobili per uffici

3.11.1.6 Fondi comuni d'investimento immobiliare (equity REIT) in strutture sanitarie

- 3.11.1.6 Fondi comuni d'investimento immobiliare (REIT) in strutture sanitarie

3.11.1.7 Fondi comuni d'investimento immobiliare (equity REIT) residenziali

- 3.11.1.7 Fondi comuni d'investimento immobiliare (REIT) residenziali multifamiliari

3.11.1.8 Fondi comuni d'investimento immobiliare (equity REIT) retail

- 3.11.1.8 Fondi comuni d'investimento immobiliare (REIT) retail

3.11.1.9 Fondi comuni d'investimento immobiliare (equity REIT) specializzati

- 3.11.1.9 Altri Fondi comuni d'investimento immobiliare (REIT) specializzati

3.11.2.1 Servizi per il mercato immobiliare

- 3.11.2.1 Imprese operanti in ambiti diversificati del settore immobiliare
- 3.11.2.1 Imprese operanti nella locazione e gestione di immobili
- 3.11.2.1 Imprese operanti nello sviluppo e nella successiva cessione di proprietà immobiliari
- 3.11.2.1 Servizi immobiliari (agenti, mediatori, stimatori)

1

Introduzione ai moltiplicatori di questa ricerca

Introduzione ai moltiplicatori presentati in questa ricerca

1. Chi siamo

La presente ricerca trimestrale sui moltiplicatori di settore e di sotto-settore è stata predisposta da

salvidio & partners

Siamo dottori commercialisti e revisori legali, specializzati nella valutazione di aziende, partecipazioni societarie, beni immateriali, diritti e risarcimenti di danni. Operiamo come consulenti di imprenditori, di società e di studi legali, nonché di altri revisori e commercialisti, che ci affidano incarichi di effettuare valutazioni. I nostri servizi di valutazione vengono, ad esempio, richiesti in caso di:

- cessioni, acquisizioni, fusioni e scissioni;
- conferimenti in natura;
- *management buy out*;
- contenziosi e procedimenti penali;
- successioni, divisioni, sistemazioni di interessi patrimoniali;
- test di *impairment* e *purchase price allocation*;
- gestione delle crisi e procedure di insolvenza;
- determinazione di prezzi di trasferimento ed altre stime relative alla tassazione di attività e beni.

Salvidio & Partners

Dottori commercialisti e revisori legali

www.salvidio.com

info@salvidio.com

Le credenziali professionali del nostro management:



Prima di consultare i grafici e le tabelle della Sezione 3 della presente ricerca, si raccomanda la lettura del paragrafo Avvertenze, nonché delle ulteriori informazioni e note riportate alle pagine seguenti.

Introduzione ai moltiplicatori presentati in questa ricerca

2. Avvertenze

Salvidio & Partners ha stimato i moltiplicatori di settore e di sotto-settore, presentati in questa ricerca, utilizzando informazioni ottenute da fonti terze, che consistono in dati di mercato, finanziari e di classificazione del settore, relativi a migliaia di società quotate. Salvidio & Partners non ha verificato tali dati per assicurarsi che siano veritieri, completi e privi di errori.

Le informazioni contenute nella presente ricerca e quelle contenute nelle pagine del nostro sito web sono offerte da Salvidio & Partners «così come sono», senza alcuna pretesa di completezza, di esaustività, di correttezza teorica e metodologica e di assenza errori di calcolo (questi ultimi sono sempre possibili e non infrequenti quando si elabora una grande quantità di dati).

L'utilizzo dei moltiplicatori presentati in questa ricerca, e di quelli altrimenti accessibili nel sito web di Salvidio & Partners, è ad esclusivo rischio e responsabilità dell'Utente e/o di chiunque venga a conoscenza di essi. Salvidio & Partners non assume alcuna responsabilità in caso di conseguenze negative per l'Utente e/o per chiunque altro, che possano derivare, direttamente o indirettamente, dall'uso dei moltiplicatori presentati in questa ricerca e/o dall'uso di qualsiasi altra informazione contenuta nelle pagine web di Salvidio & Partners.

Salvidio & Partners non fornisce alcun tipo di consiglio e/o suggerimento sull'utilizzo dei moltiplicatori presentati in questa ricerca. La selezione e l'utilizzo dei moltiplicatori sono interamente lasciati all'Utente, che li effettua sulla base del proprio giudizio personale, esclusivamente a proprio rischio e in assoluta indipendenza da Salvidio & Partners.

La valutazione di imprese e di partecipazioni societarie, di beni immateriali, di qualsiasi altra attività o passività economica costituisce un'attività difficile e complessa, per la quale è necessario possedere conoscenze approfondite e specialistiche di una vasta gamma di discipline (quali il bilancio, la finanza aziendale, la fiscalità, la pianificazione, l'organizzazione aziendale, etc.), nonché ampie informazioni in merito all'oggetto di stima, considerato nel suo contesto attuale e prospettico, operativo, finanziario e di mercato. È opportuno, inoltre, che le stime siano condotte, in modo professionale, da accreditati esperti di valutazioni, che facciano riferimento non soltanto alla letteratura scientifica, ma anche ai «principi di valutazione» emessi dalle organizzazioni e dagli enti preposti a stabilirli. A titolo di esempio, principi di valutazione sono stati emessi dall'*International Valuation Standard Council* (IVSC) o dalla *The Appraisal Foundation* (TAF), nonché da diversi altri enti ed associazioni professionali in tutto il mondo, tra le quali, in Italia, dalla Fondazione Organismo Italiano di Valutazione (OIV).

Il mero utilizzo di moltiplicatori di settore e di sotto-settore non può, in ogni caso, essere considerato di per sé sufficiente ai fini di una valutazione. L'uso di moltiplicatori di settore può, tutt'al più, fornire indicazioni estimative di massima, che devono essere considerate di natura provvisoria e preliminare ed essere verificate attraverso il diligente esame del profilo di rischio e di rendimento dell'oggetto di valutazione.

Salvidio & Partners non è in alcun modo tenuta a fornire i dati di mercato, finanziari e di classificazione industriale delle singole società quotate sottostanti ai moltiplicatori presentati in questa ricerca o comunque accessibili attraverso il proprio sito web.

Questa ricerca viene pubblicata trimestralmente. Salvidio & Partners si riserva il diritto, in qualsiasi momento e senza preavviso, di interromperne la pubblicazione, di modificarne o di integrarne i contenuti, nonché di modificare i criteri di stima e di presentazione dei moltiplicatori di settore e di sotto-settore.

Introduzione ai moltiplicatori presentati in questa ricerca

3. Moltiplicatori di settore e di sotto-settore stimati trimestralmente

Nei grafici e nelle tabelle della Sezione 3 della presente ricerca sono riportate le serie storiche dei moltiplicatori di borsa, per diversi settori e sotto-settori merceologici¹. Ne vengono indicati i loro rispettivi valori mediani, i quartili, le medie, i massimi e i minimi. Tali valori sono stimati per un periodo di cinque anni e per ogni trimestre, sino a quello più recente. Mediante apposite tabelle viene, altresì, mostrato come i moltiplicatori di borsa aggregati in ciascun settore merceologico siano distribuiti in base alla crescita attesa dei loro denominatori sottostanti, nonché in ragione della capitalizzazione di borsa delle società quotate cui essi fanno riferimento².

I moltiplicatori presentati nei grafici e nelle tabelle della Sezione 3 sono i seguenti:

- *EV/Sales*: rapporto tra valore di mercato del capitale investito netto e ricavi;
- *EV/Ebitda*: rapporto tra valore di mercato del capitale investito netto ed il c.d. "Ebitda"³;
- *EV/Ebit*: rapporto tra valore del capitale investito netto e il c.d. "Ebit"⁴;
- *P/Ebt*: rapporto tra il valore di mercato del patrimonio netto ed il risultato prima delle imposte;
- *P/Bv*: rapporto tra valore di mercato del patrimonio netto ed il patrimonio netto contabile;
- *P/Tbv*: rapporto tra valore di mercato del patrimonio netto ed il patrimonio netto contabile meno il valore contabile di avviamento e beni immateriali.

Con le dovute cautele, i moltiplicatori di settore possono essere utilizzati come indicatori empirici per ottenere una prima, approssimativa⁵ stima del valore di imprese e di partecipazioni.

4. Ulteriori moltiplicatori di settore nelle pagine del nostro sito web

I moltiplicatori di settore presentati in questa ricerca vengono stimati in base a quelli di tipo "*trailing*"⁶ di migliaia di società quotate presso le borse valori di tutto il mondo. Salvidio & Partners determina anche i moltiplicatori di settore di tipo "*leading*"⁷, nonché moltiplicatori sia *trailing* che *leading* differenziati per area geografica. In questo volume, tuttavia, vengono riportati solamente i moltiplicatori di settore di tipo *trailing*, aggregati per area globali. Se questo volume includesse, oltre ai moltiplicatori di tipo *trailing*, anche quelli di tipo *leading*, e presentasse, altresì, la loro differenziazione per zona geografica, il numero di pagine, che è già elevato, salirebbe ad oltre duecentomila, rendendolo difficile da scaricare ed ingombrante da stampare.

Per coloro che volessero estendere le loro ricerche anche ai moltiplicatori di tipo *leading* e filtrare tanto questi ultimi, che quelli di tipo *trailing*, per paese o per area geografica, è possibile accedere alle apposite pagine del nostro sito web, seguendo le istruzioni riportate in nota⁸.

Attraverso il nostro sito web è, infatti, possibile visualizzare e scaricare non soltanto i moltiplicatori di settore "globali" di tipo *trailing* (presentati in questa ricerca), ma anche quelli di tipo *leading*, filtrandoli per paese o per zona geografica, ed includendo o escludendo dalle analisi i moltiplicatori di segno negativo⁹.

La presente ricerca riporta i soli moltiplicatori di settore degli ultimi cinque anni. La maggior parte delle serie storiche accessibili attraverso il nostro sito web è assai più risalente (in alcuni casi anche a prima del 2000).

Introduzione ai moltiplicatori presentati in questa ricerca

5. Fonti dei dati

Per il calcolo dei moltiplicatori delle singole società e per la loro successiva aggregazione nei diversi settori e sotto-settori della presente ricerca, ci basiamo, principalmente, su prezzi delle azioni delle singole società e su dati finanziari, di mercato e di classificazione merceologica attinti alla banca dati “*Capital IQ*®” di *Standard & Poor's*¹⁰. Invitiamo a fare riferimento alle note per un sintetico commento in tema di comparabilità dei dati di bilancio¹¹ e sui contenuti e gli aggiornamenti della classificazione merceologica¹².

6. Settori e sotto-settori merceologici

L'elenco dei settori e sotto-settori merceologici e le relative definizioni sono riportati nella Sezione 2 della presente ricerca. Tenuto conto delle cautele già in precedenza menzionate, i moltiplicatori di sotto-settore consentono analisi più mirate di quelli di settore. Talvolta, però, il numero dei sottostanti moltiplicatori di singole società può essere eccessivamente ridotto. In tali casi, i moltiplicatori di settore, sebbene più generici e, quindi, meno «mirati» possono rappresentare un'alternativa migliore rispetto a quelli di sotto-settore.

7. Andamento insolito dei prezzi delle azioni delle società quotate

Al fine di predisporre le nostre ricerche trimestrali, raccogliamo le informazioni finanziarie e di mercato di diverse migliaia di società quotate, delle quali calcoliamo i moltiplicatori, trimestre per trimestre. La quantità di dati presi a riferimento è tale, da impedirci di verificarli singolarmente in tempi compatibili con la sistematica pubblicazione delle nostre ricerche. Non procediamo, quindi, alla eliminazione o alla rettifica di moltiplicatori di singole società, che siano stati, eventualmente, distorti da anomalie temporanee nell'andamento delle quotazioni dei titoli azionari sottostanti. Tali anomalie possono dipendere dal diffondersi di informazioni concernenti operazioni societarie straordinarie (acquisizioni, fusioni, offerte pubbliche di acquisto, etc.) oppure da altri eventi non ricorrenti.

Ad esse conseguono, spesso, impennate o brusche riduzioni dei prezzi dei titoli azionari delle società coinvolte, che non sempre sono giustificati da cambiamenti nei “fondamentali” delle società o del mercato.

Ancorché, come sopra ricordato, la vastità dei dati finanziari e di borsa raccolti non renda possibile intervenire sui moltiplicatori di singole società affetti dall'andamento anomalo del prezzo dei titoli, riteniamo che il loro impatto sugli aggregati costituiti dai moltiplicatori di settore non sia rilevante.

Occorre, infatti, considerare, anzitutto, che le anomalie in discorso influiscono sui prezzi delle azioni - e, quindi, sui moltiplicatori di singole società - per periodi di tempo limitati. I moltiplicatori di settore presentati in questa ricerca sono, poi, il risultato dell'aggregazione di plurimi moltiplicatori di singole società, osservati in un periodo di tempo prolungato. L'effetto sui moltiplicatori di settore di temporanee anomalie di negoziazione dei titoli di una società, si stempera, quindi, nell'aggregazione con i moltiplicatori di altre società, nella durata del periodo di osservazione e, infine, per effetto della eliminazione dei c.d. outlier (v. *infra*).

8. Accorgimenti per mitigare distorsioni afferenti i c.d. “titoli sottili”

Un ulteriore fattore che può distorcere i moltiplicatori afferenti singole società, è costituito dalla eventuale illiquidità delle loro azioni, ossia quando i titoli sono oggetto di scambi poco frequenti e/o per volumi molto contenuti. Si suole definire tali azioni “titoli sottili” (dall'inglese “*thin trading stock*”).

Anche i moltiplicatori calcolati sui prezzi di quotazione di c.d. “titoli sottili” possono non riflettere adeguatamente i cambiamenti nei dati fondamentali delle correlative società e del mercato. A differenza delle impennate o dei bruschi cali dei prezzi di borsa di un titolo azionario, derivanti da notizie concernenti operazioni straordinarie o da altre anomalie temporanee di negoziazione, la condizione di illiquidità di un “titolo sottile” può persistere per un lungo periodo di tempo.

Introduzione ai moltiplicatori presentati in questa ricerca

Nell'aggregare i moltiplicatori di settore e di sotto-settore, mitigiamo l'impatto negativo sulla qualità dei dati di una prolungata illiquidità di taluni titoli azionari, escludendo tutti i moltiplicatori delle società che non soddisfino i seguenti requisiti:

- capitalizzazione media di borsa, nei dodici mesi precedenti la fine dell'ultimo trimestre, non inferiore a 50 milioni di euro;
- inizio della quotazione delle azioni almeno dodici mesi prima della fine dell'ultimo trimestre e nessun giorno di negoziazione a "valore zero";
- valore del volume medio negoziato giornaliero non inferiore a 1/10.000 della capitalizzazione media di mercato negli ultimi dodici mesi precedenti la fine dell'ultimo trimestre.

I requisiti di cui sopra sono, evidentemente, discrezionali, ma costituiscono, a nostro avviso, un compromesso ragionevole tra la necessità, da un lato, di eliminare i dati che potrebbero risentire dell'illiquidità delle azioni delle società sottostanti i moltiplicatori e, dall'altro, di aggregare il maggior numero possibile di moltiplicatori al fine di comporre i valori statistici dei settori e dei sotto-settori.

9. Criteri di determinazione dei moltiplicatori delle singole società

Come già indicato, i moltiplicatori di settore presentati in questa ricerca derivano dall'aggregazione di quelli di singole società quotate. Per determinare questi ultimi, abbiamo adottato i criteri qui appresso illustrati.

L'*Enterprise Value* (EV), che costituisce il numeratore dei moltiplicatori *asset side* delle singole società, viene da noi stimato quale somma degli elementi seguenti:

- valore di mercato del Patrimonio netto (P)¹³;
- Posizione Finanziaria Netta.

Il valore di mercato del Patrimonio netto, che, oltre a concorrere all'*Enterprise Value*, è anche il numeratore dei moltiplicatori *equity side* delle singole società, viene da noi determinato quale sommatoria:

- della media della capitalizzazione di borsa nei tre mesi precedenti la fine di ogni trimestre;
- del più recente valore delle azioni privilegiate, riportato dalle fonti di informazione consultate, alla data di chiusura di ogni trimestre;
- del più recente valore del patrimonio netto di terzi (c.d. "*minority*"), riportato dalle fonti di informazione consultate, alla data di chiusura di ogni trimestre.

La Posizione Finanziaria Netta viene determinata quale sommatoria:

- del più recente valore dell'indebitamento finanziario netto, riportato dalle fonti di informazione consultate, alla data di chiusura di ogni trimestre. L'indebitamento finanziario netto, a sua volta, è la somma dell'indebitamento finanziario complessivo della società meno le disponibilità liquide e grandezze equivalenti¹⁴;
- del più recente valore degli eventuali accantonamenti pensionistici e previdenziali, riportato dalle fonti di informazione consultate, alla data di chiusura di ogni trimestre.

I denominatori dei moltiplicatori *asset side* sono i Ricavi (S¹⁵), l'Ebitda e l'Ebit delle società quotate. Le loro misure, attinte alle fonti di informazione consultate e relative all'ultima informazione disponibile alla data di chiusura di ciascun trimestre, sono annualizzate (valori relativi agli ultimi dodici mesi, c.d. LTM "*last twelve months*").

Introduzione ai moltiplicatori presentati in questa ricerca

I denominatori dei moltiplicatori *equity side* sono costituiti dagli utili al lordo delle imposte (Ebt), dal valore contabile del patrimonio netto (Bv) e dal valore contabile del patrimonio netto dedotti l'avviamento ed i beni immateriali (Tbv). Ebt, Bv e Tbv sono desunti dalle fonti di informazione consultate e rappresentano l'ultimo dato disponibile alla chiusura di ciascun trimestre. Anche per quanto riguarda Ebt, la misura adottata, come nel caso di S, Ebitda ed Ebit è quella annualizzata per gli ultimi dodici mesi (LTM) sino alla chiusura del trimestre.

10. Aggregazione dei moltiplicatori di settore e l'eliminazione dei c.d. Outlier

I moltiplicatori di settore delle singole società sono stati aggregati per comporre i valori di quelli di settore e di sotto-settore, riportati nei grafici e nelle tabelle della Sezione 3. Nel procedimento di aggregazione sono stati eliminati i c.d. "Outlier", ossia i moltiplicatori delle singole società che appaiono eccessivamente elevati o contenuti rispetto agli altri.

Per individuare ed eliminare tali moltiplicatori anomali, è stato, anzitutto, determinato il c.d. "intervallo interquartile" (IQR, "interquartile range", pari alla differenza tra il Quartile 3 e il Quartile 1) di tutti i moltiplicatori delle singole società, calcolati come indicato in precedenza. È stato, poi, sommato o sottratto, rispettivamente, al Quartile 3 ed al Quartile 1, il valore di IQR, moltiplicato per +/- 1,5.

Determinato, in tal modo, un intervallo andante da "Quartile 1 - 1,5 x IQR" a "Quartile 3 + 1,5 x IQR", sono stati scartati, ai fini della aggregazione dei moltiplicatori di settore, tutti i moltiplicatori di singole società che ricadono al di fuori di esso. I moltiplicatori scartati, ossia gli Outlier, non sono, quindi, inclusi nei grafici e nelle tabelle della Sezione 3.

11. I moltiplicatori di settore e di sotto-settore della Sezione 3

Nella Sezione 3 della presente ricerca, i moltiplicatori di settore e di sotto-settore vengono presentati secondo tre differenti prospettive di analisi:

a) la prima, è incentrata sull'andamento nel tempo, trimestre per trimestre, e sulla distribuzione, evidenziata attraverso grafici di tipo "box plot" ed annesse tabelle, dei valori medi, mediani, quartili, minimi e massimi dei moltiplicatori delle singole società classificate nei rispettivi settori e sotto-settori. I moltiplicatori delle società sono stati calcolati, come spiegato in precedenza, sulla base dei dati finanziari e di borsa raccolti alla fine di ogni trimestre. Il periodo di tempo rappresentato è di cinque anni e termina con il trimestre più recente;

b) la seconda, evidenzia la distribuzione dei moltiplicatori delle società rispetto alla crescita attesa di talune delle misure poste a denominatore (S, Ebitda, Ebit, Ebt)¹⁶. Il tasso di crescita medio atteso dei denominatori è stimato in base alle correlative previsioni formulate, per ciascuna società, dagli analisti di borsa (*consensus estimate*) per i due anni successivi alla data di riferimento di stima dei singoli moltiplicatori. La distribuzione dei moltiplicatori è presentata, mediante apposite tabelle, per intervalli di percentuali di crescita. Vale la pena notare che:

- le tabelle recanti la distribuzione dei moltiplicatori rispetto alla crescita attesa dei loro denominatori fanno riferimento ai dati del trimestre più recente;
- per ogni intervallo percentuale di crescita, nelle tabelle sono riportati il numero di società censite, che corrisponde a quello dei moltiplicatori, ed i valori medi, mediani, i quartili, i valori minimi e massimi di questi ultimi. Il numero complessivo di moltiplicatori di singole società, evidenziato nelle tabelle in esame può essere significativamente inferiore a quello dei moltiplicatori dell'ultimo trimestre presi a riferimento nei grafici di tipo "box plot" e nelle tabelle annesse ai medesimi. Questa discrepanza si spiega con il fatto che le previsioni degli analisti di borsa sono disponibili solo per un numero limitato di società quotate;

Introduzione ai moltiplicatori presentati in questa ricerca

c) la terza, mostra la distribuzione dei moltiplicatori delle singole società rispetto alle dimensioni di queste ultime, misurate in ragione della loro capitalizzazione di borsa. È opportuno, anche in questo caso, evidenziare che:

- le tabelle recanti la distribuzione dei moltiplicatori rispetto alla capitalizzazione di borsa fanno riferimento ai dati del trimestre più recente;
- per ogni intervallo di capitalizzazione di borsa, sono riportati, nelle tabelle, il numero di società censite, che corrisponde a quello dei moltiplicatori, ed i valori medi, mediani, i quartili, i valori minimi e massimi di questi ultimi.

12. Note esplicative

1. Per una lettura più agevole della presente ricerca, si farà riferimento, nel prosieguo, semplicemente a “moltiplicatori di settore”, a meno che non sia necessario, per chiarezza, menzionare espressamente anche la categoria dei “moltiplicatori di sotto-settore”.

2. È opportuno sottolineare che i moltiplicatori presi a riferimento nella presente ricerca sono stimati in relazione a società quotate in borsa, utilizzando i dati di mercato e finanziari (capitalizzazione di borsa, indebitamento netto, v. *infra*) al numeratore, ed informazioni derivate dai loro bilanci o dalle previsioni degli analisti (consensus estimate) al denominatore. I moltiplicatori sui quali la presente ricerca si fonda sono, quindi, quelli detti, nella letteratura specialistica italiana, “moltiplicatori di borsa” (o multipli di borsa, “*trading multiple*”), che differiscono dai c.d. “moltiplicatori tratti da operazioni comparabili” (o multipli da operazioni comparabili, “*transaction multiple*”). Questi ultimi, come è noto, sono determinati in ragione dei prezzi di scambio di intere società o di partecipazioni (trasferimenti che, nella maggior parte dei casi, riguardano società non quotate).

3. EBITDA è l'acronimo di *Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization*, che significa “Utile prima degli interessi, delle imposte, degli ammortamenti e delle svalutazioni”. È un indicatore utilizzato per valutare la *performance* economica di un'impresa, in ragione di una rappresentazione semplificata della sua dinamica di generazione di cassa. Ai fini della determinazione dell'Ebitda vengono, infatti, contrapposti ricavi e costi afferenti la gestione operativa, senza tenere conto che una parte di essi potrebbe non avere avuto contestuale manifestazione finanziaria nell'esercizio di riferimento (parte dei ricavi può essersi tradotta in crediti, anziché in incassi, così come parte dei costi può essere all'origine di debiti e non di uscite nell'esercizio).

Giacché l'Ebitda non include gli ammortamenti e le svalutazioni, esso non tiene conto, nemmeno secondo una logica di “competenza” della dinamica degli investimenti e del possibile deterioramento di talune attività. Nonostante i limiti dell'informazione costituita dall'Ebitda, i moltiplicatori costruiti su detta misura di performance - e fatte sempre salve le cautele del caso - sono di uso comune nella prassi valutativa.

4. EBIT è l'acronimo di *Earnings Before Interest and Taxes*, che significa “Utile prima degli interessi e delle imposte”. Rispetto all'Ebitda (v. *supra*), esso include, quindi, ammortamenti e svalutazioni.

5. Si veda anche quanto indicato al paragrafo “Avvertenze”. Qualsiasi valutazione aziendale basata su moltiplicatori di settore o di sotto-settore è affetta da approssimazione. Ciò dipende dalla natura stessa dei moltiplicatori di settore e di sotto-settore. Essi rappresentano, infatti, valori aggregati di singoli moltiplicatori derivati da società che, pur condividendo la stessa classificazione industriale, possono, tuttavia, avere caratteristiche che le rendono non utilmente comparabili sia tra loro che rispetto a quanto oggetto di valutazione.

Introduzione ai moltiplicatori presentati in questa ricerca

È, quindi, di opportuno considerare una valutazione basata solo su moltiplicatori di settore o di sotto-settore come provvisoria e preliminare, che deve essere verificata indagando diligentemente il profilo di rischio e di rendimento dell'oggetto di valutazione e che deve essere prudentemente confrontata con una valutazione approfondita basata su uno o più approcci diversi, come raccomandato dalla letteratura scientifica e dai principi di valutazione emanati dagli standard setter.

6. Ai fini del presente ricerca, l'espressione moltiplicatori di tipo *"trailing"* si riferisce a rapporti (EV/Sales, EV/Ebitda, EV/Ebit, P/Ebt, P/Bv, P/Tbv) nei quali sia il numeratore (EV o P) che il denominatore (S, Ebitda, Ebit, Ebt, Bv, Tbv) sono attinti ai dati correnti delle società.

Nel caso in cui il denominatore sia una voce del conto economico, si fa riferimento ai dati degli ultimi dodici mesi (LTM) riportati o stimati alla data di chiusura del trimestre).

Nel caso in cui il denominatore sia una voce di stato patrimoniale, si fa riferimento agli ultimi dati riportati o stimati alla data di chiusura del trimestre.

7. Ai fini del presente ricerca, l'espressione moltiplicatori di tipo *"leading"* si riferisce a rapporti (EV/Sales, EV/Ebitda, EV/Ebit, P/Ebt,) nei quali il numeratore, EV o P, sia stato stimato sulla base di dati attuali (la capitalizzazione media di borsa dell'ultimo trimestre e la posizione finanziaria alla data di chiusura del trimestre), mentre il denominatore si riferisce a dati previsionali.

8. Per accedere alle pagine del nostro sito web contenenti i moltiplicatori, occorre collegarsi alla nostra pagina o "home page", all'indirizzo <http://www.salvidio.com>. Nella *home page*, in alto, selezionare "Moltiplicatori" (per chi accede alla pagina in inglese: "Multiples"). Si aprirà la pagina della nostra piattaforma sui moltiplicatori. Aggiorniamo i nostri moltiplicatori di settore alla fine di ogni trimestre. Le serie storiche trimestrali dei moltiplicatori di settore risalgono a diversi anni or sono (buona parte inizia prima del 2000).

9. Un moltiplicatore negativo è, in genere, il risultato di un rapporto il cui denominatore è negativo. Ad esempio, una società quotata in borsa può presentare una perdita prima delle imposte. In tal caso, il suo Ebt sarà negativo. Di conseguenza, anche il suo moltiplicatore P/Ebt sarà negativo. Nel valutare un'azienda con il metodo dei moltiplicatori, si tende, nella prassi, ad escludere moltiplicatori negativi di società comparabili. L'esclusione di rapporti negativi implica l'ipotesi che i dati rilevanti (Ebitda, Ebt, ecc.) dell'impresa target da moltiplicare per i correlativi moltiplicatori selezionati ("Ebitda x EV/Ebitda", "Ebt x P/Ebt", ecc.) riflettano prospettive di performance della società target destinate a restare positive. L'inclusione di moltiplicatori negativi di singole società nella stima di un moltiplicatore di settore può essere utile per avere un'idea più generale del livello al quale il mercato borsistico "apprezza" le società che ne fanno parte sulla base delle loro misure di performance. L'inclusione o l'esclusione dei moltiplicatori negativi dipende quindi dallo scopo dell'analisi. Si noti che i moltiplicatori di settore e di sotto-settore presentati in questa ricerca sono stimati, per impostazione predefinita, escludendo eventuali moltiplicatori negativi di singole società.

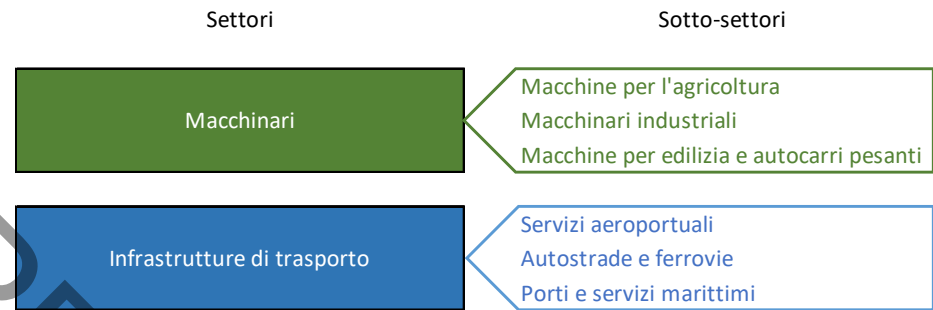
Introduzione ai moltiplicatori presentati in questa ricerca

10. Onde evitare la diffusione di proprietà intellettuale protetta da *copyright*, non divulgheremo né i dati finanziari e contabili delle singole società, raccolti per stimare i moltiplicatori di settore e di sotto-settore, né i loro moltiplicatori individuali.

11. Il *provider* di dati Capital IQ® di Standard & Poor's è ben noto per l'accuratezza e la tempestività delle informazioni finanziarie e di mercato. I bilanci ed i report contabili delle società quotate sono riclassificati secondo modelli di presentazione standardizzati. Questo approccio facilita notevolmente la comparabilità delle società a livello mondiale e supera le difficoltà poste dai diversi principi contabili. Ciò premesso, nell'aggregare i dati di bilancio delle singole società per costruire i moltiplicatori di settore e di sotto-settore, facciamo riferimento alle riclassificazioni standardizzate di Standard & Poor's Capital IQ® proprio in ragione del loro pregio in termini di omogeneità e comparabilità dei dati, ai quali si aggiunge il vantaggio pratico della loro efficacia nella elaborazione di migliaia di informazioni. I cambiamenti di principi contabili che, di tanto intanto, avvengono, si riflettono, peraltro inevitabilmente, anche sulla costruzione dei moltiplicatori, riducendo o migliorando la comparabilità delle società interessate dalle novità "contabili" rispetto a quelle che non ne sono affette, non senza la possibilità che vi siano riflessi sulle quotazioni dei loro titoli azionari. Più in generale, l'utilizzazione di moltiplicatori costruiti sui dati di società quotate ai fini della stima di società non quotate, può scontare un'ulteriore approssimazione se i principi contabili delle prime sono differenti da quelli adottati dalle seconde. Nel caso di moltiplicatori di settore, tali differenze possono essere attenuate o enfatizzate, se alla base dei medesimi vi sono o meno i fondamentali di società di paesi differenti, che adottano principi contabili diversi.

L'utilizzazione dei moltiplicatori di settore sconta sempre, pertanto, un grado di approssimazione, difficilmente evitabile, in relazione ai principi contabili di riferimento sia delle società del campione sottostante i moltiplicatori, che della società oggetto di stima.

12. Lo schema seguente esemplifica la relazione tra settori e sotto-settori:



È opportuno notare che gli aggregati statistici dei settori non sono calcolati sommando quelli dei sotto-settori che li compongono. Calcoliamo gli aggregati statistici di ciascun settore (così come quelle dei sotto-settori) sulla base dei moltiplicatori delle singole società classificate nei sotto-settori sottostanti. Come spiegato in precedenza, eliminiamo gli *outlier* filtrando i moltiplicatori delle singole società in base alla tecnica del «range interquartile» (IQR). Detta tecnica implica che la soglia di scarto degli *outlier* non sia sempre la medesima, bensì che dipenda dalla distribuzione e dai valori dei moltiplicatori delle singole società. Di conseguenza, le statistiche presentate in relazione a un settore (valori dei moltiplicatori e numero di società) sono generalmente diverse dalla semplice somma delle statistiche riportate per i sotto-settori che lo compongono. Queste differenze possono essere facilmente notate confrontando il numero di società riportato trimestralmente per un settore e il numero totale di società dei relativi sotto-settori.

Introduzione ai moltiplicatori presentati in questa ricerca

Di tanto in tanto, le informazioni sulla struttura di classificazione dei settori che attingiamo a Standard & Poor's Capital IQ® subiscono modifiche:

- i settori ed i sotto-settori possono essere cessati. Quando ciò accade, anche le nostre serie di dati sui moltiplicatori di settore e di sotto-settore vengono interrotte;
- possono essere introdotti nuovi settori e sotto-settori. In tal caso, procediamo con l'avvio di corrispondenti serie di moltiplicatori di settore e di sotto-settore. Gli utilizzatori delle nostre serie siano consapevoli che occorre un certo tempo per costruirle con un sufficiente numero di dati trimestrali (all'inizio, una nuova serie di moltiplicatori di settore o sotto-settore presenterà dati solamente per il trimestre più recente. Gli utilizzatori sono invitati a mettersi in contatto con noi per ricevere assistenza);
- infine, le denominazioni e le descrizioni dei settori e dei sotto-settori possono cambiare di tanto in tanto. Anche tali cambiamenti vengono, pertanto, riflessi nelle nostre serie di moltiplicatori di settore e sub-settoriali.

13. Non calcoliamo i moltiplicatori delle singole società in base ai dati di borsa e di bilancio ripartiti per le loro azioni. Li determiniamo, invece, direttamente in ragione delle loro capitalizzazioni di borsa e delle quantità e misure "piene" dei loro dati finanziari. Ciò malgrado, preferiamo utilizzare la lettera "P" (prezzo) come simbolo per il numeratore dei moltiplicatori equity side, come se essi fossero stati determinati sulla base del prezzo e delle quantità e misure contabili per azione

14. L'importo della liquidità è stato rettificato per riflettere la necessità di considerarne idealmente una piccola porzione a servizio dell'attività operativa. Si veda T. Collier, M. Goedhart, D. Wessels: *Valuation*, Wiley, 2010, pag. 143.

15. È opportuno notare che il denominatore "S" è costituito dai ricavi complessivi delle società quotate (Total revenues).

16. Non sono disponibili, salvo rari casi, previsioni dell'evolversi di Bv e di Tbv.

Ver. 2 Maggio 2023