

### La valutazione di un'azienda nell'ipotesi di un'acquisizione: un caso di applicazione del metodo dei multipli

di Massimo Buongiorno\* e Marco Capra\*\*

*Il presente lavoro illustra un incarico svolto nell'interesse della proprietà di una società operante nel settore dei servizi ai centri commerciali nell'ipotesi di cessione di una quota del 50% del capitale.*

*Il metodo prescelto dalle parti è quello dei "multipli" ovvero di una valutazione comparativa di mercato di tipo asset side, utilizzando il multiplo Enterprise Value/Ebitda.*

*Il processo valutativo richiede la ricerca e selezione del corretto multiplo di mercato, la costruzione dell'Ebitda partendo dal dato di bilancio e operando le opportune rettifiche ed infine il calcolo della posizione finanziaria netta che dovrà essere sottratta dal valore dell'azienda per ottenere il valore del capitale economico.*

*La sintesi valutativa nel contesto esaminato si traduce in un intervallo di valori ritenuti congrui sui quali dovrà essere impostata la negoziazione con la controparte.*

*L'articolo descrive la metodologia utilizzata per ciascuno dei passaggi rilevanti, illustrandone le scelte sottostanti.*

#### Il contesto aziendale e l'incarico conferito

L'incarico è svolto nell'interesse del *management* di Alfa Srl, società di servizi operante nel settore *retail*, in occasione di una offerta di acquisto di una quota del 50% del capitale della società da parte di Beta, multinazionale straniera, intenzionata ad una *partnership* strategica per effettuare l'ingresso sul mercato italiano.

L'offerta è pervenuta nel primo trimestre 2011.

Si descrive di seguito la metodologia adottata dal professionista per calcolare il valore della società, evidenziando le ipotesi sottostanti, le fonti dei dati utilizzati e le scelte operative compiute per pervenire al risultato finale.

Al momento nel quale la valutazione è stata svolta (gennaio 2011), il *c.d. real estate* in Italia è un settore in difficoltà che, nel suo complesso, appare sostanzialmente bloccato a causa della crisi economica congiunturale innestata su una debolezza di natura strutturale.

Il comparto relativo ai centri commerciali, invece, rimane in controtendenza rispetto al settore complessivo (gli investimenti diretti effettuati nei primi nove mesi del 2010 hanno avuto un incremento del 90% rispetto allo stesso periodo del 2009) fino alla prima metà del 2011, quando la domanda cala bruscamente.

Secondo l'*Italy Retail Market Report* redatto annualmente da Savills, una delle maggiori società a livello internazionale, il comparto dei centri commerciali ha assistito ad una stabilizzazione sia dei canoni di affitto sia dei rendimenti, pur se su livelli interessanti.

#### Il caso

Alfa Srl è una società di consulenza relativa allo sviluppo, alla gestione e alla commercializzazione di centri commerciali rivolgendosi agli investitori istituzionali italiani ed esteri, agli sviluppatori ed ai *retailer* con servizi di consulenza generale, di commercializzazione degli spazi, di amministrazione delle proprietà, di gestione dei centri commerciali e di *pilotage* (supporto all'avvio).

Il *business model* di Alfa si incentra principalmente sulla fornitura di un insieme di servizi alla proprietà del centro che di fatto ne rendono possibile il funzionamento. Tale aspetto diventa tanto più critico quanto più

---

\* Docente di Finanza Aziendale, Università Bocconi, Milano e Università Cà Foscari, Venezia

\*\* Dottore commercialista e Revisore legale, Partner CDR Tax & Finance

si considera che gli investitori sono solitamente di natura finanziaria e quindi non possiedono le capacità manageriali per gestire il centro commerciale.

I contratti stipulati da Alfa sono a medio termine (da tre a cinque anni) tuttavia la fase più redditizia è quella di avvio del centro per cui negli anni in cui si registra l'apertura di molti nuovi centri i ricavi (ed i margini) crescono di conseguenza, mentre negli anni di maggiore riflessione si contraggono.

Questo fattore introduce una notevole ciclicità nei risultati di Alfa Srl.

Beta è una multinazionale straniera, *leader* europeo nel comparto centri commerciali del settore immobiliare che attualmente opera in Italia in modo marginale.

Il rationale dietro all'ipotesi di acquisizione consiste nello sviluppo di una *partnership* che consente ad Alfa di sfruttare le risorse, il *brand* e il *network* di Beta per porsi come interlocutore affidabile anche in grandissimi progetti dove attualmente non riesce ad entrare, mentre per Beta l'operazione viene vista come un'opportunità di entrare rapidamente in Italia, attraverso un'azienda riconosciuta *leader* di mercato.

### Le fasi del processo di valutazione

A seguito delle prime riunioni conoscitive, le parti hanno stabilito che il criterio valutativo ottimale per la determinazione del valore economico del capitale di Alfa, sulla base del quale determinare il prezzo di cessione, fosse quello comparativo di mercato attraverso il multiplo *Enterprise Value/Ebitda*<sup>42</sup>.

Tale scelta è motivata da due fattori:

- la difficoltà di costruire, data la ciclicità dei ricavi, flussi attesi sufficientemente attendibili;
- la volontà di ancorare la valutazione a dati il più possibile oggettivi e dimostrabili.

La decisione di adottare l'Ebitda quale grandezza di riferimento implica che l'impianto valutativo sia di tipo *asset side*, ovvero che perviene preliminarmente alla stima del valore d'impresa (*enterprise value*) e solo successivamente, per sottrazione della posizione finanziaria netta, al valore del capitale economico (*equity value*).

In questo approccio valutativo, le fasi sono le seguenti:

- 1 → la determinazione del multiplo di mercato;
- 2 → il calcolo e l'eventuale rettifica dell'Ebitda e la successiva determinazione del valore dell'azienda;
- 3 → il calcolo della posizione finanziaria netta e del valore del capitale economico.

### La determinazione del multiplo di mercato

La valutazione comparativa di mercato si fonda sul presupposto teorico che il multiplo sia un indicatore sintetico espressivo delle aspettative di rendimento e del grado di rischio tipiche del settore della società da valutare. In altri termini, si utilizza il mercato quale "scorciatoia" per riassumere in un unico dato l'insieme delle ipotesi normalmente contenute in un modello analitico quale quello finanziario o reddituale.

L'aspetto più critico di questo approccio valutativo consiste naturalmente nella scelta del multiplo più corretto e fedelmente rappresentativo dell'azienda da valutare.

Nel caso in esame si è considerato il settore dei servizi ai centri commerciali e sono stati selezionati due campioni diversi, il primo dei quali costituito da società quotate e il secondo da società recentemente oggetto di acquisizioni per le quali il prezzo è noto.

Si è inoltre fatto riferimento al multiplo di settore riportato nel sito *web* di A. Damodaran.

Le banche dati a disposizione hanno consentito di estrarre una *short list* di società operanti nel settore e quotate su diversi mercati internazionali. Sfortunatamente, nessuna delle società selezionata presta solamente servizi ai centri commerciali, ma si tratta di entità diversificate che in molti casi hanno anche proprietà immobiliari, discostandosi quindi in modo sensibile dall'attività della società da valutare.

---

<sup>42</sup> Il criterio è ampiamente utilizzato dagli operatori per la compravendita di aziende del settore. Un'alternativa altrettanto diffusa – e sostanzialmente equivalente – è la capitalizzazione perpetua dei redditi.

Di seguito viene riportato l'elenco delle società comparabili e i relativi multipli forniti dalla banca dati *Bloomberg* nel gennaio 2011 e successivamente utilizzati nella valutazione (i dati successivi, se non diversamente specificato, sono da considerarsi in milioni di euro).

SOCIETA'	EV	EBITDA T12M	EBITDA Storico	EV/EBITDA T12M	EV/EBITDA Storico
JONES LANG LASALLE INC	3.993,67	347,29	293,07	11,5	13,6
MITSUBISHI ESTATE CO. LTD	47.621,70	2.676,34	2.403,68	17,8	19,8
EUROCOMMERCIAL PROPRTIE NV	3.187,78	154,28	154,67	20,7	20,6
BENI STABILI SPA	4.546,94	230,39	219,42	19,7	20,7
CB RICHARD ELLIS GROUP INC	9.315,59	514,59	334,93	18,1	27,8
COLLIERS INTERNATIONAL UK PLC	56,37	(4,76)	(12,50)	n.d.	n.d.
SAVILLS PLC	518,65	39,66	23,24	13,1	22,3
FIRSTSERVICE CORP	1.031,30	103,40	82,08	10,0	12,6
KYORITSU MAINTENANCE CO LTD	827,50	67,05	61,83	12,3	13,4
NIPPON KANZAI CO LTD	199,70	36,61	32,40	5,5	6,2
SUMITOMO REAL ESTATE SALES	1.060,94	94,66	77,66	11,2	13,7
TOKYU COMMUNITY CORP	260,89	64,84	56,24	4,0	4,6
NIHON HOUSING CO LTD	148,10	30,01	26,18	4,9	5,7
GAGFAH SA	7.701,60	471,90	448,00	16,3	17,2
MARTINSA FADESA SA	5.720,30	320,26	-720,38	17,9	-7,9
<b>MEDIA</b>	<b>5.746,07</b>	<b>343,10</b>	<b>232,03</b>	<b>13,07</b>	<b>13,59</b>

Nella tabella si riporta l'*Enterprise Value* calcolato sommando la capitalizzazione di borsa (numero delle azioni moltiplicato per il prezzo unitario) e la posizione finanziaria netta e l'Ebitda storico (ultimo bilancio chiuso) e degli ultimi dodici mesi (ottenuto sommando i dati delle ultime quattro trimestrali).

I multipli risultano dal rapporto tra l'*Enterprise Value* e le due figure di Ebitda.

Il secondo campione ha riguardato l'analisi delle negoziazioni comparabili.

Anche in questo caso, sono state selezionate esclusivamente le operazioni che hanno riguardato società *target* con un *business* il più simile possibile a quello di Alfa Srl e successivamente si è richiesto un supporto al *management* per evidenziare le realtà più comparabili.

Ne è emerso un campione di due sole società, ma ritenute molto simili ad Alfa Srl per tipologia di *business*. I dati sono indicati nella tabella successiva.

Acquirente	Acquisita	Venditore	Anno	Quota acquisita	Prezzo di acquisizione	Enterprise Value	EBITDA	EV/EBITDA
Exor	Cushman & Wakefield	Rockefeller Group	2007	72%	474,00	803,75	148,00	<b>5,43</b>
CB Richard Ellis	Espansione Commerciale	Escofin	2008	100%	18,20	18,20	3,58	<b>5,08</b>
<b>MEDIA</b>						<b>410,98</b>	<b>75,79</b>	<b>5,26</b>

Il campione delle operazioni comparabili presenta alcuni limiti legati alla relativa "anzianità" delle acquisizioni ed alla eterogeneità dei prezzi derivanti da processi negoziali per loro natura diversi da caso a caso e dalla necessità di fare riferimento esclusivamente all'ultimo bilancio chiuso. Tuttavia si ritiene che questo campione presenti una maggiore comparabilità in termini di estensione e similarità delle attività svolte.

Come ultima indicazione è stato, infine, utilizzato il dato del settore "*Real Estate Services*" fornito dal noto studioso americano A. Damodaran attraverso la propria banca dati. Tale dato riguarda un campione di 10 società quotate europee. Il valore di tale multiplo è 8,11x.

Pur costituendo una sorta di “doppione” del primo campione, si è ritenuto di considerare questo dato poiché da un lato è universalmente considerato attendibile, e quindi un punto di riferimento, e dall’altro poiché non risultando da calcoli è il più oggettivo.

### La determinazione e rettifica dell’Ebitda

La successiva fase del processo valutativo richiede la determinazione dell’Ebitda di riferimento per Alfa Srl. Preliminarmente si è provveduto a riclassificare secondo il criterio della pertinenza gestionale i conti economici del triennio 2008-2010 di Alfa Srl.

Si noti che, al fine di una migliore comprensione degli impegni finanziari complessivi dell’azienda, è stata operata una rettifica per iscrivere i contratti di *leasing* relativi alle attrezzature informatiche della società, secondo il criterio finanziario (già considerato nella tabella che segue).

In questo modo, nel Conto economico sono stati eliminati i canoni e sostituiti dagli ammortamenti degli impianti e dal pagamento degli interessi compresi nel canone stesso, mentre nello Stato patrimoniale è stato fatto emergere il valore degli impianti acquisiti al netto del fondo ammortamento e, nelle passività onerose, il debito per i canoni residui.

Tale rettifica ha comportato una diminuzione dei costi per beni di terzi di circa 0,2 milioni di euro per ogni esercizio del triennio considerato.

(dati in milioni di euro)	2008	2009	2010
Ricavi per prestazione di servizi	24,8	16,5	18,7
Altri Ricavi	1,0	1,4	0,4
Costi per materie prime	(0,1)	(0,1)	(0,1)
Costi per servizi	(13,8)	(10,6)	(10,0)
Costi per beni di terzi rettificato	(0,5)	(0,5)	(0,7)
Costi del personale	(6,0)	(6,5)	(7,3)
Oneri diversi di gestione	(0,1)	(0,1)	(0,1)
<b>EBITDA</b>	<b>5,3</b>	<b>(0,04)</b>	<b>0,9</b>

Successivamente sono state analizzate le singole voci di Conto economico per verificare la necessità o meno di apportare rettifiche ai valori di bilancio al fine di normalizzare l’Ebitda. La normalizzazione è una procedura utilizzata per determinare la redditività che in condizioni “normali” la società potrebbe mantenere. Questa analisi è effettuata per depurare il CE da costi/ricavi *one-off* e/o costi/ricavi non inerenti il *core business*.

Nel caso di Alfa Srl la normalizzazione ha riguardato principalmente i costi per servizi e i costi del personale.

Infatti:

- ➔ la società, gestita da un Consiglio di amministratori-soci, non ha avuto in passato una politica di distribuzione di dividendi. Per questo motivo la remunerazione è sempre stata rimessa esclusivamente all’emolumento che questi percepivano per la loro attività in azienda. Il costo relativo al Consiglio di Amministrazione sostenuto dalla società nel triennio 2008-2010 è stato di circa € 2,4 milioni all’anno. Tale importo è stato sostituito da un ammontare annuo pari a € 1 milione corrispondente al costo di un management dipendente, ritenuto in linea con il mercato;
- ➔ la società, nel corso del 2009, ha sviluppato un progetto di *cost restructuring* per l’importo di circa € 0,5 milioni. Il progetto ha analizzato i centri di costo della società allo scopo di ricercare ed eliminare eventuali inefficienze così da far fronte alla perdita di redditività subita nel 2009 dovuta alla contrazione dei ricavi. Tale servizio, ritenuto per sua stessa natura un costo *one-off*, è stato integralmente eliminato;
- ➔ la società nel biennio 2009-2010 ha sostenuto costi annui per il personale dipendente per circa € 7,0 milioni. Di questi, circa € 0,8 milioni annui, sebbene spesi in CE, sono stati sostenuti a titolo di investimento per l’assunzione e la formazione di nuovo personale, necessario in vista dei nuovi progetti in partenza negli esercizi 2011 e 2012. Questo importo, ai fini della valutazione, è stato considerato come un onere pluriennale e quindi capitalizzato, in quanto i relativi ricavi avrebbero avuto manifestazione solo a partire dall’esercizio 2011.

L'insieme delle rettifiche considerate porta l'Ebitda per il 2009 a € 3,2 milioni e per il 2010 a € 2,9 milioni. E' stato successivamente analizzato il *budget* 2011-2012, i cui dati sono riepilogati in seguito:

(dati in milioni di euro)	2011	2012
Ricavi per prestazione di servizi	16,7	16,7
Ricavi incrementali	6,7	11,6
Costi per materie prime	(0,1)	(0,1)
Costi per servizi	(9,9)	(10,4)
Costi per beni di terzi	(0,9)	(0,9)
Costi del personale	(7,6)	(7,7)
Oneri diversi di gestione	(0,07)	(0,07)
<b>EBITDA</b>	<b>4,8</b>	<b>9,1</b>

Le principali voci di attenzione su cui si è soffermata l'analisi degli scriventi sono state:

### Ricavi incrementali

La voce include principalmente i ricavi desumibili dai contratti già sottoscritti dalla società per le attività di consulenza, gestione, *property* e commercializzazione di diversi centri commerciali sparsi per tutta la penisola e che inizieranno i loro effetti a partire dal primo trimestre 2011. Una parte residuale di questa voce (€ 0,48 milioni per il 2011 e € 0,95 milioni per il 2012) riguardano una stima prudenziale dei potenziali ricavi derivanti dalla trattative con le proprietà di numerosi centri commerciali in corso nel dicembre 2010. Secondo le stime della società i ricavi potenziali derivanti da questi progetti, già ponderati per le rispettive probabilità di successo, sono pari a circa € 11,2 milioni annui;

### Costi del personale

La voce include la remunerazione lorda di un nuovo direttore di centri commerciali e del relativo assistente, già assunti alla data in cui è effettuata la valutazione e che inizieranno la loro collaborazione a partire dal gennaio 2011.

Considerando quanto esposto in precedenza, si ottiene la seguente situazione:

	2008	2009	2010	2011	2012
Ricavi per prestazione servizi	24,8	16,6	18,7	16,7	16,7
Ricavi incrementali	-	-	-	6,7	11,6
Altri ricavi	1,0	1,2	0,4	-	-
Costi per materie prime	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)
Costi per servizi	(12,5)	(8,2)	(8,8)	(9,9)	(10,4)
Costi per beni di terzi	(0,5)	(0,6)	(0,7)	(0,9)	(0,9)
Costi del personale	(5,9)	(5,7)	(6,5)	(7,6)	(7,7)
Oneri diversi di gestione	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)
<b>EBITDA</b>	<b>6,7</b>	<b>3,1</b>	<b>2,9</b>	<b>4,8</b>	<b>9,1</b>

Per il successivo calcolo del valore economico dell'impresa (EV) si è ritenuto di utilizzare la media aritmetica degli Ebitda sul periodo 2008–2012, pari a € 5,3 milioni, così da ottenere un'ulteriore normalizzazione della grandezza economica di riferimento. Infatti, come descritto in precedenza, il *business* di Alfa Srl presenta una elevata ciclicità e il riferimento ad un singolo esercizio non sarebbe significativa.

### Il calcolo della posizione finanziaria netta

Ultima grandezza necessaria per poter calcolare il valore del Capitale economico di Alfa Srl è la posizione finanziaria netta (PFN) ovvero la porzione del valore d'impresa attribuibile ai finanziatori a titolo di debito.

In termini generali, la PFN dovrebbe includere l'indebitamento finanziario oneroso (compreso il *leasing*, la cessione del credito pro-solvendo, le cartolarizzazioni e voci analoghe) al netto della liquidità e delle attività ad essa assimilabili; tuttavia la PFN è soggetta a differenti interpretazioni, ad esempio in merito al trattamento dei debiti scaduti verso fornitori.

Nel caso di specie è stata utilizzata la formula raccomandata dal "Comitato delle Autorità Europee di Regolamentazione dei Valori Mobiliari" (CESR) e proposta anche dalla Consob.

Si riporta la PFN di Alfa Srl in data 31 dicembre 2010 (dati in milioni di euro).

A Cassa	0,01
B Altre disponibilità liquide (banche attive)	0,2
C Titoli detenuti per la negoziazione	-
<b>D Liquidità (A) + (B) + (C)</b>	<b>0,2</b>
<b>E Crediti finanziari correnti</b>	<b>-</b>
F Debiti bancari correnti	0,1
G Parte corrente dell'indebitamento non corrente	0,1
H Altri debiti finanziari correnti	1,5
<b>I Indebitamento finanziario corrente (F)+(G)+(H)</b>	<b>1,7</b>
<b>J Indebitamento finanziario corrente netto (I) – (E) – (D)</b>	<b>1,5</b>
K Debiti bancari non correnti	-
L Obbligazioni emesse	-
M Altri debiti non correnti	0,4
<b>N Indebitamento finanziario non corrente (K) + (L) + (M)</b>	<b>0,4</b>
<b>O Indebitamento finanziario netto (J) + (N)</b>	<b>1,9</b>

### La sintesi valutativa

Le analisi svolte hanno consentito di calcolare i seguenti multipli di mercato:

considerando le società comparabili quotate (multiplo di mercato) si ottiene un multiplo EV/Ebitda medio pari a	<b>13,33x</b>
considerando le indicazioni medie derivanti dalle acquisizioni più recenti (multiplo da negoziazioni comparabili) si ottiene un multiplo medio EV/Ebitda medio pari a	<b>5,26x</b>
considerando la banca dati di A. Damodaran si ottiene il multiplo EV/Ebitda pari a	<b>8,11x</b>

Applicando quindi i multipli calcolati all'Ebitda medio ottenuto precedentemente e sottraendo la PFN ai valori così ottenuti, si evidenziano i seguenti risultati:

Metodo	Multiplo	EBITDA	Enterprise value	PFN	Valore del capitale economico
Multiplo di mercato	13,33x	5,3	70,6	(1,9)	<b>68,7</b>
Multiplo da negoziazioni comparabili	5,26x	5,3	27,9	(1,9)	<b>26,0</b>
Multiplo Damodaran	8,11x	5,3	42,9	(1,9)	<b>41,1</b>

Si pone ora il problema di definire un intervallo di ragionevolezza che la proprietà di Alfa Srl possa utilizzare nell'ambito della negoziazione.

I risultati riassunti nella precedente tabella portano a valori molto distanti tra loro. In queste situazioni è necessario ritornare alle metodologie di calcolo dei differenti multipli ed esaminarne pregi e limiti.

Le due operazioni comparabili non sono recentissime, ma il mercato non ha subito modificazioni sostanziali e le società acquisite (specialmente Espansione Commerciale) sono molto simili ad Alfa in termini di profilo di *business*. Per questi motivi si è ritenuto che il valore emergente da questo campione possa essere assunto quale limite inferiore per la trattativa.

I multipli delle società quotate sono molto influenzate dalla componente immobiliare pura (in particolare la proprietà) che non è un'attività attualmente svolta da Alfa Srl.

Il limite superiore viene definito dalla media aritmetica dei tre valori ottenuti che rappresentano comunque l'insieme dei dati ricavabili dal mercato e scontano la possibilità di crescita di Alfa Srl nell'ipotesi di chiusura dell'operazione. In altri termini si valorizzano le sinergie realizzabili attraverso l'acquisizione.

Si viene quindi a determinare un intervallo compreso tra € 26,0 milioni e € 45,3 milioni per l'intero capitale che diventano € 13 milioni e € 22,7 milioni per la quota oggetto della potenziale acquisizione.

La proprietà ha mostrato una sostanziale convergenza rispetto alla valutazione, considerando positivamente l'ipotesi di rinunciare a parte del prezzo compensandolo con la crescita futura di Alfa Srl.

Nonostante le buone premesse, l'operazione non si è conclusa, poiché l'acquirente ha accettato il multiplo delle acquisizioni comparabili, ma non ha considerato fattibili le previsioni di crescita per il 2011 e 2012 e quindi ha proposto differenti valori dell'Ebitda. La proposta di *earn-out*, nei termini in cui è stata formulata non è stata considerata accettabile dal venditore. Tra l'offerta e la richiesta si è quindi scavata una distanza non colmabile.

In conclusione, il caso dimostra come l'applicazione del metodo dei multipli sia solo apparentemente oggettiva, ma in realtà mostri profili di sensibilità alle scelte del valutatore (pur metodologicamente corrette) anche maggiore dei metodi analitici.

The advertisement features a dark header with a laptop icon and the text 'E-LEARNING PROFESSIONI'. On the right, the 'Gruppo EUROCONFERENCE' logo is visible. The main title 'OPERAZIONI STRAORDINARIE' is in large teal letters, with 'Percorso' above it. A hand holding a red pen is shown writing on a document. A circular badge says 'MATERIA CREDITI FORMATIVI'. Below the title are two buttons: 'VIDEOPRESENTAZIONE' and 'ACQUISTA'. A teal bar at the bottom contains the course details: 'Durata: 20 ore', 'Crediti: 20 CFP', and 'Prezzo: € 350,00 + IVA'. The footer includes the 'DRCFORM.IT' logo and contact information for DRC FORM srl in Milan.