



Esercitazione METODO dei MULTIPLI



Introduzione

Il dott. Aldo Rossi, commercialista in Verona, è stato incaricato di procedere alla stima del valore economico del capitale di Planet Media S.p.A.(d'ora in avanti, "PM"), suddiviso in n.1.000 azioni ordinarie di nominali Euro 100 cadauna per un totale di Euro 100.000. La data di riferimento della valutazione è il 1° gennaio 2002.

La società esercita attività di consulenza per la pianificazione di campagne pubblicitarie e la gestione di servizi connessi all'impiego di spazi pubblicitari. Si occupa inoltre dell'acquisto per conto proprio e per conto di terzi di mezzi pubblicitari. PM è a capo di un gruppo che costituisce il primo centro *media* italiano indipendente, caratterizzato da un'elevata flessibilità nel *business tailor made* e da una significativa competitività nel mondo dei *media*.

Nel 2001 il *billing* consolidato, ossia il budget pubblicitario gestito, ha superato i 400 milioni di Euro con un fatturato di quasi 54 milioni di Euro. Tra i clienti del gruppo vi sono aziende che ricoprono posizioni di *leadership* nel rispettivo settore di attività. Tra queste si segnalano Birra Peroni, Wind, Enel, Nestè Italia, Ferrovie dello stato, Ing Direct e molte altre ancora.

La strategia di fondo adottata e le competenze delle risorse umane sono alla radice del rapido sviluppo intrapreso negli ultimi anni. In tabella 1 sono esposti i valori di alcune grandezze espressive dei risultati economico-finanziari conseguiti. A seguito di questi risultati, il gruppo ricopre oggi una posizione primaria nel mercato pubblicitario italiano.



Tab. 1 – *Billing* e fatturato, 1998-2001 (valori in Euro/000)

	1998	1999	2000	2001
<i>Billing</i>	100.000	160.000	260.000	400.000
Fatturato	2.545	4.440	17.260	53.936

I metodi di stima

Per la stima del valore economico di PM il dott. Rossi decide di fare anzitutto riferimento, come metodo principale, al metodo reddituale puro, a ragione della sua riconosciuta efficacia nel contesto di valutazioni di aziende che presentano un'elevata redditività ed una struttura dell'attivo caratterizzata da scarsa o nulla incidenza di immobilizzazioni fisse di natura materiale.

Successivamente, il dott. Rossi intende sviluppare la propria analisi applicando, quale criterio di controllo, una metodologia che affronta il problema valutativo da un'ottica diversa rispetto a quella propria dei metodi tradizionali, ma che risulta ad essi complementare. Invece di dedurre il valore dell'impresa da differenti formule valutative razionalmente costruite, fa riferimento a un metodo empirico, che giunge al valore ricercato sulla base di osservazioni dirette di situazioni di mercato omogenee e confrontabili rispetto a quella in oggetto.



Tra i metodi empirici sceglie il criterio dei “multipli di borsa”, volto ad accertare il prezzo probabile del capitale di PM sulla base dei prezzi, negoziati nelle Borse Valori, relativi a un campione di società quotate ritenute significative comparabili alla stessa PM.

Al termine, ai valori ottenuti ritiene opportuno applicare uno sconto del 40%, come suggerito dalla dottrina e dalla prassi aziendale, per tenere conto del cosiddetto fenomeno del *lack of marketability*, espressione della “ridotta negoziabilità” delle quote di proprietà di PM rispetto a quelle di società comparabili, quotate in borsa, assunte nel campione prescelto.¹

I parametri di riferimento

Ai fini dell'applicazione del metodo reddituale, il perito stima in Euro 2.190.000 il reddito medio-normale netto atteso del complesso aziendale. Si segnala che ai fini del calcolo il dott. Rossi ha considerato i seguenti componenti di costo:

- Ammortamenti: 333.000 euro;
- Svalutazioni: 42.000 euro;
- Interessi passivi: 70.000 euro;
- Imposte sul reddito: 1.687.00 euro.

¹ Anche se non mancano indicazioni diverse, la dottrina e la prassi prevalenti segnalano come la misura dello sconto per *lack of marketability* sia compresa tra il 35% e il 45%



Il saggio di capitalizzazione, omogeneo e coerente con il flusso di reddito (reale e al netto dell'onere per imposta), è quantificato tenendo conto di quanto segue:

- a) Il *free risk rate* è posto pari al 2,75%, avendo riguardo ai rendimenti reali, netti di imposta, dei titoli di Stato a medio/lungo termine al 1° gennaio 2002 (fonte Il Sole 24ore);
- b) Il premio per il rischio è stimato nella misura del 6%, più alto di 1-2 punti percentuali rispetto ai valori impiegati dalla prassi in circostanze simili, per tenere conto sia della volatilità del comparto pubblicitario, fortemente influenzato dall'andamento economico generale, sia della situazione finanziaria della società, caratterizzata dalla presenza di significativi debiti a breve termine.

In sede di applicazione del metodo di controllo il dott. Rossi identifica, su indicazione della direzione aziendale, alcune imprese quotate che presentano caratteri strutturali e di funzionamento relativamente simili a quelli di PM.

Le imprese selezionate sono elencate in tabella 2; tra parentesi è indicato il Paese in cui la società ha sede legale.

Tab.2 – Le imprese del campione

Interpublic Group (US)	WPP (UK)	Aegis Group (UK)
Grey Global Group (US)	Havas Adv (FR)	Publicis Groupe (FR)
Omicom Group (US)		



Per ciascuna delle imprese indicate il dott. Rossi seleziona da alcune banche dati disponibili in internet le informazioni esposte in tabella 3. La tabella evidenzia i moltiplicatori per ciascuna impresa e il valore mediano e medio della serie di grandezze ottenute; i valori riportati sono relativi a tempi prossimi alla data di riferimenti della stima.

Tab.3 – I dati del campione

	Prezzo	Capitalizz.ne	P/E	P/S	P/MOL	EV/EBITDA
Interpublic Gr	29,54	11.180,9	30,45	1,65	11,69	11,13
WPP	760	874.456,0	30,89	0,4	14,10	20,05
Aegis Gr	93	102.309,3	23,61	0,17	10,39	11,58
Havas Adv	8,13	2.475,6	24,29	0,12	4,73	15,33
Publicis Gr	30	4.086,2	27,23	0,25	9,66	9,24
Omicom Gr	89.350	17.030.110,0	33,09	2,38	13,9	15,45
Grey Global Gr	620	842,1	122,34	0,68	9,49	9,24



Il problema

Sulla base delle informazioni sopra riportate, si aiuti il dott. Rossi a stimare il valore economico di PM.

Oltre a sviluppare il calcolo di valore sulla base del metodo reddituale, si proceda ad applicare il metodo dei prezzi probabili basato sul criterio dei “multipli di borsa”. A tal fine si proceda a:

- 1) Selezionare le imprese comparabili all'interno del campione;
- 2) Definire i moltiplicatori applicabili al caso di specie;
- 3) Identificare i “parametri rilevanti” di PM;
- 4) Applicare i multipli mediani, medi e medi aggiustati del campione ai “parametri rilevanti” di PM;
- 5) Sintetizzare i valori ottenuti nel valore ricercato di PM, determinato sulla base del criterio di controllo;
- 6) Confrontare i valori determinati con il criterio principale e con il criterio di controllo e interpretarne le differenze.



Caso PM – I dati del campione

	Prezzo	Capitalizz.ne	P/E	P/S	P/MOL	EV/EBITDA
Interpublic Gr	29,54	11.180,9	30,45	1,65	11,69	11,13
WPP	760	874.456,0	30,89	0,4	14,10	20,05
Aegis Gr	93	102.309,3	23,61	0,17	10,39	11,58
Havas Adv	8,13	2.475,6	24,29	0,12	4,73	15,33
Publicis Gr	30	4.086,2	27,23	0,25	9,66	9,24
Omicom Gr	89.350	17.030.110,0	33,09	2,38	13,9	15,45
Grey Global Gr	620	842,1	122,34	0,68	9,49	9,24



Calcolo valore economico: metodo reddituale

Reddituale puro

Reddito a regime	2.190.000
Tasso capitalizzazione	0,0875
Valore economico	25.028.571

Calcolo EBITDA

EBITDA

Reddito a regime	2.190.000
Imposte	1.687.000
Interessi passivi	70.000
Svalutazioni	42.000
Ammortamenti	333.000
	<hr/>
	4.322.000



Scelta delle imprese campione

Società	P/E	P/S	P/EBITDA
	2001	2001	2001
Interpublic Gr	30,45	1,65	11,69
WPP	30,89	0,4	14,10
Aegis Gr	23,61	0,17	10,39
Havas Adv	24,29	0,12	4,73
Publicis Gr	27,23	0,25	9,66
Omicom Gr	33,09	2,38	13,9
Grey Global Gr ¹	122,34	0,68	9,49

¹ Questa impresa è esclusa dal campione in quanto “non comparabile” (in particolare con riferimento al parametro P/E)



	P/E	P/S	P/EBITDA
Media campione	28,259	0,828	10,745
Mediana campione	28,840	0,325	11,040
Media adj. campione ²	28,259	0,618	11,410

² Tale media è computata escludendo i valori minimo e massimo sia di P/Sales sia di P/EBITDA



Calcolo valore economico (metodo di controllo)

Planet Media	Earning	Sales	EBITDA	Media	Lack of Marketability	Valore economico
Parametri rilevanti	2.190.000	53.936.000	4.322.000			
W (media)	61.887.575	44.676.987	46.439.890	51.001484	40%	30.600.890
W (mediana)	63.159.600	17.529.200	47.714.880	42.801.227	40%	25.680.736
W (media adjusted)	63.159.600	33.305.480	49.314.020	48.593.033	40%	29.155.820

Il valore mediano (indicatore statisticamente più “robusto” della media), dopo aver considerato il discount pari al 40% per la mancanza di marketability, è quello che maggiormente si avvicina al valore calcolato con il metodo reddituale puro