FM Excell
IN FINANCIAL MODELLING

Business Planning e Valutazione d’azienda con Excel

Torino, novembre 2021

Stefano Branca
Marco Montrucchio

Introduzione ai metodi di valutazione d’azienda

PERCHE' VALUTARE UNA SOCIETÀ?

La misurazione del valore d'azienda è rilevante in 4 ambiti

	Descrizione
Garanzie societarie	▪ Regolare rapporti tra i soci (attuali e/o potenziali) ▪ Danno conferme e dimostrazioni sull'esistenza di un certo valore del capitale (o di specifici assets) ai soci e ai mercati
Strategie di sviluppo (M&A)	▪ Convenienza nel conservare o cedere «aree d'affari» o società che producono scarso valore o addirittura ne perdono ▪ Sinergie ottenibili dalle fusioni (per definizione del prezzo target)
Formazione del bilancio	▪ Comparano i risultati dei bilanci con l'introduzione degli IAS (principi contabili internazionali) ▪ Raccolta capitale di rischio per lo sviluppo delle imprese
Stime periodiche di performance	▪ Misura delle performance effettivamente realizzate dalle imprese ▪ Risultati contabili hanno trascurato storicamente la dinamica degli «intangibles»

…continua…

- Nelle compravendite di quote e di pacchetti azionari di riferimento fra privati (valutazioni stand alone)
- In sede di determinazione del prezzo di offerta (IPO) al mercato
- Nella selezione delle migliori opportunità del mercato finanziario
- Nelle operazioni straordinarie (conferimento, fusione, scissione per determinare la congruità dei rapporti di cambio)
- In operazioni di aumento di capitale con esclusione del diritto di opzione (aumenti in denaro o in natura)

I 3 miti e le 6 verità sui modelli di valutazione

MITO 1: la valutazione d'azienda è un modo oggettivo per determinare il "valore"

- VERITÀ 1.1: Tutte le valutazioni sono stime. L'unica domanda da porsi è "quanto" e "in quale direzione"
- VERITÀ 1.2: La direzione e la grandezza della stima è direttamente proporzionale a chi ti paga e quanto ti paga per effettuare la valutazione

MITO 2: una buona valutazione fornisce una precisa stima del valore

- VERITÀ 2.1: Non esistono valutazioni precise
- VERITÀ 2.2: Il ritorno di una valutazione è più grande quando è meno preciso (individuazione di un range)

MITO 3: più il modello di valutazione è quantitativo più precisa sarà la valutazione

- VERITÀ 3.1: la comprensione di un modello di valutazione è inversamente proporzionale al numero di inputs necessari per il modello
- VERITÀ 3.2: modelli di valutazione semplici restituiscono risultati migliori rispetto a modelli complessi

…quindi anche quando parliamo di modelli di valutazione…

«It is better to be roughly right than precisely wrong»

(John Maynard Keynes)

RICORDA!

In ogni valutazione (non importa quale metodo si applichi) ci si basa su IPOTESI (che possono essere corrette o sbagliate)!

Come già detto, NON ci sono valutazioni precise!

Ma ci sono BUONI metodi per ragionare/applicare i principi finanziari!

Ogni società rappresenta un caso specifico e dobbiamo ragionare e applicare i principi finanziari nel valorizzare la società

Prezzo vs Valore ?

Prezzo vs Valore

La creazione di valore è un modo per definire sinteticamente gli obiettivi dell'impresa:

PREZZO

Dati espressi dal mercato. Il prezzo è **l'ammontare di denaro che un compratore è disposto a pagare**

VALORE

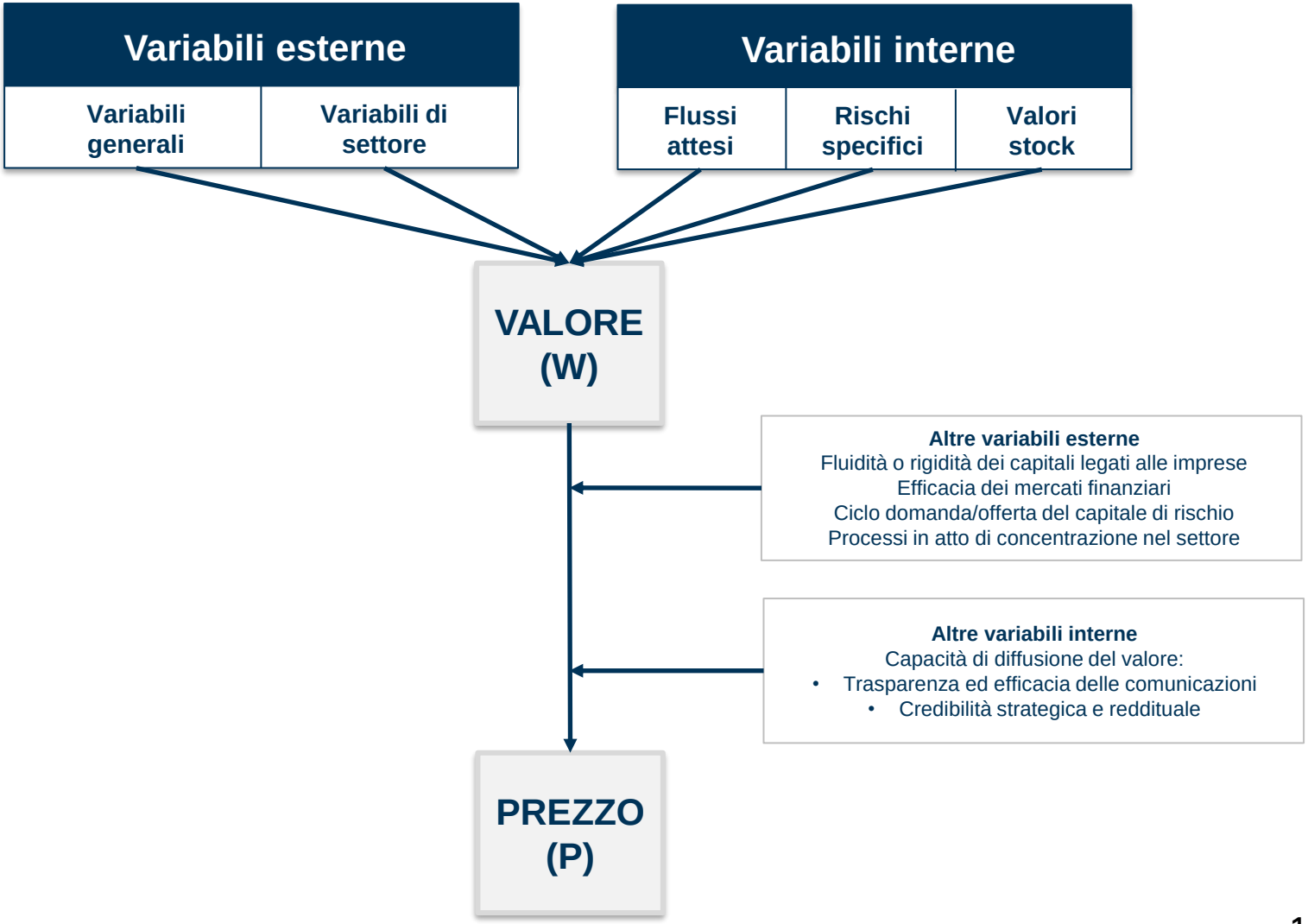
Grandezze stimate per mezzo di previsioni di flussi, di apprezzamento dei rischi (e dei tassi); sono perciò opinioni e stime. Il valore può essere visto come il **risultato analitico di calcolo** usando approcci quantitativi e qualitativi che andremo ad analizzare

Quando prezzi e valori coesistono possono non coincidere in alcun modo

QUALI SONO LE MOTIVAZIONI?

Le variabili che influenzano il valore di un'attività

Determinanti del valore assoluto (W) e del prezzo (P)



Le macro categorie utilizzate per la determinazione del valore aziendale

Valutazione intrinseca (o assolute)

Il valore di un’attività è legato alle sue caratteristiche intrinseche: la capacità di generare flussi di denaro e il rischio incluso in questi flussi. Il valore di un'attività è considerato come il valore attuale dei flussi di denaro futuri attesi per quell’attività.

Valutazione relativa

Stima il valore di un’attività guardando il prezzo di attività «comparabili» rispetto a una variabile comune come guadagni, flussi di denaro, valore contabile o di vendita

La valutazione d'azienda come creazione di valore

Valutazioni assolute

- Basate su «formule» che non contengono un contenuto irrazionale
- Basato su validità delle informazioni e dell'analisi fondamentale; affidabilità delle previsioni attinenti ai flussi attesi e dalla razionalità dei tassi di attualizzazione e di capitalizzazione
- Si basa su flussi attesi nel medio-lungo termine
- Produce risultati pressoché stabili nel tempo

METODO FINANZIARIO

METODO REDDITUALE

METODO PATRIMONIALE

Valutazioni relative

- Contiene componenti razionali (le performance), fattori di efficienza dei mercati nonché speculativi e persino emozionali
- Fa riferimento ad orizzonti temporali assai limitati; i risultati si formano su performance reddituali, riferite all'attualità o al brevissimo termine
- Produce risultati che possono essere instabili anche nel breve

METODO DELLE:

SOCIETÀ COMPARABILI

TRANSAZIONI COMPARABILI

Il modello finanziario: valutazione asset side ed equity side

Il valore del capitale economico è stimato considerando i flussi di cassa generati dall'impresa

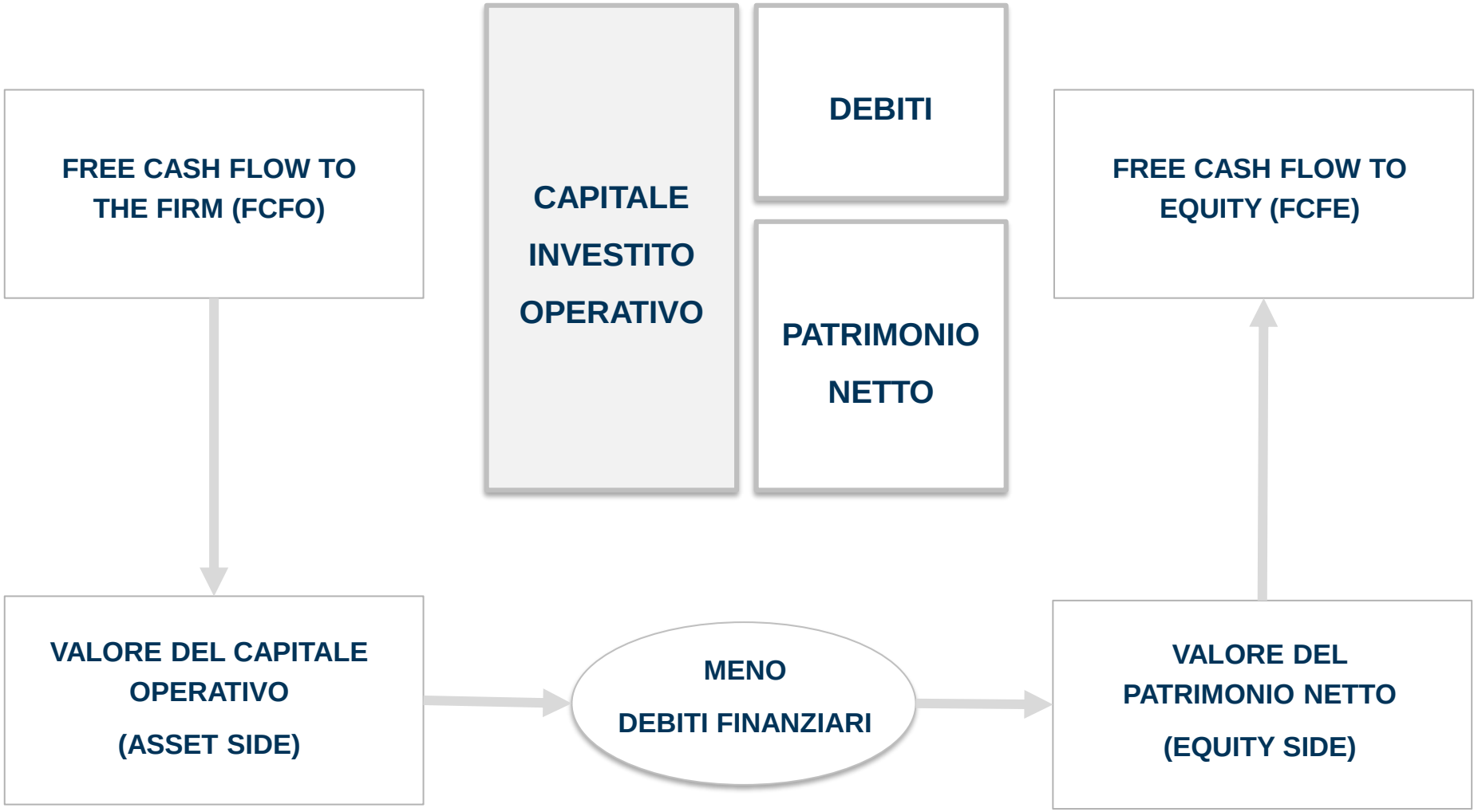
Asset side

- Stima del valore economico in modo **indiretto**
- Il valore economico del capitale è stimato partendo dal valore economico del capitale operativo al netto della PFN
- Considera flussi di cassa operativi
- Tasso di attualizzazione: WACC

Equity side

- Stima del valore economico in modo **diretto**
- Il valore economico del capitale è stimato considerando i flussi finanziari che spettano agli azionisti (FCFE)
- Tasso di attualizzazione: costo del capitale proprio

Il modello finanziario: valutazione asset side ed equity side



Il flusso di cassa sintetizza entrambi i documenti

Margine Operativo Netto (EBIT)

Ammortamenti

Tasse

Variazioni nel Capitale Circolante

Variazione nel Capitale Fisso Netto

Svalutazioni

Eventi Straordinari

FREE CASH FLOW

Interessi

Variazioni nel Debito a LT

Aumenti di Capitale e Dividendi

NET CASH FLOW

Variazione Cassa

Variazioni nel Debito a BT

CHANGE IN CASH

Cassa prodotta dall'attivo patrimoniale (i.e. dall'attività aziendale)

Cassa utilizzata per flussi verso i fornitori di capitale (rischio/debito)

Cassa utilizzata per modifiche di stock di debito

Cenni sul metodo reddituale

METODO REDDITUALE

- Il metodo reddituale determina il valore dell'azienda sulla base della capacità della stessa di generare reddito
- L'obiettivo del metodo è valutare l'azienda come complesso unitario sulla base della relazione: **redditività => valore**
- Il valore dell'azienda viene determinato mediante l'attualizzazione dei risultati reddituali attesi

Tipologie di metodi reddituali

- **Metodo reddituale semplice**: basato sulla stima di un flusso di redditi costanti o su un reddito medio normale (per aziende con vita limitata o illimitata)
- **Metodo reddituale complesso**: attualizza i flussi di reddito e stima un TV; il tasso di attualizzazione K_e

Cenni sul metodo patrimoniale

METODO PATRIMONIALE

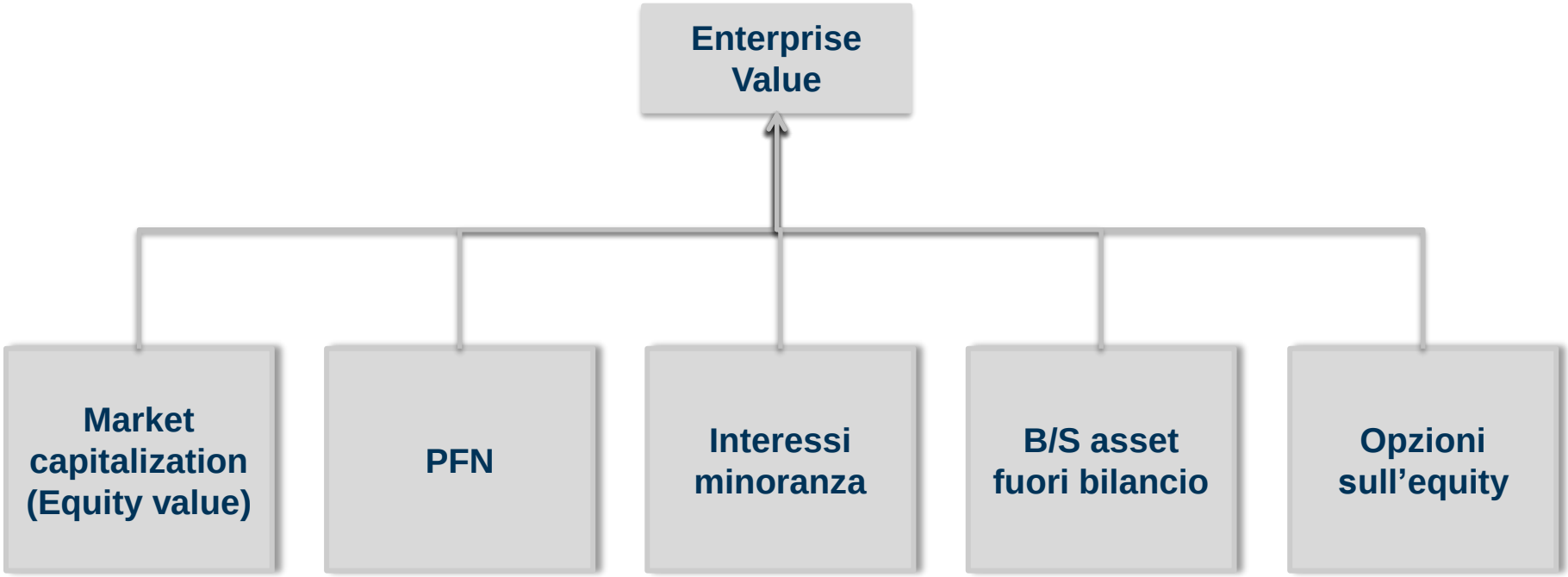
- Il valore dell'impresa è definito come il valore del patrimonio netto opportunamente rettificato
- Il processo di rettifica delle poste patrimoniali può seguire differenti strade:
  - **ANALITICA**: riferita ad ogni singolo elemento del patrimonio netto
  - **A VALORI CORRENTI**: valori di mercato in essere alla data della valutazione
  - **DI SOSTITUZIONE**: ipotesi assunta è quella del riacquisto o della riproduzione per gli elementi attivi e della rinegoziazione per quelli passivi
- **Il processo di stima è limitato**
- Utilizzato per aziende con forte patrimonializzazione (soc. immobiliari)

LIMITI

- Il valore dell'azienda è determinato sulla base del saldo algebrico tra attività e passività
- Non si basa su flussi attesi (reddito o cassa)
- Attribuzione di un valore corrente ad ogni attività (attivo o passiva) a prescindere dalla sua pertinenza
- **Stima AVVIAMENTO**

Determinazione del valore complessivo d'azienda: ENTERPRISE VALUE ed EQUITY VALUE

Enterprise Value: è il valore complessivo di un business o della società nel suo insieme, definito per tutti i fornitori di capitale non solo per i fornitori di equity.



Enterprise Value = Equity Value + Total Debt + Preferred Stock + Noncontrolling Interest – Cash and Cash Equivalents

Alcuni concetti chiave della valutazione (2/3)

Posizione Finanziaria Netta: è il debito finanziario al netto della cassa e dei titoli facilmente liquidabili (cash and cash equivalent)

- Se si valuta una società controllata separatamente dal gruppo, occorre considerare il debito intercompany all'interno della PFN se di natura finanziaria
- Include i debiti a breve e a lungo termine di natura finanziaria; non include i debiti di natura commerciale
- Normalizzare al valore di mercato quando possibile
- I fondi sono normalmente riclassificati tra il capitale investito e pertanto non rientrano come computazione all'interno della PFN. In alcuni casi possono essere iscritti all'interno della PFN (es. fondo accantonamento costi di dismissione, fondo rischi per causa legale)

Alcuni concetti chiave della valutazione (3/3)

Obbligazioni convertibili: possono essere classificate come debito o come equity.

- valore di mercato di azioni privilegiate se quotate o una stima del valore di mercato se non quotata
- la stima del valore di mercato dovrebbe essere realizzata attraverso un «convertible bond valuation model»

Interessi di minoranza: è il valore dell'equity e non-equity di pertinenza delle società terze che detengono quote nel patrimonio della società

Attività fuori bilancio: possono essere incluse o meno a seconda del grado di precisione con cui si conduce un'analisi. In alcuni casi i leasing operativi e i crediti ceduti non sono inseriti in altri casi gli analisti potrebbero preferire di includere la stima dei debiti derivanti dalle poste fuori bilancio

Opzioni sull'equity: il valore delle opzioni o dei warrants (incluse le management options) dovrebbero essere incluse come parte del valore dell'equity

Discounted Cash Flow (DCF)

DCF

Descrizione

Cos'è

Nella valutazione dei flussi di denaro, il valore di un'attività è il valore attuale delle aspettative di flussi di denaro dell'attività

Basi filosofiche

Ogni attività ha un valore intrinseco che può essere stimato, basandosi sulle sue caratteristiche in termini di flussi di denaro, crescita e rischi

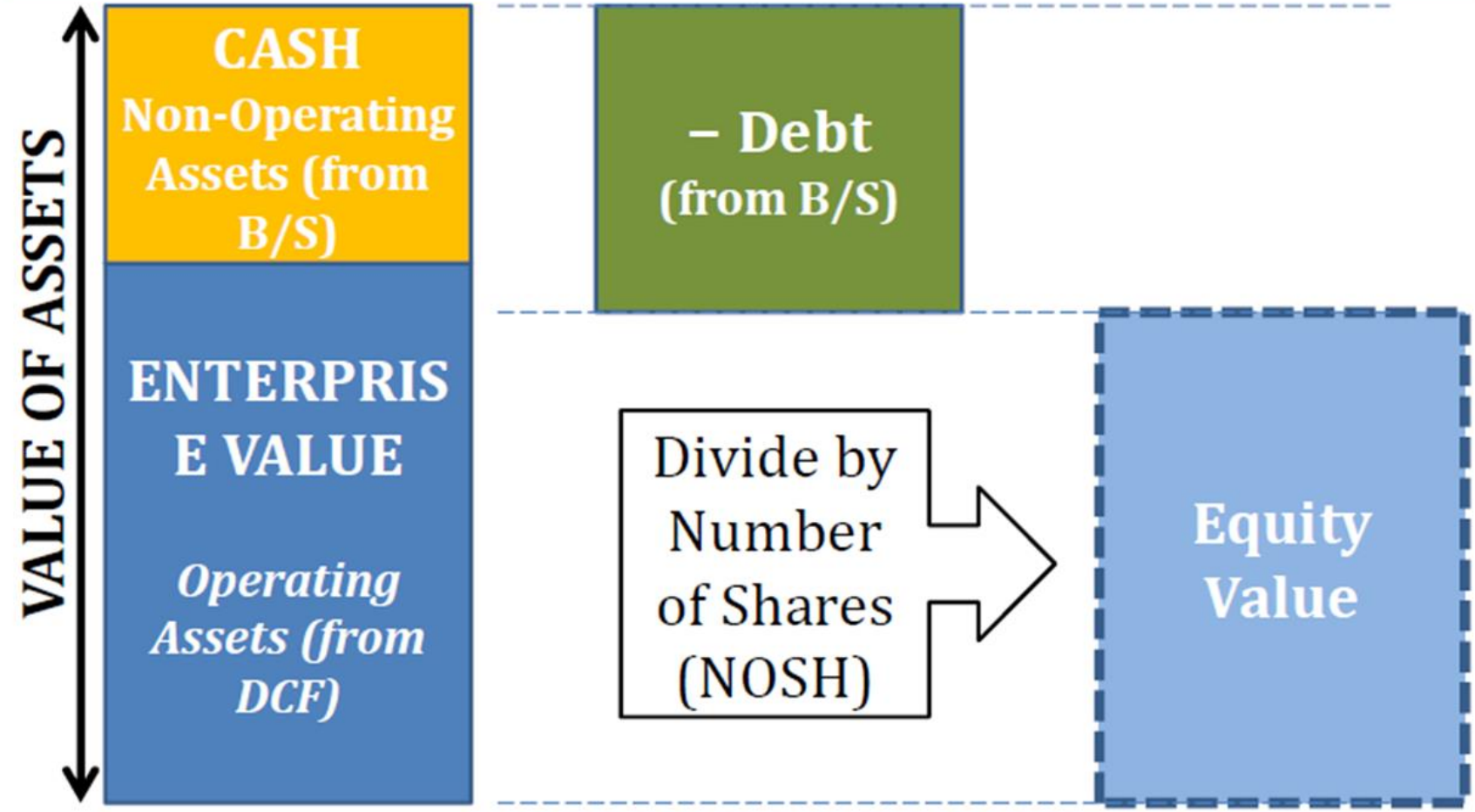
Informazioni necessarie

- Stimare la durata dell'attività
- Stimare il flusso di denaro durante l'attività
- Stimare il tasso di sconto da applicare ai flussi di denaro per ottenere il valore attuale

Inefficienze di mercato

si presume che i mercati sbaglino nel valutare le attività nel corso del tempo e che si correggano col tempo, quando arrivano informazioni nuove riguardanti le attività

DCF (value per share)



$$\text{Valore attività} = \frac{CF_1}{(1+r)^1} + \frac{CF_2}{(1+r)^2} + \frac{CF_3}{(1+r)^3} + \ldots + \frac{CF_n}{(1+r)^n}$$

CF(t): flusso di denaro previsto al tempo t

r: tasso di sconto

n: durata dell'attività

Proposizione 1: perché un'attività abbia valore, l'aspettativa di flusso di denaro deve essere positiva a volte più della durata dell'attività

Proposizione 2: attività che generano flussi precedentemente hanno più valore di attività che li generano successivamente

DCF

1. la valutazione DCF è meno esposta ad umori e percezioni del mercato
2. la valutazione ti costringe a pensare alle caratteristiche che stanno alla base di un'azienda e capire i suoi risvolti
3. Richiede molte più informazioni e input impliciti di altri approcci valutativi
4. Tali input sono difficili da stimare e possono essere manipolati dagli analisti
5. La qualità degli analisti dipende da quanto questi ultimi siano in grado di ridurre al minimo la manipolazione
6. Non c'è garanzia che le stime siano sopra o sottovalutate
7. Approccio disegnato per aziende che devono il loro valore alla capacità di generare flussi di denaro nel futuro
8. Funziona meglio per le attività che hanno un lungo orizzonte temporale, consentendo al tempo di correggere i suoi errori di valutazione e al prezzo di tornare al suo vero valore

Nello stimare i Cash Flow non dimentichiamo i 10 comandamenti

1) La svalutazione non è un cash flow, ma riguarda soltanto la tassazione

2) Non ignorare gli investimenti nelle Attività Fisse (Spese per Immobilizzazioni)

3) Non ignorare gli investimenti nel Capitale Circolante Netto
   - Includere solamente variazioni nel Capitale Circolante Operativo. Debiti a breve termine, flussi di cassa in eccesso e titoli di mercato non devono essere tenuti in considerazione.

4) Separare le decisioni di finanziamento da quelle di investimento: Valutarle come se interamente finanziate da equity (mezzi propri)

5) Stimare flussi su basi incrementali
   - Dimenticare i costi sommersi: sono avvenuti nel passato e sono irreversibili
   - Includere tutte le esternalità – gli effetti del progetto sul resto dell'azienda – per esempio una possibile cannibalizzazione

6) I costi opportunità non possono essere ignorati
7) Spese generali

8) Non dimenticare il valore duraturo (valore terminale o residuo)
   - Valore di liquidazione: stimare i profitti dalla vendita degli assets dopo un periodo inizialmente previsto. (Recupero dell'investimento nel capitale circolante, risparmi di imposta o attività fisse ma perdita nelle attività immateriali o nel valore dell'on-going business)
   - Crescita perpetua: Assumere che i cash flows crescano ad un tasso costante perpetuamente.

$$W = \sum_{t=1}^{T} \frac{FCF_t}{(1+k)^t} + \frac{\frac{FCF}{k-g}}{(1+k)^T} - D$$

9) Essere coerenti nel considerare l'inflazione
   - Cash flows nominali (con inflazione) – uso del costo nominale del capitale R
   - Cash flows reali (senza inflazione) – uso del costo reale del capitale r

10) Includere i flussi di cassa in eccesso, le proprietà immobiliari, fondi pensione, obbligazioni in stock options, e altri elementi importanti del bilancio.

Gli STEPs obbligatori da percorrere per una corretta applicazione del DCF

1° STEP	Studiare l'azienda target e determinare i Key Performance Drivers
2° STEP	Stimare il Free Cash Flow dell'attività operativa
3° STEP	Calcolare il Weighted Average Cost of Capital (tasso di sconto)
4° STEP	Determinare il Terminal Value
5° STEP	Calcolare il Present Value e determinare la stima del valore
6° STEP	Determinare un range di valore attraverso sensitivity analysis

STEP 1: studiare l'azienda target e determinare i Key Performance Drivers

Analisi e studio

- Come per ogni metodo di valutazione occorre conoscere il più possibile relativamente all'azienda target:
  - Mercato e clienti
  - Competitors
  - Key risks
  - Value proposition
- Valutare una Public Company è più semplice rispetto ad una Private in quanto sono disponibili maggiori informazioni
- Utilizzo di tutte le informazioni disponibili (websites, articles, etc.)

Key Performance Drivers

- Determinazione dei «key drivers» di performance dell'azienda target al fine di stimare i Free Cash Flow prospettici:
  - Crescita del fatturato
  - Redditività businesses
  - Working Capital Projection
  - Evoluzioni gestionali
- Informazioni disponibili da fonti interne (es. nuovi negozi) ed esterne (es. M&A, tassazione, legislativi)
- I flussi di cassa sono influenzati da molteplici fattori (es. management, mix prodotto, brand, ecc.)

STEP 2: stima il Free Cash Flow dell'attività operativa

Earnings Before Interest and Taxes (EBIT)	
Meno:	Tasse (aliquota marginale)
Earnings Before Interest after Taxes	
Più:	Ammortamenti e svalutazioni
Meno:	Capex
Meno:	Incremento/(decremento) del Capitale Circolante Netto
Free Cash Flow	

Il FCF è la cassa generata dalla Società dopo l'uscita generata dall'attività operativa, delle tasse collegate, dagli investimenti e dal capitale circolante.

Il FCF è indipendente dalla struttura del capitale dal momento che rappresenta la cassa disponibile per rimborsare i fornitori di capitale (debt/equity holders)

Alcuni elementi da tenere in considerazione nella redazione delle proiezioni del piano

Situazione «AS IS»

- L'analisi dei dati storici (tassi di crescita, margini, ratios) sono i primi indicatori delle performance future
- E' importante analizzare i dati «as is» più remoti possibile, ma gli ultimi 3 anni sono un ottimo proxy
- Depurare da componenti straordinari (normalizzazione da componenti straordinarie)

Tempi di proiezione

- Generalmente si utilizza un orizzonte temporale di 5 anni ma dipende dal settore, dallo stage di sviluppo e dalla facilità di predire le performance finanziarie future
- L'obiettivo è il raggiungimento dello «steady-state»; nuovi mercati (10yrs) – mercati maturi (5yrs)

Alternative cases

- Partendo dai dati forniti dal management («management case»), occorre definire una «base case» prudenziale
- Il base case è costruito partendo da interviste mirate alle figure chiave della società (direttore commerciale, CEO, CFO, ecc.)
- Implementazione di «best» e «worst» case

Output situazione «as is», proiezione quinquennale e FCF

Operating Scenario	1										
Mid-Year Convention	Y	Historical Period			CAGR		Projection Period					CAGR
		2005	2006	2007	('05 - '07)	2008	2009	2010	2011	2012	2013	('08 - '13)
Sales		**$780,0**	**$850,0**	**$925,0**	*8,9%*	**$1.000,0**	**$1.080,0**	**$1.144,8**	**$1.190,6**	**$1.226,3**	**$1.263,1**	*4,8%*
% growth		*NA*	*9,0%*	*8,8%*		*8,1%*	*8,0%*	*6,0%*	*4,0%*	*3,0%*	*3,0%*	
COGS		471,9	512,1	555,0		600,0	648,0	686,9	714,4	735,8	757,9	
Gross Profit		**$308,1**	**$337,9**	**$370,0**	*9,6%*	**$400,0**	**$432,0**	**$457,9**	**$476,2**	**$490,5**	**$505,2**	*4,8%*
% margin		*39,5%*	*39,8%*	*40,0%*		*40,0%*	*40,0%*	*40,0%*	*40,0%*	*40,0%*	*40,0%*	
SG&A		198,9	214,6	231,3		250,0	270,0	286,2	297,6	306,6	315,8	
EBITDA		**$109,2**	**$123,3**	**$138,8**	*12,7%*	**$150,0**	**$162,0**	**$171,7**	**$178,6**	**$183,9**	**$189,5**	*4,8%*
% margin		*14,0%*	*14,5%*	*15,0%*		*15,0%*	*15,0%*	*15,0%*	*15,0%*	*15,0%*	*15,0%*	
Depreciation & Amortization		15,6	17,0	18,5		20,0	21,6	22,9	23,8	24,5	25,3	
EBIT		**$93,6**	**$106,3**	**$120,3**	*13,3%*	**$130,0**	**$140,4**	**$148,8**	**$154,8**	**$159,4**	**$164,2**	*4,8%*
% margin		*12,0%*	*12,5%*	*13,0%*		*13,0%*	*13,0%*	*13,0%*	*13,0%*	*13,0%*	*13,0%*	
Taxes		35,6	40,4	45,7		49,4	53,4	56,6	58,8	60,6	62,4	
EBIAT		**$58,0**	**$65,9**	**$74,6**	*13,3%*	**$80,6**	**$87,0**	**$92,3**	**$96,0**	**$98,8**	**$101,8**	*4,8%*
Plus: Depreciation & Amortization		15,6	17,0	18,5		20,0	21,6	22,9	23,8	24,5	25,3	
Less: Capital Expenditures		(15,0)	(18,0)	(18,5)		(20,0)	(21,6)	(22,9)	(23,8)	(24,5)	(25,3)	
Less: Increase in Net Working Capital							(8,0)	(6,5)	(4,6)	(3,6)	(3,7)	
Unlevered Free Cash Flow							**$79,0**	**$85,8**	**$91,4**	**$95,3**	**$98,1**	

Attenzione!!!

E' un errore focalizzarsi su un solo template e su un modello rigido sempre tenendo a mente le regole base del financial modelling!

Un buon modello EXCEL deve essere «FAST»

FLESSIBILE: deve essere possibile cambiare le assumptions e fare analisi di scenari differenti facilmente e da parte di utenti diversi

ACCURATO: il modello deve riflettere i key drivers del business senza scendere nei dettagli non necessari. Non dimenticare che un modello è una buona rappresentazione della realtà, non la realtà stessa (es: tassazione)

STRUTTURATO: l'organizzazione e il layout devono rimanere consistenti, questo permette velocità nella preparazione del modello e facilità di lettura da parte degli utenti

TRASPARENTE: il modello deve essere basato su semplici e chiare formule che possono essere facilmente comprese dagli altri utenti e dallo stesso utente dopo tempo che non consulta il modello

Le proiezioni dei dati

Descrizione

Fatturato

Per le **società quotate** si prendono in considerazione i report degli analisti finanziari delle banche d'investimento (Consensus Estimate)
Per le **società private** tali stime possono essere considerate come proxy per delineare un trend di sviluppo

Confronto con dati storici tenendo in considerazione l'inflazione e il tasso di crescita che deve incorporare:

- Quota di mercato e suo sviluppo nell'arco temporale
- Market trends
- Mix di prodotto
- Cambiamento domanda
- Pricing
- Acquisizioni
- Ecc.

Settori altamente ciclici: il trend del fatturato è tipicamente più volatile e può incorporare drammatiche cadute o picchi. Occorre porre attenzione non tanto al momento in cui la stima del flusso parte ma che il Terminal Value sia normalizzato.

Costo industriale

Generalmente viene proiettato in modo costante per tutti gli anni di piano come percentuale del fatturato riflettendo la marginalità degli anni precedenti. E' possibile che per eventi ben definiti si possa modificare tale valore (es. riduzione costo acquisto inchiostri).

Caso Machinery&Co: 5yrs Business Plan

Le proiezioni dei dati

Descrizione

Capex

E' l'importo degli investimenti dell'azienda per garantire una crescita futura (espansione, miglioramento, rimpiazzo immobilizzazioni come attrezzature, macchinari, ecc.).
Una società non in stato di crisi investe annualmente almeno quanto sono i suoi ammortamenti, mantenendo un flusso di cassa in uscita annuale costante.
L'uscita di cassa generata dai capex è relativa all'attività operativa e dev'essere sottratta dall'EBIAT per il calcolo dei FCF

ΔNWC

Tipicamente le società in crescita hanno un assorbimento di cassa in quanto un incremento del giro d'affari fa incrementare di conseguenza crediti e magazzino.
La stima delle poste del Capitale Circolante Netto (NWC) viene realizzata attraverso le seguenti formule:

GG medi di incasso (DSO) = [Crediti commerciali * (1-0,22%) / Ricavi] x 365

GG medi di pagamento (DPO) = [Debiti commerciali * (1-0,22%) / COGS] x 365

GG medi di rotazione del magazzino (DIH) = (Magazzino/COGS*) x 365

STEP 3: Calcolare il Weighted Average Cost of Capital (tasso di sconto)

Definizioni

Cos'è

- E' il tasso di sconto utilizzato e accettato in qualsiasi parte del mondo per calcolare il valore attuale dei FCF e del Terminal Value di una società nel DCF
- E' la media ponderata del ritorno richiesto sul capitale investito (di norma debito o equity).
- Dal momento che Debito o Equity hanno differenti profili di rischio e tassazione, il WACC dipende dalla struttura del capitale della società target
- Può essere visto come il costo opportunità del capitale oppure cosa un investitore si aspetta come rendimento se investisse in un investimento alternativo con un simile profilo di rischio
- Società con profilo di rischio differente potrebbero avere differenti costi del capitale per i diversi business ognuno avrà il suo specifico WACC

STEP 3: Calcolare il Weighted Average Cost of Capital (tasso di sconto)

WACC = Costo del debito (dopo le tasse) **x** % debito su struttura del capitale **+** Costo dell'equity **x** % equity su struttura del capitale

$$WACC = (r_d \times (1-t)) \times \frac{D}{D+E} + r_e \times \frac{E}{D+E}$$

dove:

r_e = costo dell'equity

r_d = costo del debito

t = tax rate

D = valore di mercato del debito

E = valore di mercato dell'equity

Passaggi necessari per calcolare il WACC

Determinare la struttura del capitale obiettivo

Stimare il costo del debito (r_d)

Stimare il costo dell'equity (r_e)

Calcolare il WACC

Determinare la struttura del capitale obiettivo (1/2)

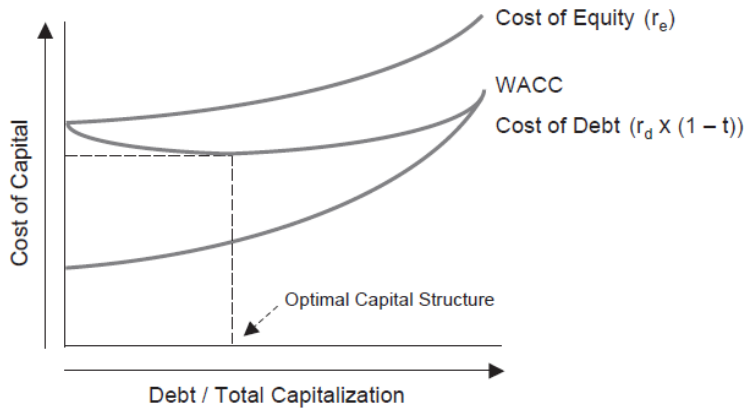
- Il WACC è determinato scegliendo la struttura del capitale obiettivo della Società nel lungo termine: D/D+E | E/D+E
- In assenza di specifiche indicazioni sulla struttura ottimale di capitale, si può esaminare l'attuale e storica struttura del capitale oltre alla capitalizzazione dei principali competitors: es. società quotate comparabili

Società quotate	Generalmente si utilizza come struttura del capitale obiettivo la struttura attuale
Società non quotate	La struttura del capitale ottimale è generalmente la media o la mediana di società comparabili

- Una volta scelta la struttura del capitale ottimale, si assume che rimanga costante per tutta la durata del piano

Determinare la struttura del capitale obiettivo (2/2)

Struttura del capitale ottimale



- In assenza di debito il WACC è uguale al costo dell'equity
- All'incrementare della porzione di debito, il WACC decresce, per effetto della deducibilità fiscale degli interessi, fino a raggiungere il punto di ottimizzazione della struttura del capitale
- Superato tale punto, il costo di una potenziale crisi supera il vantaggio derivante dalla deducibilità degli interessi passivi
- Più aumenta il rischio, maggiore sarà il rendimento atteso

Stimare il costo del debito (r_d)

Il costo del debito riflette il profilo di credito e la struttura del capitale obiettivo, che sono influenzati da molteplici fattori:

- Dimensione
- Settore
- Previsioni di sviluppo
- Ciclicità
- Rating del credito
- Statistiche del credito
- Generazione di flussi di cassa
- Politiche finanziarie
- Strategie di acquisizione

Stimare il costo del debito (r_d)

STRUTTURA CAPITALE OBIETTIVO
=
STRUTTURA ATTUALE

Costo del debito ottenuto come interessi derivanti dall'attuale composizione delle fonti di finanziamento esterne

STRUTTURA CAPITALE OBIETTIVO
≠
STRUTTURA ATTUALE

Costo del debito ottenuto da società quotate comparabili

Stimare il costo dell'equity (r_e)

- Il costo dell'equity è il tasso di rendimento che si aspettano di ricevere coloro che impiegano equity nella società (inclusi dividendi)
- A differenza del costo del debito, ottenibile dall'analisi del merito creditizio della società, il costo dell'equity non è ottenibile dal mercato
- Per il suo calcolo si utilizza la formula del «**CAPITAL ASSET PRICING MODEL (CAPM)**»

Costo dell'equity (r_e) = Risk-free rate + Levered Beta x Market Risk Premium

Stimare il costo dell'equity (r_e)

Costo dell'equity (r_e) = Risk-free rate + Levered Beta x Market Risk Premium

Costo dell'equity (r_e) = $R_f + B_L \times (r_m - r_f) + SP$

dove:

r_f = risk-free rate

B_L = levered beta

R_m = ritorno atteso dal mercato

$R_m - R_f$ = market risk premium (o «Equity Risk Premium»)

SP = size premium

Stimare il costo dell'equity (r_e)

Definizioni

r_f = risk-free rate

- E' il ritorno atteso da un investimento in attività prive di rischio
- I titoli di stato sono comunemente accettati dal mercato come titoli privi di rischio in quanto sono coperti dall'andamento dei conti di un intero paese (oggi in alcuni paesi non sono più così «risk-free»!!!)

Fonte: sole 24 ore

Mercato	Descrizione	Data Ultimo	Ultimo	Var%	Precedente
Austria	AGB 10A	11:03	1.1	-0.32%	1.09
Belgio	OLO 10A	11:03	1.22	-0.08%	1.22
Danimarca	Gov.Bond 10A	11:03	1.13	-0.45%	1.21
Finlandia	FGB 10A	11:03	1.02	-1.00%	1.02
Francia	Oat 10A	11:03	1.29	-0.35%	1.29
Germania	Bund 10A	11:03	0.88	-0.25%	0.87
Irlanda	IGB 10A	11:03	1.82	-0.01%	1.82
Italia	BTP 10A	11:03	2.5	+0.67%	2.52

Stimare il costo dell'equity (r_e)

Definizioni

Market Risk Premium

- E' l'eccesso di rendimento azionario richiesto dal mercato rispetto al rendimento di attività prive di rischio (ERP). E' il differenziale (spread) tra il rendimento atteso dal mercato e il rendimento di un attività priva di rischio
- È la differenza tra la redditività delle azioni (misurata dal rapporto tra utili e prezzo di mercato) con il rendimento reale dei titoli di stato, i quali vengono considerati investimenti privi di rischio
- Esistono 3 approcci per calcolare il Market Risk Premium:
  - Ricerche di mercato: analisi di mercato che individuano ritorno atteso dal mercato per l'investimento in equity stocks
  - Dati storici: calcolo del differenziale come media relativa ad un periodo di tempo (es. Ibbotson) – **approccio più utilizzato**
  - Analisi dei prezzi di mercato: partendo dall'analisi del livello attuale degli indici di mercato

Size premium

- Valore che si basa sul concetto empirico che più una società è di piccole dimensioni maggiore sarà il suo rischio intrinseco e pertanto dovrebbe avere un più alto costo del capitale.

Stimare il costo dell'equity (r_e): il calcolo del beta

Definizioni

B_L = levered beta

- E' la covarianza tra il tasso di rendimento atteso di un'azione rispetto al tasso di rendimento atteso dal mercato (rischio sistemico o «systemic risk»)
- Il tasso di rendimento del mercato è comunemente racchiuso dal tasso di rendimento dello S&P 500
- Un'azione con beta uguale a 1, significa che il rendimento atteso è uguale a quello del mercato
- Un'azione con beta minore di 1, significa che l'azione ha un minore rischio sistemico rispetto al mercato
- Un'azione con beta maggiore di 1, significa che l'azione ha un maggiore rischio sistemico rispetto al mercato
- Matematicamente, il CAPM racchiude tale rischio infatti ad elevati beta si ottiene un incremento del costo dell'equity (maggior rischio = maggior rendimento atteso)

Le variabili che influenzano il beta

Prodotti o servizi

- Il valore del beta dipende dalla elasticità della domanda dei prodotti/servizi e dai costi di fattori macroeconomici che influenzano il mercato, ad es. società con andamento ciclico hanno un beta più alto rispetto a società con andamento non ciclico

Leva operativa

- Il valore del beta è più elevato se la società presenta una sproporzione di costi fissi rispetto ai costi variabili. Una struttura più rigida fa incrementare l'esposizione al rischio.

Leva finanziaria

- Il valore del beta è dipendente dal livello di indebitamento della Società. Maggiore è l'indebitamento maggiore sarà il beta della Società. Il debito crea costi fissi (interessi) che fanno incrementare l'esposizione al rischio.

Calcolo del beta

Il calcolo del WACC per una società impone che il beta scaturisca da gruppi di società comparabili che possono o meno avere una struttura del capitale simile a quella obiettivo

$$B_U = \frac{B_L}{1+D/E \times (1-t)}$$

dove:

B_L = levered beta

B_U = unlevered beta

D/E = Debt-to-Equity ratio – market value of equity

t = tax rate

Dopo aver calcolato l'unlevered beta per ogni società comparabile, si determina la media degli unlevered beta per il gruppo comparabile di società

$$B_L = B_U \times (1+D/E \times (1-t))$$

dove:

D/E = Debt-to-Equity ratio – struttura del capitale obiettivo

La media degli unlevered beta è relevered usando la struttura del capitale obiettivo. Il beta levered è utilizzato per calcolare il costo dell'equity nella formula del CAPM

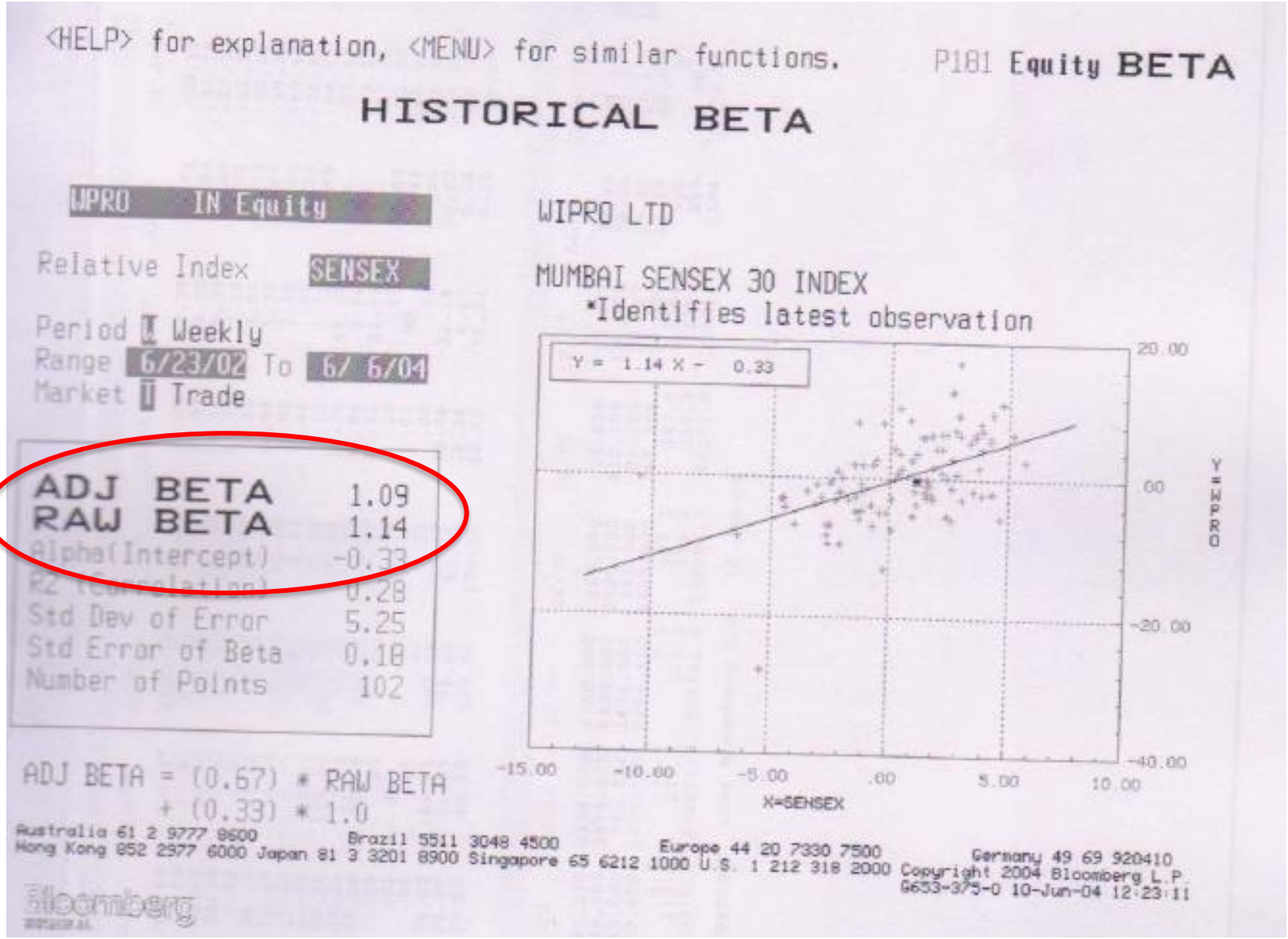
Stimare il costo dell'equity (r_e): il calcolo del beta

Country	Region	Local Currency Rating	Rating-based Default Spread	Total Equity Risk Premium
Abu Dhabi	Middle East	Aa2	0.50%	5.75%
Albania	Eastern Europe & Russia	B1	4.50%	11.75%
Bangladesh	Asia	Ba3	3.60%	10.40%
Greece	Western Europe	Caa3	10.00%	20.00%
Hong Kong	Asia	Aa1	0.40%	5.60%
Italy	Western Europe	Baa2	1.90%	7.85%

Last updated: January 2014

Aswath Damodaran

Stimare il costo dell'equity (r_e): il calcolo del beta



Calcolare il WACC

$$WACC = (r_d \times (1-t)) \times \frac{D}{D+E} + r_e \times \frac{E}{D+E}$$

L'elevato numero di variabili e stime utilizzate per il calcolo del WACC impone la realizzazione di **Sensitivity analysis**

Esempio di calcolo del WACC

WACC Calculation

Capital Structure	
Debt-to-Total Capitalization	30,0%
Equity-to-Total Capitalization	70,0%
Cost of Debt	
Cost of Debt	6,0%
Tax Rate	38,0%
After-tax Cost of Debt	**3,7%**
Cost of Equity	
Risk-free Rate(1)	4,0%
Market Risk Premium(2)	7,1%
Levered Beta	1,20
Size Premium(3)	1,65%
Cost of Equity	**14,1%**
WACC	**11,0%**

Comparable Companies Unlevered Beta

Company	Predicted evered Beta(	Market Value of Debt	Market Value of Equity	Debt/ Equity	Marginal Tax Rate	Unlevered Beta
Adler Industries	1,11	$575,0	$2.600,0	22,1%	38,0%	0,98
Lanzarone Internat	1,08	515,0	1.750,0	29,4%	38,0%	0,91
Lajoux Global	1,35	715,0	1.050,0	68,1%	38,0%	0,95
Momper Corp.	1,25	550,0	1.000,0	55,0%	38,0%	0,93
McMenamin & Co	1,19	250,0	630,0	39,7%	38,0%	0,96
Mean	**1,20**			**42,9%**		**0,95**
Median	**1,19**			**39,7%**		**0,95**

ValueCo Relevered Beta

	Mean Unlevered Beta	Target Debt/ Equity	Target Marginal Tax Rate	Relevered Beta
Relevered Beta	0,95	42,9%	38,0%	**1,20**

WACC Sensitivity Analysis

Debt-to-Total Capitalization	Pre-tax Cost of Debt 5,0%	5,5%	6,0%	6,5%	7,0%
10,0%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	12,0%
20,0%	11,3%	11,4%	11,5%	11,5%	11,6%
30,0%	10,8%	10,9%	**11,0%**	11,1%	11,2%
40,0%	10,3%	10,4%	10,6%	10,7%	10,8%
50,0%	9,8%	10,0%	10,1%	10,3%	10,4%

(1) Interpolated yield on 20-year U.S. Treasury
(2) Obtained from *Ibbotson SBBI Valuation Yearbook*
(3) Low-Cap Decile size premium based on market capitalization, per Ibbotson
(4) Sourced from Barra

Caso Machinery&Co: WACC

STEP 4: Determinare il Terminal Value

IL DCF PREVEDE L'ATTUALIZZAZIONE DI TUTTI I FLUSSI DI CASSA (FCF) DELLA SOCIETÀ, MA È POSSIBILE PREVEDERE FLUSSI DI CASSA ALL'INFINITO?

STEP 4: Determinare il Terminal Value

NON essendo possibile stimare i FCF all'infinito occorre catturare nel TERMINAL VALUE (TV) il valore dei FCF della società dopo l'arco di piano.

- Calcolato considerando i FCF (o l'EBITDA come grandezza che approssima i FCF)
- Calcolato l'ultimo anno delle proiezioni del piano
- Solitamente, il TV ha un peso molto rilevante sul totale dell'Enterprise Value (a volte più di ¾)
- E' importante che l'ultimo anno di proiezioni abbia un regolare livello di «maturità» e che non rifletta le ciclicità del business
- Attenzione a stimare diligentemente le variabili alla base del DCF!!!

STEP 4: Determinare il Terminal Value

TERMINAL VALUE

Metodo del multiplo di uscita
(EXIT MULTIPLE METHOD)

Metodo della crescita perpetua
(PERPETUITY GROWTH METHOD)

Check

Exit Multiple Method (EMM)

- Il TV calcolato con l'Exit Multiple Method (EMM) si ottiene moltiplicando l'EBITDA (o l'EBIT) dell'ultimo anno di piano con il multiplo
- Tale multiplo si ottiene generalmente calcolando la media dei multipli di società comparabili (LTM)
- Il multiplo di mercato potrebbe essere influenzato da variabili di settore o di cicli economici, pertanto è opportuno normalizzare sia l'EBITDA sia il multiplo, attraverso l'analisi dei dati storici

Exit Multiple Method

TERMINAL VALUE

=

$EBITDA_n$ x EXIT MULTIPLE

Perpetuity Growth Method (PGM)

- Il TV calcolato con il Perpetuity Growth Method (PGM) si ottiene attualizzando il FCF dell'ultimo anno di piano determinato prevedendo un tasso di crescita stabilito
- Tale metodo prevede che venga stimata la sostenibilità a lungo termine del business
- Normalmente il tasso di crescita scaturisce dall'aspettativa di crescita del mercato in cui opera l'impresa target oggetto di valutazione

Perpetuity Growth Method

TERMINAL VALUE

=

$$\frac{FCF_n \times (1 + g)}{r - g}$$

dove:

FCF = unlevered Free Cash Flow
n = terminal year
g = tasso di crescita perpetua
r = WACC

Caso Machinery&Co: Terminal Value

STEP 5: Calcolare il Present Value e determinare la stima del valore

	Descrizione	Formula
Valore Attuale	Valore odierno di un flusso di cassa futuro	$VA = FA \times FC$
Fattore di attualizzazione	Valore attuale di un futuro pagamento di 1€	$FA = \frac{1}{(1+r)^t}$
Tasso di sconto	Tasso di sconto utilizzato per calcolare il VA di futuri flussi di cassa	r – tasso di sconto di Attività di Rischio equivalenti nel mercato dei capitali
Valore Attuale Netto	Il Tasso di Interesse utilizzato per calcolare il VA di futuri flussi di cassa	VAN = VA – investimenti necessari

STEP 5: Calcolare il Present Value e determinare la stima del valore

	Year 1	Year 2	Year 3	Year 4	Year 5

$$\text{Enterprise Value} = \frac{FCF_1}{(1 + WACC)^{0.5}} + \frac{FCF_2}{(1 + WACC)^{1.5}} + \frac{FCF_3}{(1 + WACC)^{2.5}} + \frac{FCF_4}{(1 + WACC)^{3.5}} + \frac{FCF_5}{(1 + WACC)^{4.5}} + \frac{EBITDA_5 \text{ x Exit Multiple}}{(1 + WACC)^{5}}$$

EQUITY VALUE = Enterprise Value - PFN – (altre componenti)

$$\text{VALORE AZIONE} = \frac{\text{EQUITY VALUE}}{\text{Numero di azioni in circolazione}}$$

STEP 6: Determinare un range di valore attraverso sensitivity analysis

Enterprise Value	
Cumulative Present Value of FCF	**$346,3**
Terminal Value	
Terminal Year EBITDA (2013E)	$189,5
Exit Multiple	7,0x
Terminal Value	**$1.326,3**
Discount Factor	0,59
Present Value of Terminal Value	**$787,1**
% of Enterprise Value	*69,4%*
Enterprise Value	**$1.133,3**

Utilizzo funzione «Data Table»

Enterprise Value					
		Exit Multiple			
	6,0x	**6,5x**	**7,0x**	**7,5x**	**8,0x**
WACC					
10,0%	1.060	1.119	1.177	1.236	1.295
10,5%	1.040	1.098	1.155	1.213	1.270
11,0%	1.021	1.077	**$1.133**	1.190	1.246
11,5%	1.002	1.057	1.112	1.167	1.222
12,0%	984	1.038	1.091	1.145	1.199

Implied Equity Value and Share Price	
Enterprise Value	$1.133,3
Less: Total Debt	(300,0)
Less: Preferred Securities	-
Less: Noncontrolling Interest	-
Plus: Cash and Cash Equivalents	25,0
Implied Equity Value	**$858,3**
Implied Share Price	50,0
Implied Share Price	**$17,17**

Vantaggi e svantaggi del DCF

VANTAGGI

- **Cash flow-based**: riflette il valore di FCF proiettati che rappresenta un metodo più solido rispetto ai multipli di mercato
- **Market indipendent**: non prende in considerazione potenziali modifiche dovute a bolle di mercato o periodi di crisi
- **Self-sufficient**: utilizzato principalmente quando non si hanno molte fonti informative (bloomberg, factset, ecc.) e quando non si hanno molte comparable companies
- **Flexibility**: consente di effettura molteplici sensitivity su quasi tutte le variabili chiave della società. Lascia ampia flessibilità di manovra.

SVANTAGGI

- **Dipende da proiezioni finanziarie**: definire accurate proiezioni dei FCF e molto complesso
- **Sensitivity to assumptions**: piccole modifiche a WACC, Multipli, margini, tassi di crescita possono produrre rilevanti cambiamenti al range di valutazione
- **Terminal Value**: il valore attuale del TV può rappresentare anche più 3/ 4 di valutazione, ciò fa ridurre la rilevanza della stima dei flussi di cassa stimati
- **Costante struttura del capitale**: il DCF non permette di avere flessibilità in termini di modifiche della struttura del capitale

Caso Machinery&Co: Range di valutazione e sensitivity

I multipli di società comparabili

Metodo dei multipli

Multipli di società comparabili

Multipli di transazioni comparabili

Multipli di società comparabili

Descrizione

Cos'è

Metodologia utilizzata per valutare una società, divisione o business unit (target). Fornisce un benchmark di mercato (**società comparabili**) che viene utilizzato per valutare una società non quotata o quotata in un certo istante nel tempo.

Fondamento

Società comparabili riflettono un parametro di confronto eccellente per valutare una società in quanto posseggono similari marginalità, rischi, indicatori di performance e caratteristiche finanziarie.

Metodo

Una volta calcolati i multipli per il panel di società comparabili è necessario individuare il loro valore medio (min e max) e, tale valore, moltiplicarlo per gli indicatori/marginalità della società. Ad es. il multiplo medio EV/Ebitda del panel di riferimento sarà moltiplicato per l'Ebitda della società target

Multipli di società comparabili

Descrizione

Debolezze del metodo

Non esistono due società perfettamente uguali pertanto assegnare una valutazione basata sui multipli di società comparabili in alcuni casi può risultare fuorviante. Per tale ragione è opportuno utilizzare tale metodo con valutazioni intrinseche

Tipologie di multipli

I multipli maggiormente utilizzati nella pratica:

- P/E: price-to-earnings
- EV/EBITDA: enterprise value-to-ebitda; maggiormente utilizzato perché non considera la struttura del capitale che può essere influenzata da politiche di bilancio

Gli STEPs obbligatori da percorrere per una corretta applicazione del metodo dei multipli di società comparabili

1° STEP	Selezionare il panel di società comparabili
2° STEP	Ottenere le informazioni finanziarie necessarie per ogni società
3° STEP	Calcolare l'Enterprise Value e l'Equity Value
4° STEP	Analisi approfondita società comparabili e determinazione delle società maggiormente comparabili (closest comparable companies)
5° STEP	Determinare il range di valutazione

Gli STEPs obbligatori da percorrere per una corretta applicazione del metodo dei multipli di società comparabili

1° STEP **Selezionare il panel di società comparabili**

- Identificazione società comparabili quotate (attività molto ardua in alcuni settori)
- Per identificare il panel di società comparabili occorre approfondire nel dettaglio la società target
- Le fonti maggiormente utilizzate per la ricerca di società comparabili si ottiene tramite ricerche online e tramite ricerche di mercato

2° STEP **Ottenere le informazioni finanziarie necessarie per ogni società**

- Attraverso excel, si definiscono gli indicatori di performance e marginalità (es. EBITDA, EBIT, ecc.) e degli indicatori utili al fine di stimare l'Enterprise Value e l'Equity Value
- Le fonti maggiormente utilizzate per l'ottenimendo di tali informazioni sono bloomberg e factset, equity research, consensus estimates

Gli STEPs obbligatori da percorrere per una corretta applicazione del metodo dei multipli di società comparabili

3° STEP

Calcolare l'Enterprise Value e l'Equity Value

- Calcolo dell'Enterprise Value e dell'Equity Value
- Calcolo marginalità e indicatori di performance
- Aggiustamenti relativi a poste non ricorrenti

4° STEP

Analisi approfondita società comparabili e determinazione delle società maggiormente comparabili (closest comparable companies)

- Analisi approfondita del panel di società comparabili e determinazione della classifica dalle società più comparabili a quelle meno comparabili (benchmarking)
- Le differenze tra ogni società del panel di riferimento in termini di tassi di crescita, marginalità, indebitamento, ecc. è accuratamente confrontata con i parametri della società target

Gli STEPs obbligatori da percorrere per una corretta applicazione del metodo dei multipli di società comparabili

5° STEP **Determinare il range di valutazione**

- I multipli negoziati delle società comparabili sono la base per determinare un range di valutazione della società target
- Generalmente si determina la media e la mediana per l'individuazione del range di riferimento
- L'indicazione del valore "corretto" è estrapolato da un ristretto gruppo di società comparabili

1° STEP: selezione del panel di società comparabili

List of Comparable Companies					
Company	**Ticker**	**Business Description**	**Equity Value**	**Enterprise Value**	**LTM Sales**
Vucic Brands	VUC	Manufactures and sells home and hardware products including cabinetry, faucets, plumbing accessories, windows, and doors	$8.829	$14.712	$8.670
Pearl Corp.	PRL	Manufactures and distributes building products in North America and internationally including roofing, siding, and windows	8.850	11.323	12.750
Spalding Co.	SLD	Manufactures and distributes paints, coatings, brushes and related products to professional, industrial, commercial, and retail customers	7.781	8.369	8.127
Leicht & Co.	LCT	Designs, manufactures, and sells floor covering products for residential and commercial applications	7.456	9.673	8.109
Drook Corp.	DRK	Manufactures and markets power tools and accessories, hardware and doors in the United States and Europe	5.034	6.161	6.708
Goodson Corp.	GDS	Manufactures and markets gypsum, ceiling systems, cabinets and doors	4.368	5.534	6.125
The DiNucci Group	TDG	Produces residential and commercial building materials, glass fiber reinforcements, and other similar materials for composite systems	3.772	5.202	6.489
Pryor, Inc.	PRI	Designs, manufactures and markets tools, diagnostics, construction equipment, and engineered products, primarily in the United States and Europe	3.484	4.764	4.223

2° STEP: ottenimento informazioni necessarie per ogni società (1/2)

		Market Valuation		LTM Financial Statistics					LTM Profitability Margins				Growth Rates						
													Sales		EBITDA		EPS		
Company	Ticker	Equity Value	Enterprise Value	Sales	Gross Profit	EBITDA	EBIT	Net Income	Gross Profit (%)	EBITDA (%)	EBIT (%)	Net Income (%)	Hist. 1-year	Est. 1-year	Hist. 1-year	Est. 1-year	Hist. 1-year	Est. 1-year	Est. LT
ValueCo Corporation	**NA**	**NA**	**NA**	**$978**	**$372**	**$147**	**$127**	**$66**	**38%**	**15%**	**13%**	**7%**	**9%**	**8%**	**13%**	**8%**	**NA**	**NA**	**NA**
Tier I: Large-Cap																			
Vucic Brands	VUC	$8.829	$14.712	$8.670	$3.468	$1.739	$1.474	$603	40%	20%	17%	7%	11%	10%	11%	10%	11%	13%	16%
Pearl Corp.	PRL	8.850	11.323	12.750	4.335	1.607	1.352	695	34%	13%	11%	5%	9%	7%	9%	7%	8%	9%	13%
Spalding Co.	SLD	7.781	8.369	8.127	3.007	1.138	975	557	37%	14%	12%	7%	9%	6%	9%	6%	8%	6%	14%
Leicht & Co.	LCT	7.456	9.673	8.109	2.879	1.281	1.014	525	36%	16%	13%	6%	9%	9%	9%	9%	8%	10%	11%
Drook Corp.	DRK	5.034	6.161	6.708	2.415	885	738	407	36%	13%	11%	6%	10%	7%	9%	6%	10%	7%	10%
Mean									**37%**	**15%**	**13%**	**6%**	**9%**	**8%**	**9%**	**8%**	**9%**	**9%**	**13%**
Median									**36%**	**14%**	**12%**	**6%**	**9%**	**7%**	**9%**	**7%**	**8%**	**9%**	**13%**
Tier II: Mid-Cap																			
Goodson Corp.	GDS	$4.368	$5.534	$6.125	$2.144	$796	$613	$318	35%	13%	10%	5%	15%	7%	15%	7%	14%	8%	13%
The DiNucci Group	TDG	3.772	5.202	6.489	2.271	779	454	213	35%	12%	7%	3%	10%	7%	10%	7%	1%	10%	15%
Pryor, Inc.	PRI	3.484	4.764	4.223	1.563	657	507	261	37%	16%	12%	6%	10%	9%	13%	13%	10%	5%	14%
Adler Industries	ADL	2.600	3.149	3.895	1.441	471	323	171	37%	12%	8%	4%	7%	8%	7%	8%	7%	9%	11%
Lanzarone International	LNZ	1.750	2.139	2.286	846	299	252	131	37%	13%	11%	6%	8%	7%	9%	8%	7%	7%	15%
Mean									**36%**	**13%**	**10%**	**5%**	**10%**	**8%**	**11%**	**9%**	**8%**	**8%**	**14%**
Median									**37%**	**13%**	**10%**	**5%**	**10%**	**7%**	**10%**	**8%**	**7%**	**8%**	**14%**
Tier III: Small-Cap																			
Lajoux Global	LJX	$1.050	$1.650	$1.775	$641	$232	$198	$83	36%	13%	11%	5%	10%	8%	14%	9%	26%	11%	13%
Momper Corp.	MOMP	1.000	1.500	1.415	508	215	175	85	36%	15%	12%	6%	8%	9%	8%	13%	17%	17%	15%
McMenamin & Co.	MCM	630	705	571	221	97	70	32	39%	17%	12%	6%	5%	9%	10%	10%	9%	9%	14%
Trip Co.	TRIP	321	441	486	170	66	49	21	35%	14%	10%	4%	13%	9%	13%	9%	13%	16%	12%
Paris Industries	PRS	156	192	352	106	35	21	11	30%	10%	6%	3%	5%	8%	5%	8%	4%	7%	10%
Mean									**35%**	**14%**	**10%**	**5%**	**8%**	**9%**	**10%**	**10%**	**14%**	**12%**	**13%**
Median									**36%**	**14%**	**11%**	**5%**	**8%**	**9%**	**10%**	**9%**	**13%**	**11%**	**13%**
Overall																			
Mean									**36%**	**14%**	**11%**	**5%**	**9%**	**8%**	**10%**	**9%**	**10%**	**9%**	**13%**
Median									**36%**	**13%**	**11%**	**6%**	**9%**	**8%**	**9%**	**8%**	**9%**	**9%**	**13%**
High									**40%**	**20%**	**17%**	**7%**	**15%**	**10%**	**15%**	**13%**	**26%**	**17%**	**16%**
Low									**30%**	**10%**	**6%**	**3%**	**5%**	**6%**	**5%**	**6%**	**1%**	**5%**	**10%**

2° STEP: ottenimento informazioni necessarie per ogni società (2/2)

		General		Return on Investment				LTM Leverage Ratios			LTM Coverage Ratios			Credit Ratings	
Company	Ticker	FYE	Predicted Beta	ROIC (%)	ROE (%)	ROA (%)	Implied Div. Yield (%)	Debt / Tot. Cap. (%)	Debt / EBITDA (x)	Net Debt / EBITDA (x)	EBITDA / Int. Exp. (x)	EBITDA - Cpx/ Int. (x)	EBIT / Int. Exp. (x)	Moody's	S&P
ValueCo Corporation	**NA**	**dic-31**	**NA**	**13%**	**10%**	**6%**	**NA**	**31%**	**2,0x**	**2,0x**	**7,2x**	**6,2x**	**6,2x**	**NA**	**NA**
Tier I: Large-Cap															
Vucic Brands	VUC	dic-31	1,05	13%	11%	4%	2%	49%	3,2x	3,1x	4,3x	3,7x	3,7x	Baa2	BBB
Pearl Corp.	PRL	dic-31	0,95	19%	14%	6%	4%	42%	2,3x	1,5x	7,0x	5,8x	5,9x	Baa2	BBB+
Spalding Co.	SLD	set-30	1,15	23%	15%	8%	4%	22%	0,9x	0,5x	14,8x	12,4x	12,6x	A3	A-
Leicht & Co.	LCT	dic-31	1,25	16%	13%	6%	NA	36%	1,9x	1,7x	7,7x	6,7x	6,1x	Baa3	BBB-
Drook Corp.	DRK	dic-31	1,10	20%	17%	6%	2%	40%	1,9x	1,3x	10,9x	9,7x	9,1x	Baa2	BBB
Mean			**1,10**	**18%**	**14%**	**6%**	**3%**	**38%**	**2,0x**	**1,6x**	**8,9x**	**7,6x**	**7,5x**		
Median			**1,10**	**19%**	**14%**	**6%**	**3%**	**40%**	**1,9x**	**1,5x**	**7,7x**	**6,7x**	**6,1x**		
Tier II: Mid-Cap															
Goodson Corp.	GDS	dic-31	1,35	17%	12%	6%	NA	33%	1,6x	1,5x	8,0x	4,9x	6,1x	Ba1	BB+
The DiNucci Group	TDG	apr-30	1,23	12%	9%	3%	NA	43%	2,4x	1,8x	7,0x	4,7x	4,1x	Ba1	BBB-
Pryor, Inc.	PRI	dic-31	1,15	19%	16%	6%	3%	49%	2,4x	1,9x	7,6x	7,0x	5,9x	Baa3	BBB-
Adler Industries	ADL	dic-31	1,11	12%	8%	4%	NA	20%	1,2x	1,2x	10,0x	7,5x	6,8x	Baa1	BBB+
Lanzarone International	LNZ	dic-31	1,08	19%	13%	6%	2%	34%	1,7x	1,3x	7,5x	5,8x	6,3x	Ba1	BB+
Mean			**1,18**	**16%**	**12%**	**5%**	**2%**	**36%**	**1,9x**	**1,5x**	**8,0x**	**6,0x**	**5,9x**		
Median			**1,15**	**17%**	**12%**	**6%**	**2%**	**34%**	**1,7x**	**1,5x**	**7,6x**	**5,8x**	**6,1x**		
Tier III: Small-Cap															
Lajoux Global	LJX	dic-31	1,35	15%	13%	5%	NA	51%	3,1x	2,6x	3,7x	3,2x	3,1x	B1	B+
Momper Corp.	MOMP	dic-31	1,25	16%	15%	6%	2%	48%	2,6x	2,3x	5,7x	4,9x	4,6x	Ba2	BB
McMenamin & Co.	MCM	dic-31	1,19	17%	9%	5%	2%	42%	2,6x	0,8x	5,2x	3,7x	2,0x	Ba2	BB
Trip Co.	TRIP	gen-31	0,85	14%	9%	5%	NA	37%	2,1x	1,8x	4,3x	3,5x	3,2x	Ba3	BB-
Paris Industries	PRS	dic-31	1,15	8%	5%	3%	NA	39%	3,8x	1,0x	10,1x	4,5x	6,1x	NA	NA
Mean			**1,16**	**14%**	**10%**	**5%**	**2%**	**43%**	**2,8x**	**1,7x**	**5,8x**	**4,0x**	**3,8x**		
Median			**1,19**	**15%**	**9%**	**5%**	**2%**	**42%**	**2,6x**	**1,8x**	**5,2x**	**3,7x**	**3,2x**		
Overall															
Mean			**1,15**	**16%**	**12%**	**5%**	**3%**	**39%**	**2,3x**	**1,6x**	**7,6x**	**5,9x**	**5,7x**		
Median			**1,15**	**16%**	**13%**	**6%**	**2%**	**40%**	**2,3x**	**1,5x**	**7,5x**	**4,9x**	**5,9x**		
High			**1,35**	**23%**	**17%**	**8%**	**4%**	**51%**	**3,8x**	**3,1x**	**14,8x**	**12,4x**	**12,6x**		
Low			**0,85**	**8%**	**5%**	**3%**	**2%**	**20%**	**0,9x**	**0,5x**	**3,7x**	**3,2x**	**2,0x**		

Determinazione del range di valutazione

Company	Ticker	Current Share Price	% of 52-wk. High	Equity Value	Enterprise Value	Enterprise Value / LTM Sales	2008E Sales	2009E Sales	LTM EBITDA	2008E EBITDA	2009E EBITDA	LTM EBIT	2008E EBIT	2009E EBIT	LTM EBITDA Margin	Total Debt/ EBITDA	Price / LTM EPS	2008E EPS	2009E EPS	LT EPS Growth
ValueCo Corporation	**NA**	**-**	**NA**	**NA**	**NA**	**NA**	**NA**	**NA**	**NA**	**NA**	**NA**	**NA**	**NA**	**NA**	**15%**	**2,0,x**	**NA**	**NA**	**NA**	**NA**
Tier I: Large-Cap																				
Vucic Brands	VUC	$70,00	83%	$8.829	$14.712	1,7x	1,6x	1,4x	8,5x	7,8x	7,2x	10,0x	9,3x	8,5x	20%	3,2,x	14,6x	13,6x	12,5x	16%
Pearl Corp.	PRL	22,00	81%	8.850	11.323	0,9x	0,8x	0,8x	7,0x	6,7x	6,3x	8,4x	8,0x	7,4x	13%	2,3,x	12,7x	12,1x	11,3x	13%
Spalding Co.	SLD	57,00	76%	7.781	8.369	1,0x	1,0x	0,9x	7,4x	7,1x	6,5x	8,6x	8,3x	7,6x	14%	0,9,x	14,0x	13,4x	12,3x	14%
Leicht & Co.	LCT	85,00	82%	7.456	9.673	1,2x	1,1x	1,1x	7,6x	7,1x	6,7x	9,5x	8,9x	8,4x	16%	1,9,x	14,2x	13,3x	12,5x	11%
Drook Corp.	DRK	78,25	74%	5.034	6.161	0,9x	0,9x	0,8x	7,0x	6,6x	6,2x	8,4x	7,9x	7,4x	13%	1,9,x	12,4x	11,7x	11,0x	10%
Mean						**1,1x**	**1,1x**	**1,0x**	**7,5x**	**7,1x**	**6,6x**	**9,0x**	**8,5x**	**7,9x**	**15%**	**2,0x**	**13,6x**	**12,8x**	**11,9x**	**13%**
Median						**1,0x**	**1,0x**	**0,9x**	**7,4x**	**7,1x**	**6,5x**	**8,6x**	**8,3x**	**7,6x**	**14%**	**1,9x**	**14,0x**	**13,3x**	**12,3x**	**13%**
Tier II: Mid-Cap																				
Goodson Corp.	GDS	$44,00	79%	$4.368	$5.534	0,9x	0,9x	0,9x	7,0x	6,8x	6,6x	9,0x	8,9x	8,6x	13%	1,6,x	13,7x	13,5x	13,1x	13%
The DiNucci Group	TDG	29,85	71%	3.772	5.202	0,8x	0,8x	0,7x	6,7x	6,4x	6,1x	11,5x	11,0x	10,4x	12%	2,4,x	17,5x	17,1x	16,1x	15%
Pryor, Inc.	PRI	42,80	78%	3.484	4.764	1,1x	1,1x	1,0x	7,3x	6,9x	6,4x	9,4x	8,9x	8,3x	16%	2,4,x	13,4x	12,7x	11,8x	14%
Adler Industries	ADL	47,00	82%	2.600	3.149	0,8x	0,8x	0,7x	6,7x	6,3x	5,9x	9,7x	9,2x	8,6x	12%	1,2,x	15,2x	14,4x	13,4x	11%
Lanzarone International	LNZ	28,50	81%	1.750	2.139	0,9x	0,9x	0,8x	7,2x	6,7x	6,3x	8,5x	8,0x	7,4x	13%	1,7,x	13,3x	12,5x	11,6x	15%
Mean						**0,9x**	**0,9x**	**0,8x**	**6,9x**	**6,6x**	**6,3x**	**9,6x**	**9,2x**	**8,7x**	**13%**	**1,9x**	**14,6x**	**14,0x**	**13,2x**	**14%**
Median						**0,9x**	**0,9x**	**0,8x**	**7,0x**	**6,7x**	**6,3x**	**9,4x**	**8,9x**	**8,6x**	**13%**	**1,7x**	**13,7x**	**13,5x**	**13,1x**	**14%**
Tier III: Small-Cap																				
Lajoux Global	LJX	$15,00	83%	$1.050	$1.650	0,9x	0,9x	0,8x	7,1x	6,8x	6,4x	8,3x	8,0x	7,5x	13%	3,1,x	12,6x	12,1x	11,3x	13%
Momper Corp.	MOMP	20,00	80%	1.000	1.500	1,1x	1,0x	0,9x	7,0x	6,7x	6,3x	8,6x	8,1x	7,5x	15%	2,6,x	11,8x	11,1x	10,0x	15%
McMenamin & Co.	MCM	16,50	78%	630	705	1,2x	1,2x	1,1x	7,3x	7,1x	6,6x	10,1x	9,8x	9,1x	17%	2,6,x	19,9x	19,3x	17,9x	14%
Trip Co.	TRIP	11,25	78%	321	441	0,9x	0,9x	0,8x	6,7x	6,5x	6,1x	9,1x	8,7x	8,2x	14%	2,1,x	15,6x	15,0x	14,0x	12%
Paris Industries	PRS	10,25	73%	156	192	0,5x	0,5x	0,5x	5,5x	5,3x	5,0x	9,1x	8,9x	8,3x	10%	3,8,x	14,3x	14,0x	13,1x	10%
Mean						**0,9x**	**0,9x**	**0,8x**	**6,7x**	**6,5x**	**6,0x**	**9,0x**	**8,7x**	**8,1x**	**14%**	**2,8x**	**14,8x**	**14,3x**	**13,3x**	**13%**
Median						**0,9x**	**0,9x**	**0,8x**	**7,0x**	**6,7x**	**6,3x**	**9,1x**	**8,7x**	**8,2x**	**14%**	**2,6x**	**14,3x**	**14,0x**	**13,1x**	**13%**
Overall																				
Mean						**1,0x**	**1,0x**	**0,9x**	**7,0x**	**6,7x**	**6,3x**	**9,2x**	**8,8x**	**8,2x**	**14%**	**2,3x**	**14,3x**	**13,7x**	**12,8x**	**13%**
Median						**0,9x**	**0,9x**	**0,8x**	**7,0x**	**6,7x**	**6,3x**	**9,1x**	**8,9x**	**8,3x**	**13%**	**2,3x**	**14,0x**	**13,4x**	**12,5x**	**13%**
High						**1,7x**	**1,6x**	**1,4x**	**8,5x**	**7,8x**	**7,2x**	**11,5x**	**11,0x**	**10,4x**	**20%**	**3,8x**	**19,9x**	**19,3x**	**17,9x**	**16%**
Low						**0,5x**	**0,5x**	**0,5x**	**5,5x**	**5,3x**	**5,0x**	**8,3x**	**7,9x**	**7,4x**	**10%**	**0,9x**	**11,8x**	**11,1x**	**10,0x**	**10%**

Determinazione del range di valutazione

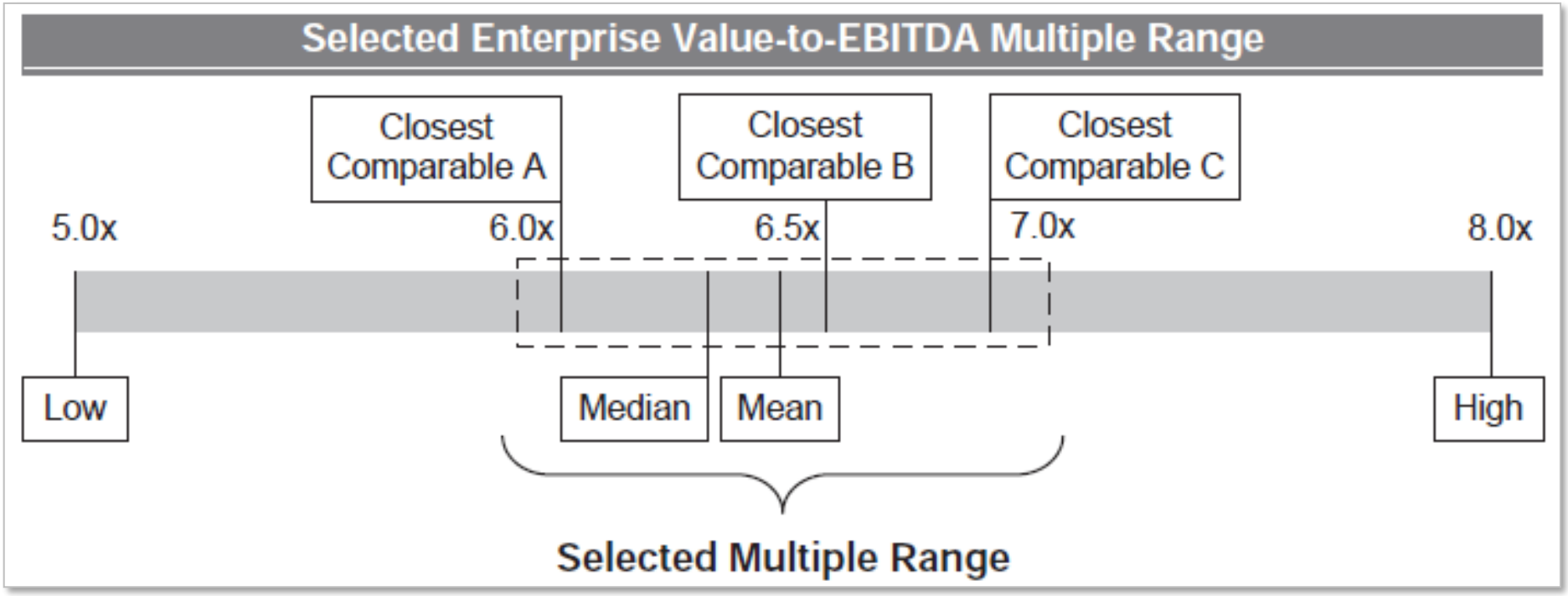
Adjusted Income Statement						
Reported Gross Profit	$292,5	$320,9	$351,5	$254,8	$274,9	$371,6
Non-recurring Items in COGS	-	-	-	-	-	-
Adj. Gross Profit	**$292,5**	**$320,9**	**$351,5**	**$254,8**	**$274,9**	**$371,6**
% margin	*37,5%*	*37,8%*	*38,0%*	*38,0%*	*38,0%*	*38,0%*
Reported EBIT	$93,6	$106,3	$120,3	$87,2	$94,0	$127,1
Non-recurring Items in COGS	-	-	-	-	-	-
Other Non-recurring Items	-	-	-	-	-	-
Adjusted EBIT	**$93,6**	**$106,3**	**$120,3**	**$87,2**	**$94,0**	**$127,1**
% margin	*12,0%*	*12,5%*	*13,0%*	*13,0%*	*13,0%*	*13,0%*
Depreciation & Amortization	15,6	17,0	18,5	13,4	14,5	19,6
Adjusted EBITDA	**$109,2**	**$123,3**	**$138,8**	**$100,6**	**$108,5**	**$146,7**
% margin	*14,0%*	*14,5%*	*15,0%*	*15,0%*	*15,0%*	*15,0%*
Reported Net Income	$40,4	$49,1	$60,1	$43,2	$49,2	$66,1
Non-recurring Items in COGS	-	-	-	-	-	-
Other Non-recurring Items	-	-	-	-	-	-
Non-operating Non-rec. Items	-	-	-	-	-	-
Tax Adjustment	-	-	-	-	-	-
Adjusted Net Income	**$40,4**	**$49,1**	**$60,1**	**$43,2**	**$49,2**	**$66,1**
% margin	*5,2%*	*5,8%*	*6,5%*	*6,4%*	*6,8%*	*6,8%*

Balance Sheet Data	2007A	30/09/2008
Cash and Cash Equivalents	$14,0	$7,9
Accounts Receivable	152,6	161,3
Inventories	115,6	122,2
Prepaids and Other Current Assets	9,3	9,8
Total Current Assets	**$291,5**	**$301,3**
Property, Plant and Equipment, net	650,0	650,0
Goodwill and Intangible Assets	175,0	175,0
Other Assets	75,0	75,0
Total Assets	**$1.191,5**	**$1.201,3**
Accounts Payable	69,4	73,3
Accrued Liabilities	92,5	97,8
Other Current Liabilities	23,1	24,4
Total Current Liabilities	**$185,0**	**$195,6**
Total Debt	350,0	300,0
Other Long-Term Liabilities	25,0	25,0
Total Liabilities	**$560,0**	**$520,6**
Noncontrolling Interest	-	-
Preferred Stock	-	-
Shareholders' Equity	631,5	680,7
Total Liabilities and Equity	**$1.191,5**	**$1.201,3**
Balance Check	*0,000*	*0,000*

Determinazione del range di valore (metodo approssimativo)

	High		*Low*
EV/EBITDA =	**7,2x**	**x**	**5x**
	x		**x**
EBITDA =	**€146,2m**		**€146,2m**
	=		**=**
Enterprise Value =	**€1.052,6m**		**€730m**
PFN	**€317,1m**		**€317,1m**
Equity Value =	**€735,5m**		**€419,9m**

Determinazione del range di valore (metodo specifico)



I multipli in diversi settori

Valuation Multiple	Sector
Enterprise Value /	
Access Lines/Fiber Miles/Route Miles	▪ Telecommunications
Broadcast Cash Flow ("BCF")	▪ Media ▪ Telecommunications
Earnings Before Interest Taxes, Depreciation, Amortization, and Rent Expense ("EBITDAR")	▪ Casinos ▪ Restaurants ▪ Retail
Earnings Before Interest Taxes, Depreciation, Depletion, Amortization, and Exploration Expense ("EBITDAX")	▪ Natural Resources ▪ Oil & Gas
Population ("POP")	▪ Telecommunications
Production/Capacity (in units)	▪ Metals & Mining ▪ Natural Resources ▪ Oil & Gas ▪ Paper and Forest Products
Reserves	▪ Metals & Mining ▪ Natural Resources ▪ Oil & Gas
Subscriber	▪ Media ▪ Telecommunications
Square Footage	▪ Real Estate ▪ Retail
Equity Value (Price) /	
Book Value (per share)	▪ Financial Institutions ▪ Homebuilders
Cash Available for Distribution (per share)	▪ Real Estate
Discretionary Cash Flow (per share)	▪ Natural Resources
Funds from Operations ("FFO") (per share)	▪ Real Estate
Net Asset Value (NAV) (per share)	▪ Financial Institutions ▪ Real Estate

Vantaggi e svantaggi del metodo dei multipli di società comparabili

VANTAGGI

- **Market-based**: l'analisi è basata su multipli di operazioni pubbliche attuali di società comparabili e riflettono le condizioni di mercato
- **Relativity**: tale approccio consente di riflettere in modo trasparente l'andamento del business in termini di settore e periodo
- **Quick and convenient**: la valutazioni può essere individuata attraverso pochi inputs
- **Current**: la valutazione deriva dalle informazioni del mercato attuali

SVANTAGGI

- **Market-based**: i multipli possono essere falsati da un periodo particolarmente negativo
- **Absence of relevant comparable**: "pure play" comps possono essere difficili da identificare
- **Potential disconnect from cash flow**: le valutazioni basate sui multipli di mercato potrebbero avere punti di disconnessione molto grandi dalle valutazioni basate su altri metodi (DCF)
- **Company-specific issues**: la valutazione del target è basata sul presupposto che le altre società comparabili riflettano punti di forza, di debolezza, opportunità e rischi del business di riferimento

I multipli di transazioni comparabili

Metodo dei multipli

Multipli di società comparabili

Multipli di transazioni comparabili

Multipli di transazioni comparabili

Descrizione

Cos'è

Metodologia utilizzata per valutare una società, divisione o business unit (target). Fornisce un benchmark di mercato (**transazioni comparabili**) che viene utilizzato per valutare una società non quotata o quotata in un certo istante nel tempo.

Fondamento

Selezione di un appropriato universo di transazioni (acquisizioni, fusioni, cessioni, ecc.) comparabili. Le migliori transazioni sono quelle che coinvolgono società che hanno caratteristiche comparabili a quelle della società target

Metodo

Viene selezionato un panel di transazioni comparabili dal quale si estrapolano i multipli delle operazioni. Una volta calcolata la media, questa si applica agli indicatori/marginalità della società target.

Multipli di transazioni comparabili

1° STEP	Selezionare il panel di transazioni comparabili
2° STEP	Ottenere le informazioni finanziarie di ogni «deal»
3° STEP	Calcolare l'Enterprise Value e l'Equity Value
4° STEP	Analisi approfondita delle transazioni comparabili e determinazione di quelle maggiormente comparabili (closest comparable companies)
5° STEP	Determinare il range di valutazione

Dove trovare le informazioni necessarie?

	Target Type	
Information Item	**Public**	**Private**
Announcement Date	■ 8-K / Press Release	■ Acquirer 8-K / Press Release ■ News Run
Key Deal Terms[a]	■ 8-K / Press Release ■ Proxy ■ Schedule TO ■ 14D-9 ■ Registration Statement / Prospectus (S-4, 424B) ■ 13E-3	■ Acquirer 8-K / Press Release ■ Acquirer Proxy ■ Registration Statement / Prospectus (S-4, 424B) ■ M&A Database ■ News Run ■ Trade Publications
Target Description and Financial Data	■ Target 10-K / 10-Q ■ 8-K ■ Proxy ■ Registration Statement / Prospectus (S-4, 424B) ■ 13E-3	■ Acquirer 8-K ■ Acquirer Proxy ■ Registration Statement / Prospectus (S-4, 424B) ■ M&A Database ■ News Run ■ Trade Publications
Target Historical Share Price Data	■ Financial Information Service	NA

1° STEP: selezione del panel di transazioni comparabili

($ in millions)

List of Comparable Acquisitions

Date Announced	Acquirer	Target	Transaction Type	Target Business Description	Equity Value	Enterprise Value	LTM Sales
03/11/2008	Pearl Corp.	Rosenbaum Industries	Public / Public	Manufactures roofing and related products primarily in North America	$2.000	$2.000	$1.375
30/10/2008	Goodson Corp.	Schneider & Co.	Public / Public	Manufactures, distributes and markets high-quality ceramic tile products globally	932	1.232	1.045
22/06/2008	Pryor, Inc.	ParkCo	Public / Private	Manufactures vinyl wood-clad and fiberglass windows and aluminum doors	650	875	798
15/04/2008	Leicht & Co.	Bress Products	Public / Public	Manufactures engineered wood products for use in commercial construction	1.301	1.326	825
01/10/2007	The Hochberg Group	Whalen Inc.	Sponsor / Private	Manufacturers kitchen, bathroom and plumbing accessories for the home construction and remodeling markets	225	330	255
08/08/2007	Cole Manufacturing	Gordon Inc.	Public / Public	Manufactures and markets carpeting, rugs, and other flooring products and accessories	2.371	2.796	1.989
06/07/2007	Eu-Han Capital	Rughwani International	Sponsor / Public	Manufactures and distributes a variety of exterior building materials for the residential construction market	1.553	2.233	1.917
09/11/2006	The Meisner Group	Kamras Brands	Sponsor / Public	Manufacturers interior and exterior doors primarily in North America and Europe	916	936	809
21/06/2006	Domanski Capital	Neren Industries	Sponsor / Public	Manufactures residential building products, including air conditioning and heating products, windows, doors, and siding	1.248	1.798	1.889
20/03/2006	Lanzarone International	Falk & Sons	Public / Private	Manufactures and distributes a wide range of outdoor and indoor lighting products to the commercial, industrial and residential markets	360	530	588

2° STEP: ottenimento informazioni necessarie per ogni società (1/2)

Date Announced	Acquirer	Target	Transaction Type	Purchase Consideration	Equity Value	Enterprise Value	Enterprise Value / LTM Sales	Enterprise Value / LTM EBITDA	Enterprise Value / LTM EBIT	LTM EBITDA Margin	Equity Value / LTM Net Income
03/11/2008	Pearl Corp.	Rosenbaum Industries	Public / Public	Cash	$1.700	$2.000	1,5x	8,0x	9,1x	18%	13,6x
30/10/2008	Goodson Corp.	Schneider & Co.	Public / Public	Cash / Stock	932	1.232	1,2x	7,6x	8,7x	16%	13,9x
22/06/2008	Pryor, Inc.	ParkCo	Public / Private	Cash	650	875	1,1x	7,1x	8,1x	15%	12,0x
15/04/2008	Leicht & Co.	Bress Products	Public / Public	Stock	1.301	1.326	1,6x	8,5x	12,5x	19%	14,4x
01/10/2007	The Hochberg Group	Whalen Inc.	Sponsor / Private	Cash	225	330	1,3x	7,7x	9,2x	17%	13,3x
08/08/2007	Cole Manufacturing	Gordon Inc.	Public / Public	Stock	2.371	2.796	1,4x	8,0x	10,7x	18%	17,7x
06/07/2007	Eu-Han Capital	Rughwani International	Sponsor / Public	Cash	1.553	2.233	1,2x	7,5x	9,3x	15%	12,4x
09/11/2006	The Meisner Group	Kamras Brands	Sponsor / Public	Cash	916	936	1,2x	7,3x	8,3x	16%	13,1x
21/06/2006	Domanski Capital	Neren Industries	Sponsor / Public	Cash	1.248	1.798	1,0x	7,2x	8,3x	13%	16,0x
20/03/2006	Lanzarone International	Falk & Sons	Public / Private	Cash	360	530	0,9x	6,5x	8,1x	14%	10,6x
Mean							**1,2x**	**7,5x**	**9,2x**	**16%**	**13,7x**
Median							**1,2x**	**7,5x**	**8,9x**	**16%**	**13,4x**
High							**1,6x**	**8,5x**	**12,5x**	**19%**	**17,7x**
Low							**0,9x**	**6,5x**	**8,1x**	**13%**	**10,6x**

Determinazione del range di valutazione

Adjusted Income Statement						
Reported Gross Profit	$292,5	$320,9	$351,5	$254,8	$274,9	$371,6
Non-recurring Items in COGS	-	-	-	-	-	-
Adj. Gross Profit	**$292,5**	**$320,9**	**$351,5**	**$254,8**	**$274,9**	**$371,6**
% margin	*37,5%*	*37,8%*	*38,0%*	*38,0%*	*38,0%*	*38,0%*
Reported EBIT	$93,6	$106,3	$120,3	$87,2	$94,0	$127,1
Non-recurring Items in COGS	-	-	-	-	-	-
Other Non-recurring Items	-	-	-	-	-	-
Adjusted EBIT	**$93,6**	**$106,3**	**$120,3**	**$87,2**	**$94,0**	**$127,1**
% margin	*12,0%*	*12,5%*	*13,0%*	*13,0%*	*13,0%*	*13,0%*
Depreciation & Amortization	15,6	17,0	18,5	13,4	14,5	19,6
Adjusted EBITDA	**$109,2**	**$123,3**	**$138,8**	**$100,6**	**$108,5**	**$146,7**
% margin	*14,0%*	*14,5%*	*15,0%*	*15,0%*	*15,0%*	*15,0%*
Reported Net Income	$40,4	$49,1	$60,1	$43,2	$49,2	$66,1
Non-recurring Items in COGS	-	-	-	-	-	-
Other Non-recurring Items	-	-	-	-	-	-
Non-operating Non-rec. Items	-	-	-	-	-	-
Tax Adjustment	-	-	-	-	-	-
Adjusted Net Income	**$40,4**	**$49,1**	**$60,1**	**$43,2**	**$49,2**	**$66,1**
% margin	*5,2%*	*5,8%*	*6,5%*	*6,4%*	*6,8%*	*6,8%*

Balance Sheet Data	2007A	30/09/2008
Cash and Cash Equivalents	$14,0	$7,9
Accounts Receivable	152,6	161,3
Inventories	115,6	122,2
Prepaids and Other Current Assets	9,3	9,8
Total Current Assets	**$291,5**	**$301,3**
Property, Plant and Equipment, net	650,0	650,0
Goodwill and Intangible Assets	175,0	175,0
Other Assets	75,0	75,0
Total Assets	**$1.191,5**	**$1.201,3**
Accounts Payable	69,4	73,3
Accrued Liabilities	92,5	97,8
Other Current Liabilities	23,1	24,4
Total Current Liabilities	**$185,0**	**$195,6**
Total Debt	350,0	300,0
Other Long-Term Liabilities	25,0	25,0
Total Liabilities	**$560,0**	**$520,6**
Noncontrolling Interest	-	-
Preferred Stock	-	-
Shareholders' Equity	631,5	680,7
Total Liabilities and Equity	**$1.191,5**	**$1.201,3**
Balance Check	*0,000*	*0,000*

Determinazione del range di valore (metodo approssimativo)

	High		*Low*
EV/EBITDA =	**8,5x**	**x**	**7,5x**
	x		**x**
EBITDA =	**€146,2m**		**€146,2m**
	=		**=**
Enterprise Value =	**€1.242,7m**		**€1.096,5m**
PFN	**€317,1m**		**€317,1m**
Equity Value =	**€925,6m**		**€779,4m**

Confronto tra range di valutazione

Metodo dei multipli di transazioni comparabili

	High	*Low*
Equity Value =	**€925,6m**	**€779,4m**

Metodo dei multipli di società comparabili

	High	*Low*
Equity Value =	**€735,5m**	**€419,9m**

Transazioni comparabili vs società comparabili

PERCHÉ CON IL METODO DEI MULTIPLI DI TRANSAZIONI COMPARABILI SI OTTIENE UN VALORE PIÙ ELEVATO?

Transazioni comparabili vs società comparabili

PREMIO PER IL CONTROLLO: l'acquirente generalmente è disposto a pagare un surplus in quanto acquisisce la maggioranza della società

SINERGIE STRATEGICHE: l'acquirente strategico ha l'opportunità di realizzare sinergie con la società quindi è disposto a pagare un surplus

Vantaggi e svantaggi del metodo dei multipli di transazioni comparabili

VANTAGGI

- **Market-based**: l'analisi è basata su multipli di operazioni attuali di transazioni comparabili
- **Current**: operazioni recenti permettono di riflettere operazioni M&A alle attuali condizioni di mercato
- **Relativity**: tale approccio consente di riflettere in modo trasparente l'andamento del business in termini di settore e periodio
- **Simplicity**: una valutazione può essere ancorata a pochi multipli facilmente giustificabili
- **Objectivity**: non consente l'utilizzo di assunzioni per stimare le performance future

SVANTAGGI

- **Market-based**: i multipli possono essere falsati dal periodo storico e dal mercato dei capitali
- **Time lag**: transazioni avvenute nel passato possono non riflettere le attuali condizioni di mercato
- **Existence of comparable acquisition**: in alcuni casi è molto difficile trovare un panel di transazioni comparabili quindi si fanno aggiustamenti che riducono maggiormente l'oggettività
- **Availability of information**: ridotte informazioni possono risultare una rilevante mancanza