



FRIULIA S.p.A.
Finanziaria Regionale Friuli-Venezia Giulia

Valutazione d'azienda con il metodo dei multipli: analisi di un caso

Stefano Milanese
responsabile operazioni di merchant banking



FRIULIA S.p.A.
Finanziaria Regionale Friuli-Venezia Giulia

DALLA TEORIA ALLA PRASSI

**LA VALUTAZIONE AL SERVIZIO
DEL PROCESSO NEGOZIALE**

COMPRATORE

VENDITORE

I METODI DI VALUTAZIONE

- ▶ **PATRIMONIALI**
(semplici, misti)
- ▶ **REDDITUALI**
(rendita perpetua, limitata, con valore finale)
- ▶ **FINANZIARI**
(DCF, EVA, levered, unlevered)
- ▶ **EMPIRICI**
(multipli di borsa, moltiplicatori di settore)

Stefano Milanese

**OTTICA DELL'INVESTITORE
ISTITUZIONALE**

**L'ACQUISIZIONE VIENE FATTA
PENSANDO ALLA WAY OUT**

**I CRITERI DI VALUTAZIONE PREVALENTI
SONO QUELLI CONFRONTABILI COL MERCATO**

Stefano Milanese

WAY OUT POSSIBILI

- ▶ **MERCATI** (*multipli, DCF*)
- ▶ **CESSIONE A TERZI**
(*reddituali, patrimoniali misti, DCF*)
- ▶ **CESSIONE AGLI AZIONISTI ATTUALI**
(*multipli*)
- ▶ **SMOBILIZZO E LIQUIDAZIONE**
(*tutti i metodi applicati ai singoli rami d'azienda*)

Stefano Milanese

VANTAGGI PRATICI DEL METODO DEI MULTIPLI



Stefano Milanese

METODO DI CALCOLO

▶ **MOL/EBITDA, R.O./EBIT, FATTURATO**

moltiplicato (x)

▶ **MULTIPLI SETTORIALI O SPECIFICI**

meno (+ /-)

▶ **LA POSIZIONE FINANZIARIA NETTA
(leasing residui compresi)**

Stefano Milanese

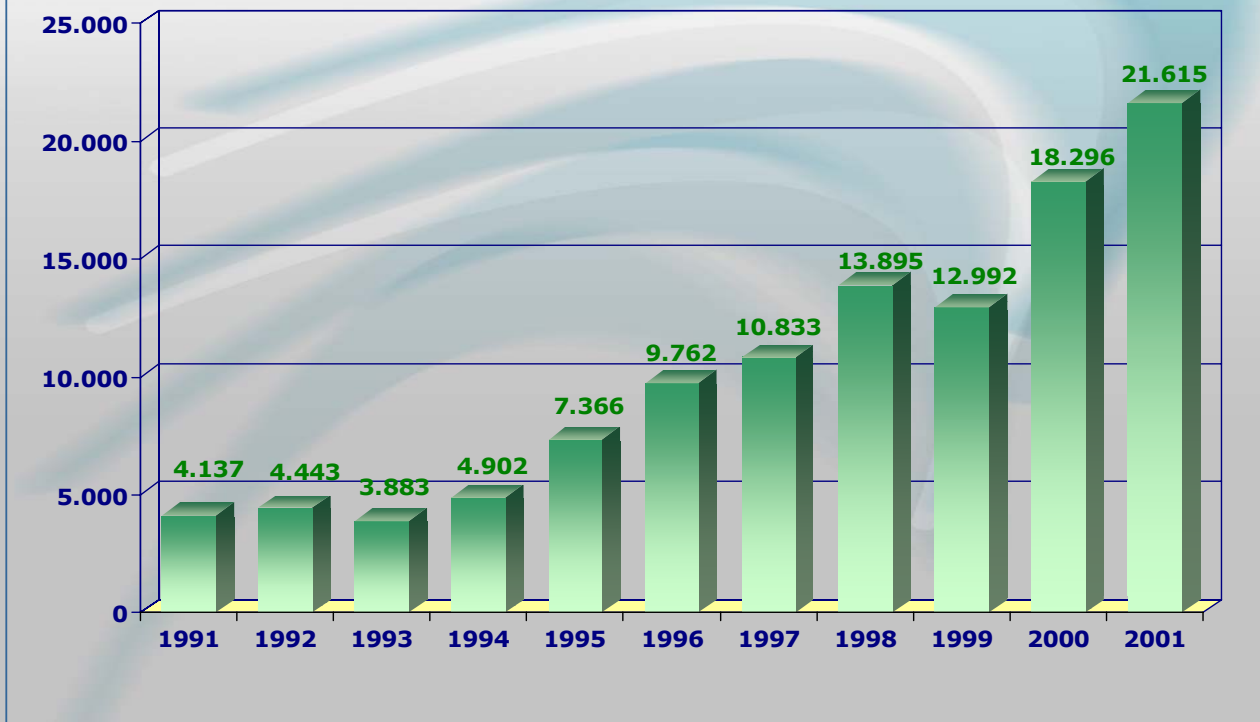
IL CASO



Stefano Milanese



EVOLUZIONE DEL FATTURATO (€/'000)



Stefano Milanese



ANALISI DELLA CONCORRENZA ITALIA

FATTURATO 2000	€/'000	%
LEADER	12.368	15,7
FOLLOWER 1	11.774	15,0
FOLLOWER 2	10.402	13,2
FOLLOWER 3	9.156	11,7
FOLLOWER 4	8.986	11,4
COMPETITOR	6.058	7,7
COMPETITOR	4.482	5,7
COMPETITOR	4.005	5,1
COMPETITOR	3.972	5,1
COMPETITOR	3.809	4,8
COMPETITOR	1.730	2,2
COMPETITOR	1.033	1,3
COMPETITOR	852	1,1
TOTALE	78.627	100,00

Stefano Milanese

CONCORRENZA EUROPA



FATTURATO (€/000)		TOTALE	ITALIA
LEADER EUROPA	UK	550	2,2
COMPETITOR	D	300	n.d.
COMPETITOR (quotata)	ES	200	7,9
COMPETITOR (quotata)	UK	100	n.d.
COMPETITOR (quotata)	NL	100	n.d.
COMPETITOR	ES	85	n.d.
COMPETITOR	D	77	n.d.
COMPETITOR	D	70	n.d.

Stefano Milanese

ASSETTO ORGANIZZATIVO



Stefano Milanese



SINTESI ECONOMICO / FINANZIARIA

€/000

	1998	1999	2000	2001
CONTO ECONOMICO				
Ricavi netti di vendita	13.762	12.809	18.031	21.358
Margine Operativo Lordo – EBITDA	1.529	1.511	1.809	2.860
	11%	12%	10%	13%
Risultato operativo - EBIT	867	773	838	1.781
	6%	6%	5%	8%
Risultato netto	108	276	276	750
Autofinanziamento – Cash Flow	649	995	1.202	1.964

Stefano Milanese



SINTESI ECONOMICO / FINANZIARIA

€/000

	1998	1999	2000	2001
STATO PATRIMONIALE				
Immobilizzazioni nette	3.828	4.584	5.910	5.969
Magazzino	1.005	1.205	2.257	2.181
Crediti e liquidità	6.083	6.136	10.008	10.779
Totale attività	10.916	11.925	18.176	18.929
Indebitamento oneroso	3.801	4.412	7.537	6.643
Debiti di funzionamento	5.573	5.344	7.591	8.577
Totale passività	9.375	9.756	15.129	15.220
Patrimonio netto	1.541	2.169	3.047	3.709

Stefano Milanese



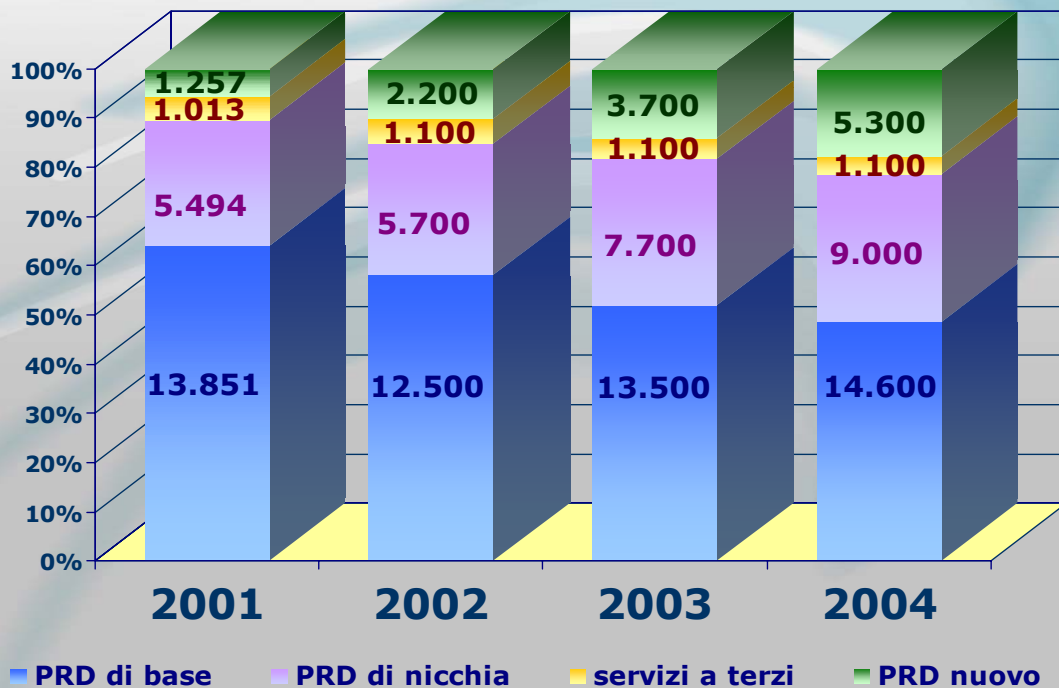
EVOLUZIONE DEL FATTURATO

€/000	1999	2000	2001	2002
FATTURATO				
prodotto di base	8.161	10.431	13.851	6.359
prodotto di nicchia	3.322	5.682	5.494	1.870
prodotti nuovi	480	1.083	1.257	653
servizi a terzi	1.029	1.100	1.013	533
TOTALE	12.992	18.296	21.615	9.415
var. %	n.d.	41%	18%	-7%
di cui: export	2.243	4.246	3.869	-
incidenza sul fatturato	17%	23%	18%	
ORDINATO	12.581	17.837	20.794	9.389
var. %	-7%	42%	17%	-11%

Stefano Milanese



PREVISIONI AZIENDALI DI FATTURATO



Stefano Milanese



SINTESI ECONOMICO / FINANZIARIA

€/000

	2001	2002	2003	2004
CONTO ECONOMICO				
Ricavi netti di vendita	21.358	21.500	26.000	30.000
Margine Operativo Lordo – EBITDA	2.860	2.554	4.098	5.875
	13%	12%	16%	20%
Risultato operativo – EBIT	1.781	1.276	2.575	4.322
	8%	6%	10%	14%
Risultato netto	750	327	1.090	2.179
Autofinanziamento – Cash Flow	1.643	1.406	2.247	3.366

Stefano Milanese



SINTESI ECONOMICO / FINANZIARIA

€/000

	2001	2002	2003	2004
STATO PATRIMONIALE				
Immobilizzazioni nette	5.969	6.212	6.344	5.492
Magazzino	2.181	2.365	2.860	3.300
Crediti e liquidità	10.779	10.430	12.610	14.550
TOTALE ATTIVITA'	18.929	19.007	21.814	23.342
Indebitamento oneroso	6.643	5.942	5.702	4.277
Debiti di funzionamento	8.577	8.301	9.529	10.304
TOTALE PASSIVITA'	15.220	14.243	15.232	14.581
PATRIMONIO NETTO	3.709	4.764	6.582	8.761

Stefano Milanese



CONFRONTO CON LA CONCORRENZA



Competitor ES	2001*	2002*	2003*	2004*
Fatturato (€ mil.)	203,4	233,8	303,9	340,95
MOL - EBITDA	10,3%	9,4%	14,5%	15,5%
Risultato operativo	3,3%	2,9%	8,4%	9,4%
Risultato netto	0,3%	(1%)	4%	4,8%



Competitor NL	2001*	2002*	2003*	2004*
Fatturato (€ mil.)	95,8	105,8	122,0	143,3
MOL - EBITDA	8,1%	10,2%	11,3%	11,6%
Risultato operativo	5,7%	7,1%	8,2%	8,7%
Risultato netto	3,3%	4,2%	4,7%	5,1%



Competitor UK	2001*	2002*	2003*	2004*
Fatturato (€ mil.)	123,2	122	120	123
Risultato operativo	7,6%	7,5%	7,1%	7,3%

* Stime Merrill Lynch (marzo 2002)

Stefano Milanese



MULTIPLI DI MERCATO

FATTURATO **EBITDA** **EBIT** **UTILE NETTO**



	2002	2003	2002	2003	2002	2003	2002	2003
	0,87	0,67	8,8	4,4	28,7	7,6	n.d.	7,7
	0,41	0,36	4,4	4,0	6,0	4,9	8,8	7,3
	0,44	0,44	4,0	3,8	7,3	7,0	9,7	10,3
	0,57	0,49	5,8	4,1	14,0	6,5	9,3	8,4

Stefano Milanese

REVISIONE DEL PIANO AZIENDALE

€/000	2001	2002	2003	2004
FATTURATO	21.516	20.500	24.000	27.000
MOL- EBITDA	2.860	2.211	3.188	3.988
RISULTATO OPERATIVO – EBIT	1.780	808	1.525	2.300
RISULTATO LORDO	1.462	383	1.118	1.999
RISULTATO NETTO	750	190	620	1.118

Stefano Milanese

VALUTAZIONI

	FATTURATO		EBITDA		EBIT		UTILE NETTO	
	2002	2003	2002	2003	2002	2003	2002	2003
MEDIA x FRIULIA	4.736	4.811	5.875	6.122	4.363	2.964	1.767	5.208
MEDIA x AZIENDE	5.306	5.791	7.557	9.442	8.423	8.228	2.817	9.130
MEDIA GENERALE	5.021	5.301	6.716	7.782	6.393	5.596	2.292	7.179

VALORE MEDIO ESCLUSO IL MINORE
6.284

Stefano Milanese

MULTIPLI FINALI

**VALORE MEDIO ESCLUSO IL MINORE
6.284**

	2001	2002	2003
Fatturato	21.626	20.500	24.000
EBITDA	2.860	2.211	3.188
EBIT	1.780	808	1.525
PFN		6.950	
valore unlevered		13.234	
Fatturato	0,61	0,64	0,55
EBITDA	4,6	5,9	4,2
EBIT	7,4	16,4	8,7

Stefano Milanese

**Prassi e criteri di valutazione
adottati da Friulia nell'ottica
del private equity:
dalla teoria alla pratica**

Stefano Milanese
responsabile operazioni di merchant banking