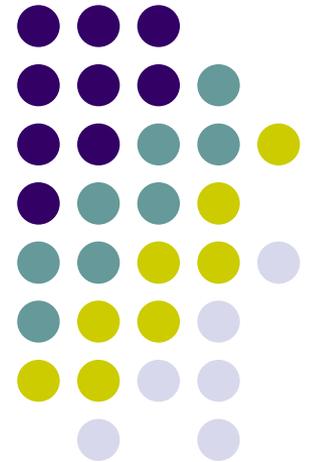
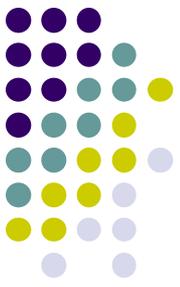


Valutazioni d'azienda: soluzioni esercizi

Dott.ssa Rossella Romano
Università di Napoli Parthenope



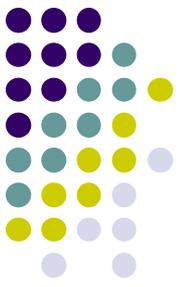
Soluzione. I multipli di mercato nella valutazione di un'azienda della net economy in start up



- Per la valutazione in esame si è fatto ricorso al *metodo dei multipli*.
- Dal momento che nella Nuova Economia gli utili realizzati sono ancora contenuti, il *valore dell'azienda (V) scaturisce dal seguente prodotto:*

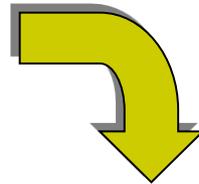
$$(V) = Price/Sales \times Fatturato$$

Fatturato



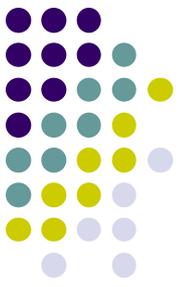
Nella prassi i multipli sono basati sui prezzi di mercato rapportati all'ultimo dato contabile di bilancio, ma per i titoli Internet tale metodologia non è molto significativa, considerata la crescita esplosiva dei numeri.

Soluzione..



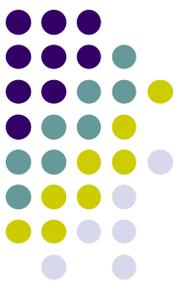
rapportare il multiplo al fatturato prospettico

I punti da affrontare:



- Stima del fatturato prospettico;
- Identificazione di imprese comparabili;
- La variabilità dei prezzi quotati di mercato;
- Gli sconti di minoranza e i premi di maggioranza;
- La valutazione dei rischi in start up;
- Il tasso di attualizzazione

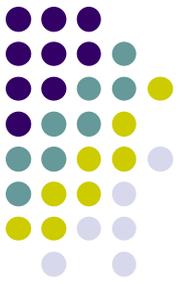
1. La stima del fatturato prospettico



Il *fatturato prospettico* preso in considerazione è relativo agli anno 2008 e 2009.

Per effettuare una stima assolutamente prudentziale si è previsto un incremento del fatturato con un grado di probabilità pari al **110% nel primo esercizio** e **48% nel secondo esercizio**.

2. Identificazione di imprese comparabili



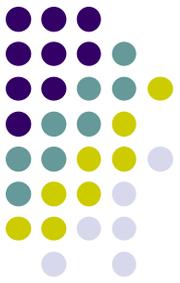
- **Problematica:** difficoltà di trovare imprese comparabili in Europa, infatti ne sono state individuate solo quattro. Queste ultime sono parzialmente comparabili con la società oggetto di analisi.

3. La variabilità dei prezzi quotati di mercato

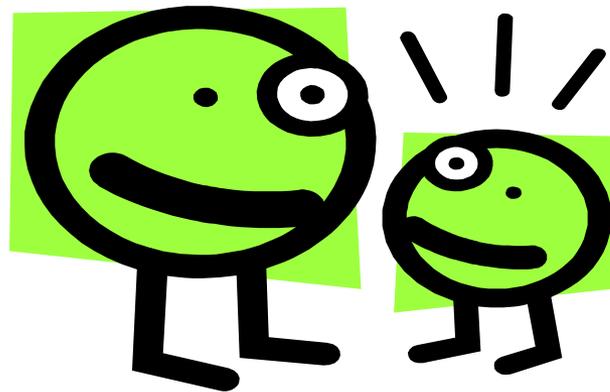


- **Problematica:** eccessiva variabilità delle quotazioni di Borsa
- **Soluzione:** utilizzare non le quotazioni puntuali di singole sedute di Borsa, bensì la media delle quotazioni degli ultimi 3 o 6 mesi.

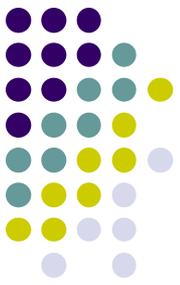
4. Gli sconti di minoranza e i premi di maggioranza



Ai fini della presente valutazione è stato preso a riferimento un premio di maggioranza pari al 30%.



5. La valutazione dei rischi in start up

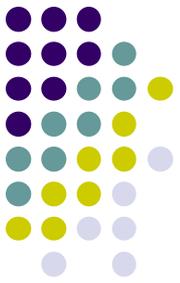


I rischi da considerare sono:

- il rischio legato alle persone (*people risk*);
- il rischio tecnologico (*technology risk*);
- il rischio di mercato (*market risk*);
- il rischio finanziario (*capital risk*).

Per l'abbattimento degli stessi si è previsto un tasso pari al 10%.

6. Tasso di attualizzazione



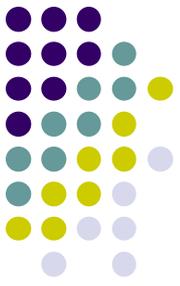
Considerato che il fatturato prospettico utilizzato ai fini della valutazione è quello relativo al periodo amministrativo 2009, viene applicato un tasso di sconto pari al 20%

Riepilogo:

- Fatturato medio prospettico per anni 2008-2009
- Scelta di 4 aziende comparabili
- Scelta di quotazioni medie degli ultimi 3-6 mesi
- Premio di maggioranza pari al 30%
- Tasso di rischio pari al 10%
- Tasso di sconto pari al 20%



La valutazione: la formula

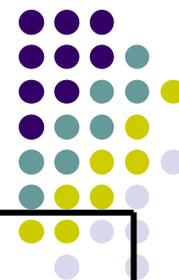


$$V = P / S \times F$$

Al fine dell'applicazione della formula esposta rimangono da definire le seguenti variabili:

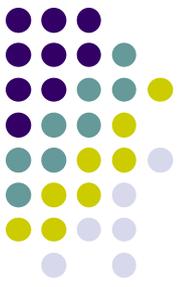
- *il fatturato prospettico (F);*
- *il multiplo (P/S).*

La segmentazione del fatturato al primo periodo (2007)



Segmenti di attività	Euro (mln di euro)	%
Docenza Fad	124	32,29
Consulenza/addestram. (assistenza, studi fattibilita` e affiancam.)	32	8,33
Servizi grafici e applicazioni multimediali	44	11,46
Sviluppo software e applicativi web oriented	83	21,61
Serivzi vari web oriented (indicizzazione)	1	0,26
Hosting	11	2,86
Fornitura hardware	28	7,29
Web authoring	61	15,89
Totale	384	100%

Fatturato prospettico (2008)



Settori di attivita`	budget 2008
● Net economy	610
● Docenze	200
= Totale	810

N.B. Occorre evidenziare che gran parte del fatturato prospettico non è meramente sperato, bensì certo, in quanto determinato sulla base di ordini già acquisiti.

Fatturato per segmento di attività (2008)



Segmenti di attività	euro	%
Docenza Fad	200	24,69
Consulenza/addestram. (assistenza, studi fattibilita` e affiancam.)	50	6,17
Servizi grafici e applicazioni multimediali	150	18,52
Sviluppo software e applicativi web oriented	200	24,69
Serivzi vari web oriented (indicizzazione)	10	1,23
Hosting	30	3,70
Fornitura hardware	20	2,47
Web authoring	150	18,52
Totale	810	100%

Fatturato prospettico (2009)



Settori di attivita`	budget 2009
● Net economy	1.000
● Docenze	200
● = Totale	1.200

N.B. Occorre evidenziare che gran parte del fatturato prospettico non è meramente sperato, bensì certo, in quanto determinato sulla base di ordini già acquisiti.

Fatturato per segmento di attività (2009)



Segmenti di attività	euro	%
Docenza	200	16,67
Consulenza/addestram. (assistenza, studi fattibilita` e affiancam.)	100	8,33
Servizi grafici e applicazioni multimediali	250	20,83
Sviluppo software e applicativi web oriented	300	25,00
Serivzi vari web oriented (indicizzazione)	30	2,50
Hosting	50	4,17
Fornitura hardware	20	1,67
Web authoring	250	20,83
Totale	1.200	100%

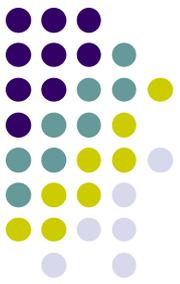
Il raffronto fra gli esercizi considerati



Segmenti di attività	2007	2008	Var %	2009	Var %
Docenza Fad	124	200	61,29%	200	0,00%
Consulenza/addestram. (assistenza, studi fattibilita` e affiancam.)	32	50	56,25%	100	100,00%
Servizi grafici e applicazioni multimediali	44	150	240,91%	250	66,67%
Sviluppo software e applicativi web oriented	83	200	140,96%	300	50,00%
Serivzi vari web oriented (indicizzazione)	1	10	900,00%	30	200,00%
Hosting	11	30	172,73%	50	66,67%
Fornitura hardware	28	20	- 28,57%	20	0,00%
Web authoring	61	150	145,90%	250	66,67%
Totale	384	810	110,94%	1.200	48,15%

Aziende comparabili:

a) P/S: Ciro Communication S.p.a.



Num. Azioni	Media ultimi 6 mesi	Capitalizzazione	Fatturato	Utile per azione	Sales per azioni
7.750.000	73.9513	573.122.575	133587.000	(0,2160)	17,2372

P/S	4,2902
P/E	(342)
Fatturato/Capitale	0,2331

b) P/S: Inferentia S.p.a.



Num. Azioni	Media ultimi 6 mesi	Capitalizzazione	Fatturato	Utile per azione	Sales per azioni
4.100.000	68,1539	279.430.990	4.932.000	(0,1783)	1,2028

P/S	56,66
P/E	(382)
Fatturato/Capitale	0,0176

c) P/S: Poligrafica San Faustino



Num. Azioni	Media ultimi 6 mesi	Capitalizzazione	Fatturato	Utile per azione	Sales per azioni
900.000	97,5541	87.798.690	26.024.000	(0,9077)	28.9151

P/S	3,3738
P/E	(107)
Fatturato/Capitale	0,2964

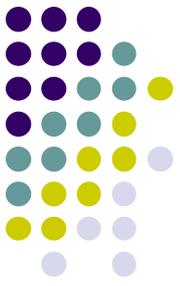
d) P/S: TXT e-solutions S.p.a.



Num. Azioni	Media ultimi 6 mesi	Capitalizzazione	Fatturato	Utile per azione	Sales per azioni
2.500.000	106,0258	265.064.500	11.262.000	(0,0632)	4,5047

P/S	23,536
P/E	(1.677)
Fatturato/Capitale	0,0425

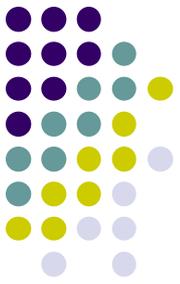
Il multiplo P/S



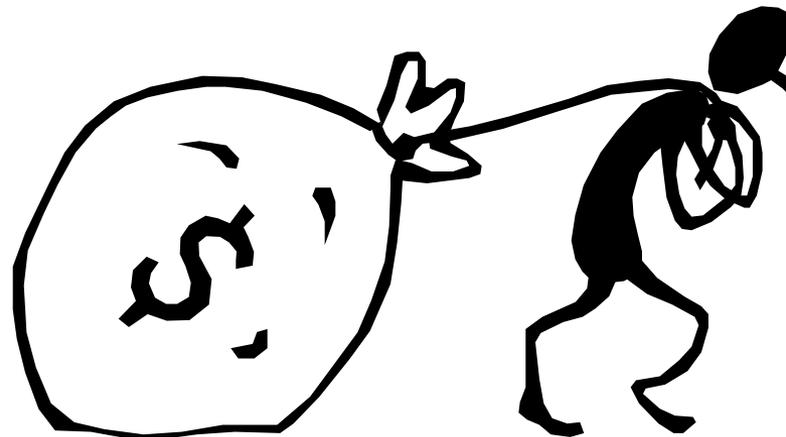
- Le società prese a campione sono: Cairo Communication s.p.a., Inferentia s.p.a., Poligrafica San Faustino, TXT e-solutions s.p.a.. Rispettivamente i multipli sono pari a: 4,29; 56,66; 3,37; 23,54.
- **La media semplice è pari a 21,97**

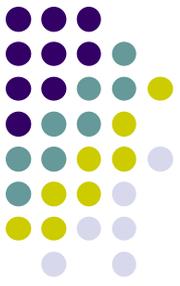
*Applicando il multiplo medio individuato al fatturato prospettico realisticamente stimato (798), si ottiene il **valore futuro dell'azienda, pari a euro 17.532.***

L'abbattimento dei rischi



Il **valore (V) dell'azienda** in oggetto è di euro **17.532** che, ridotto del 10% per il rischio sopportato, ammonta a **euro 15.779**.





Valore scontato

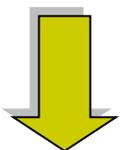
Il tasso di sconto → 20%

Il *valore scontato* del capitale economico risulta essere pari a euro **13.149**.

Conclusione



- Volendo calcolare il più probabile prezzo di cessione della quota pari al 51% ed essendo il premio di maggioranza pari al 30%.



Valore del 51%	→	6.706
Premio di maggioranza 30%	→	2.012

**Valore attribuibile alla quota di maggioranza
euro 8.718**