
Considerazioni sulle valutazioni aziendali nella situazione attuale

14 Maggio, 2020

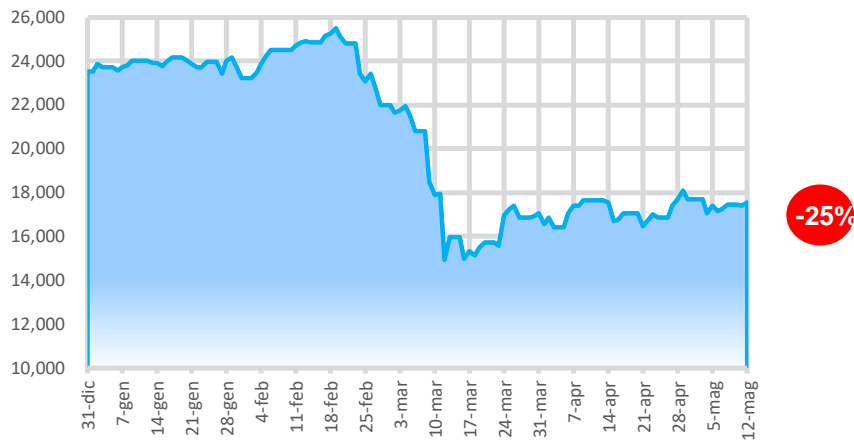
Enrico Rovere

Managing Director, Head of Business Valuation Italy - Duff & Phelps, Milano

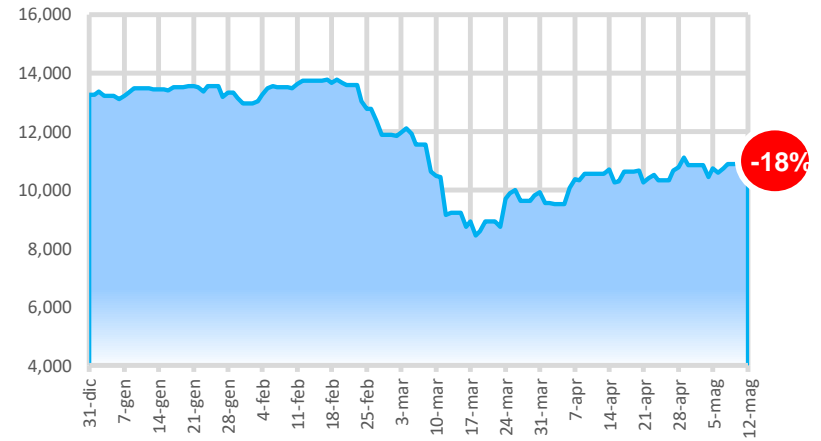
Scenario attuale

Andamento degli indici azionari da inizio anno

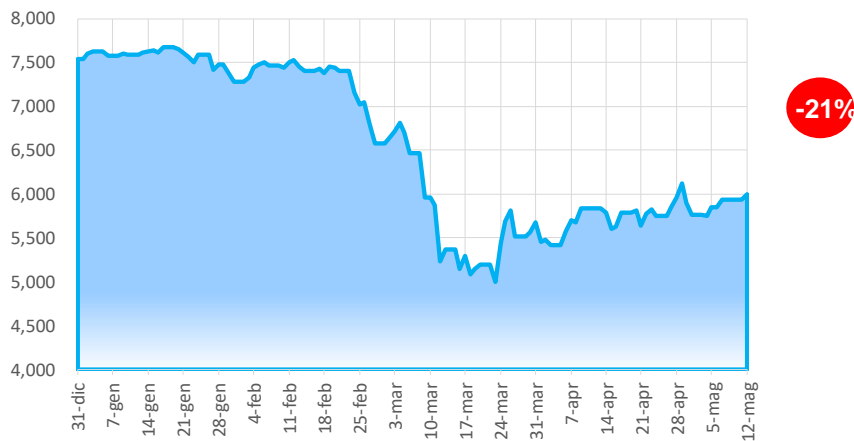
FTSE MIB



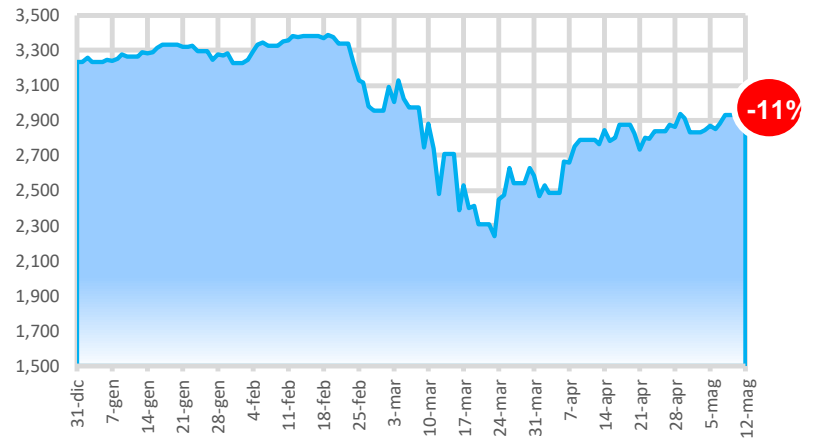
DAX



FTSE 100



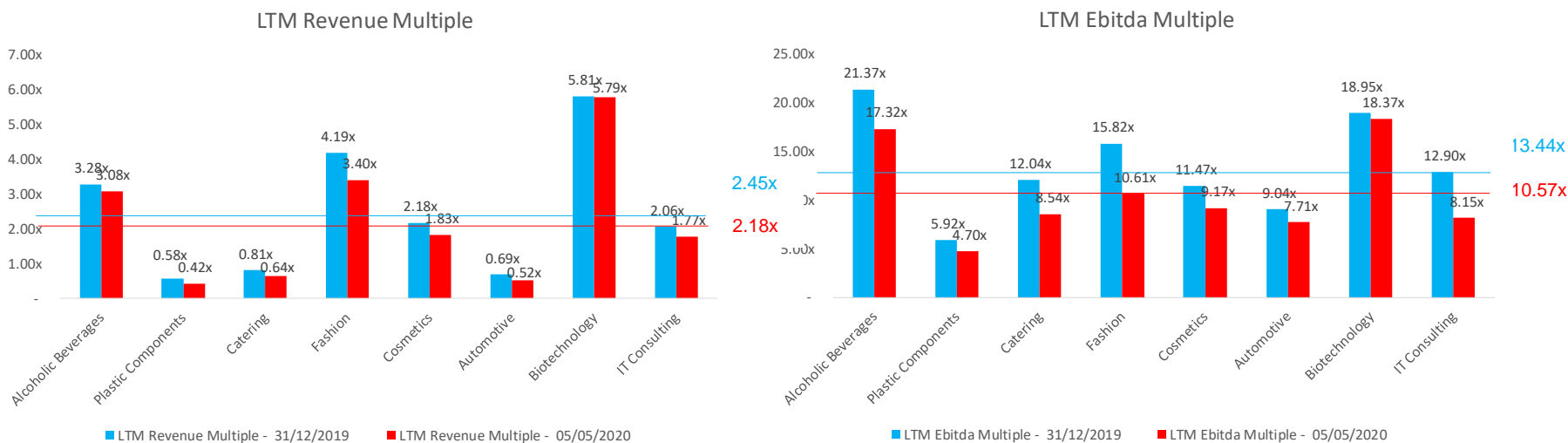
S&P 500



Come si evince dai grafici di alcuni indici azionari qui riportati a scopo illustrativo, le principali borse mondiali hanno subito una notevole **decrescita negli ultimi quattro mesi e mezzo**, in particolare il **FTSE MIB** tra il 31 dicembre 2019 e il 12 maggio 2020 è **sceso del 25%**, il **DAX del 18%**, il **FTSE 100 del 21%** e l'**S&P 500 dell'11%**, nonostante si possa evidenziare una leggera ripresa nel corso dell'ultimo mese.

Andamento dei multipli di mercato in alcuni settori

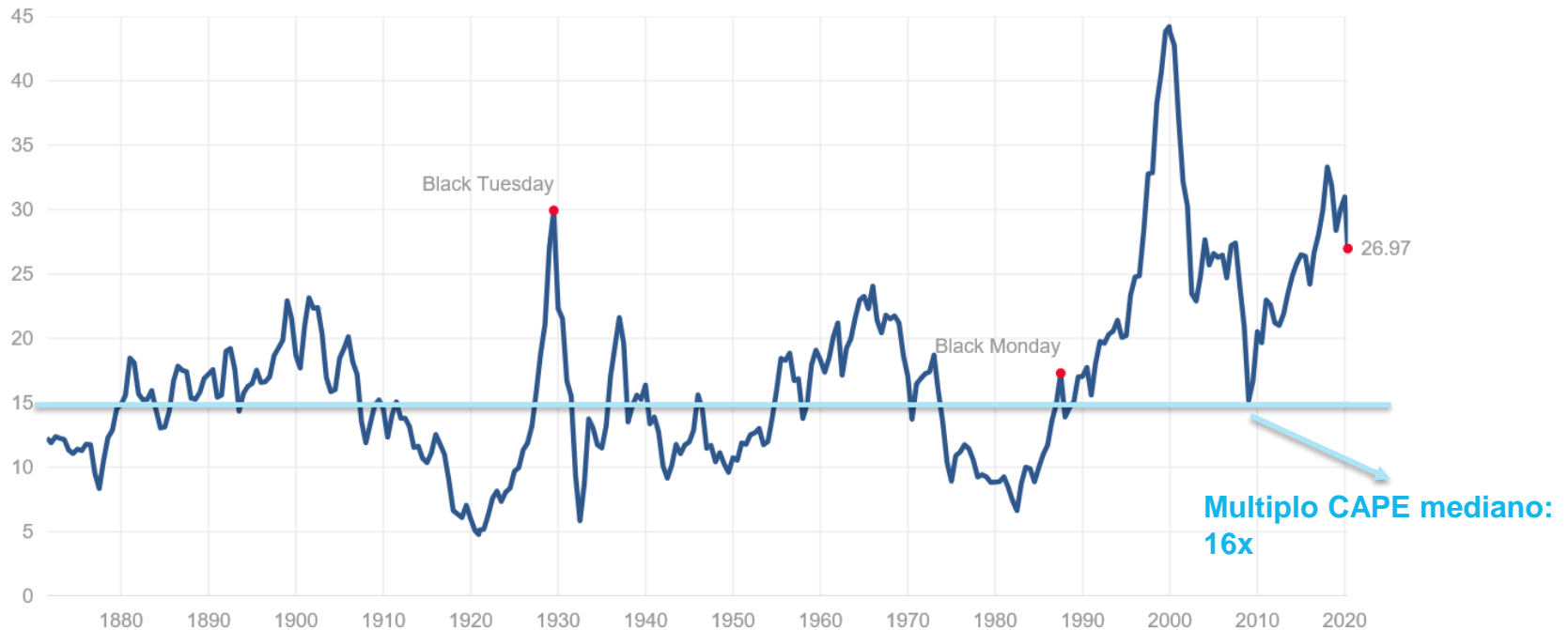
- A scopo illustrativo dell'impatto del COVID-19 sull'attuale contesto economico, abbiamo calcolato i multipli LTM di un **campione di società** a livello globale che operano in 8 differenti settori a due diverse date.
- In generale si può notare come nel campione considerato i multipli mediani LTM **dell'EBITDA** e dei **Revenue** tra fine 2019 e inizio maggio 2020 siano **scesi rispettivamente dell'11,0% e del 21,3%**.



- Si sottolinea che la diminuzione osservata dei multipli deve essere analizzata in maniera più dettagliata, poiché il multiplo è il quoziente di due componenti, **Enterprise Value** e **metric** (ad es. Revenue o EBITDA), ed **occorre comprendere l'evoluzione nel tempo di entrambi**.
- In un contesto di elevata incertezza come quello attuale sarebbe più appropriato **utilizzare dei multipli forward**, sempre che si abbia contezza che la **metric sia stata aggiornata**.

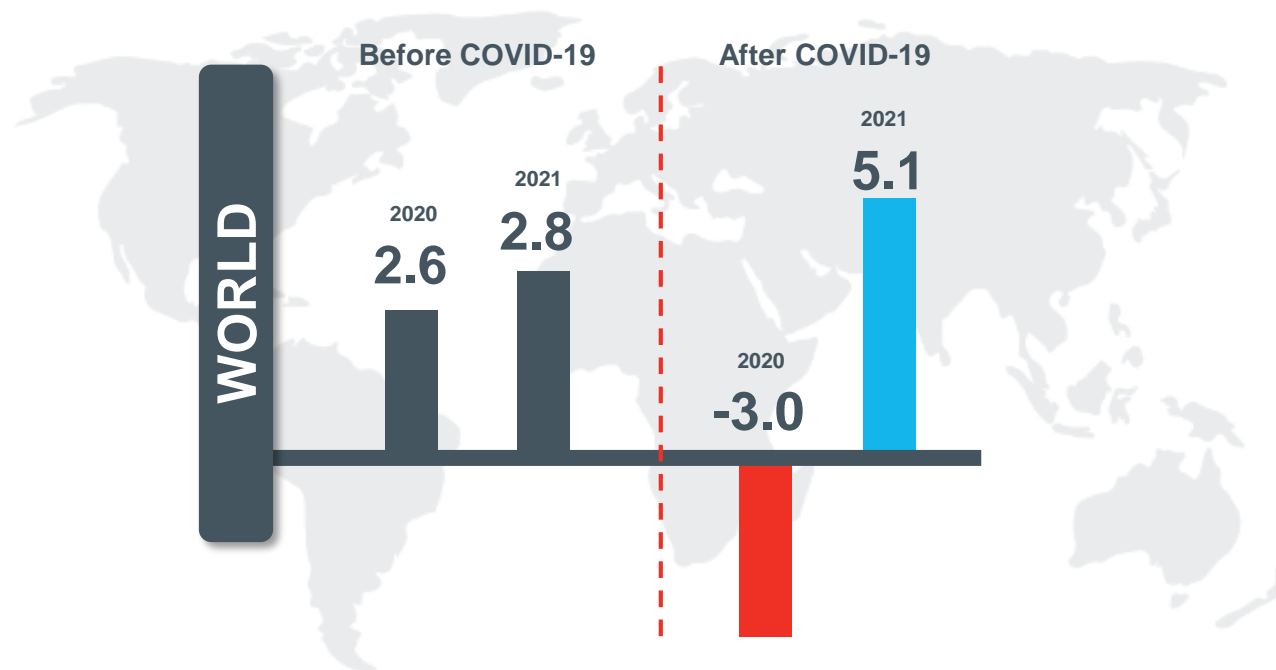
Considerazioni sui multipli di mercato

Su di un **lunghissimo orizzonte temporale** (140 anni), si può notare tuttavia come i **multipli di mercato siano ancora superiori ai valori mediani storici**, come illustrato sotto dal **multiplo CAPE** (Cyclically-Adjusted Price Earning, ottenuto dividendo l'indice azionario per la media degli utili dei 10 anni precedenti, entrambi aggiustati per l'inflazione) relativo al mercato azionario americano, che presenta un **valore corrente di circa 26x** contro una **mediana storica di 16x**.



Crescita del PIL reale (%) stimata per regione: Mondo

Alla data del 14 maggio 2020



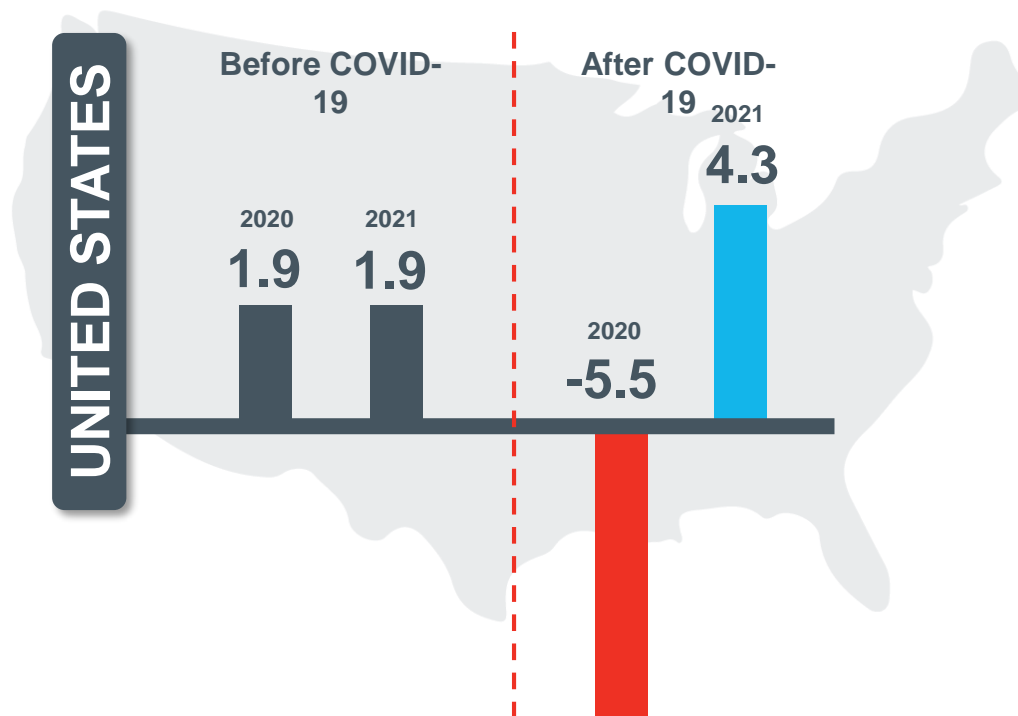
	Change in Growth	Relative % Change
2020 Mediana	-5.6	-219%
2021 Mediana	+2.3	+80%



Fonte: elaborazione Duff & Phelps basata su studi di parti terze

Crescita del PIL reale (%) stimata per regione: U.S.

Alla data del 14 maggio 2020

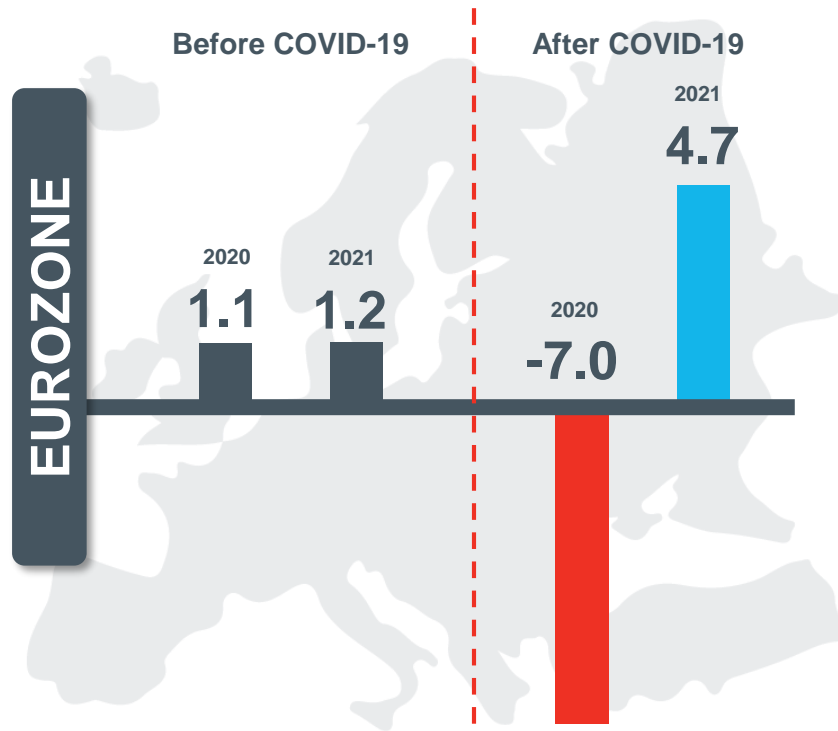


	Change in Growth	Relative % Change
2020 Mediana	-7.4	-389%
2021 Mediana	2.4	126%

Fonte: elaborazione Duff & Phelps basata su studi di parti terze

Crescita del PIL reale (%) stimata per regione: Eurozona

Alla data del 14 maggio 2020



Change in Growth Relative % Change

2020 Mediana -8.1 -767%

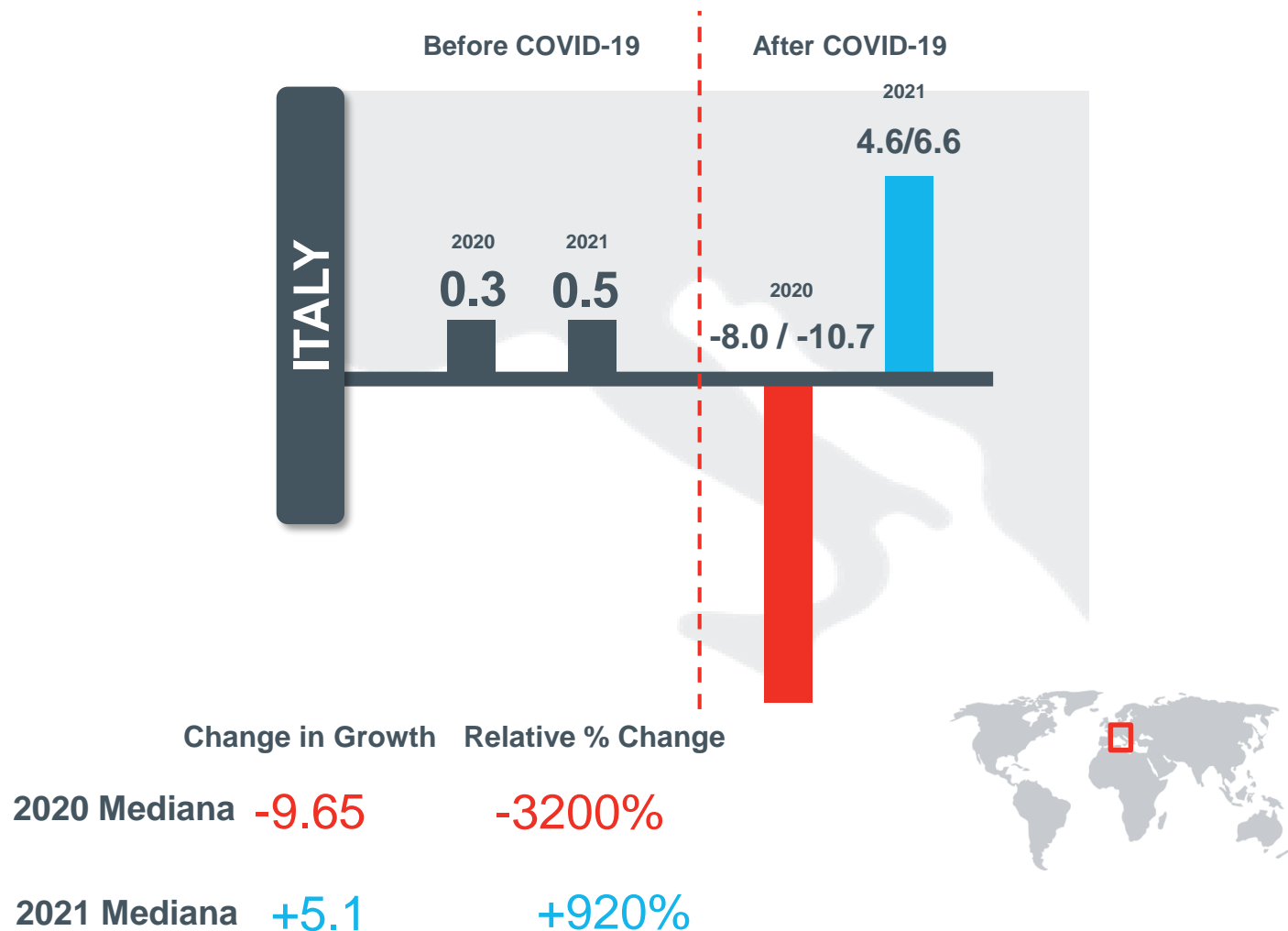
2021 Mediana +3.5 +291%



Fonte: elaborazione Duff & Phelps basata su studi di parti terze

Crescita del PIL reale (%) stimata per regione: Italia

Alla data del 14 Maggio 2020



Fonte: Centro Studi Economici e Ricerca Intesa Sanpaolo

Considerazioni sul costo del capitale

Il Risk-free Rate (R_f) – Spot Rate o tasso “Normalizzato”?

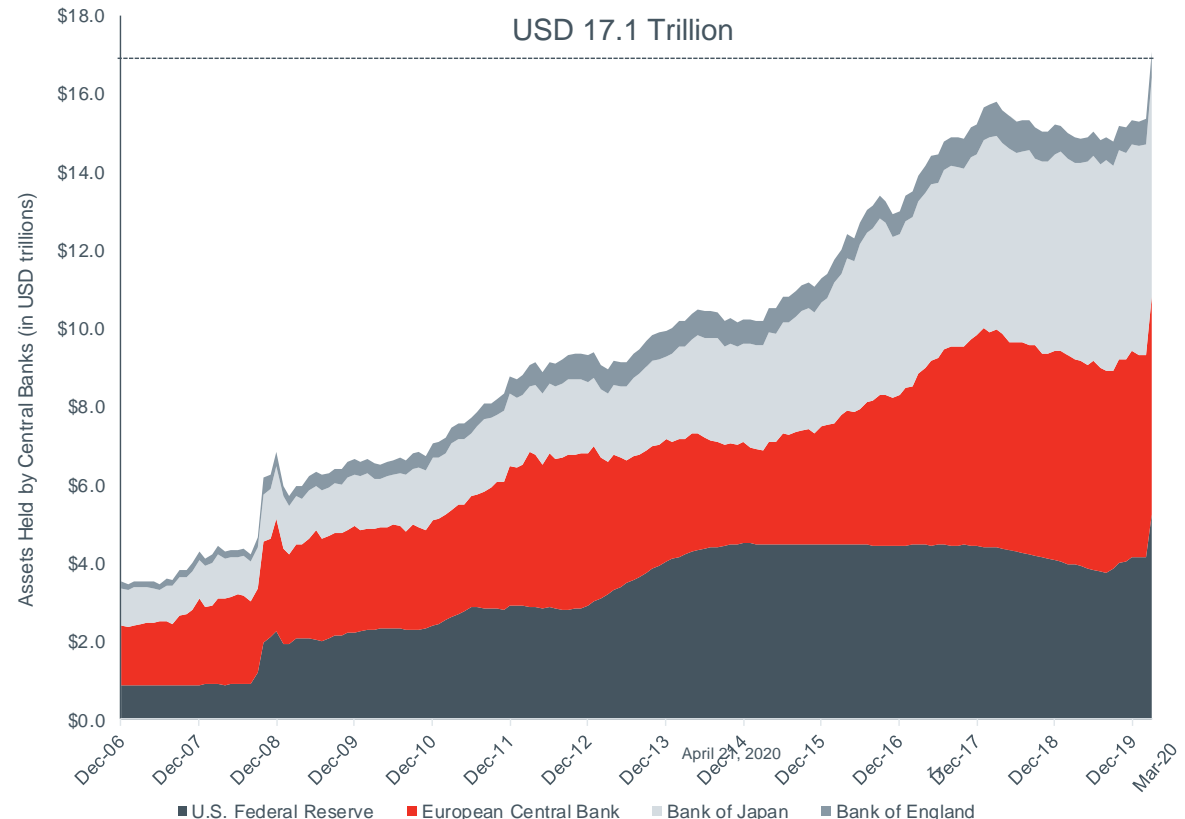
Durante periodi in cui il risk-free rate appare insolitamente basso a causa di *flight to quality* o importanti interventi di politica monetaria (es. QE o allentamento quantitativo)

=> Duff & Phelps consiglia di **normalizzare** il risk-free rate.

Incremento degli stock nei bilanci delle Banche Centrali dovuto al QE 2007 – 2020

I **metodi** di normalizzazione includono:

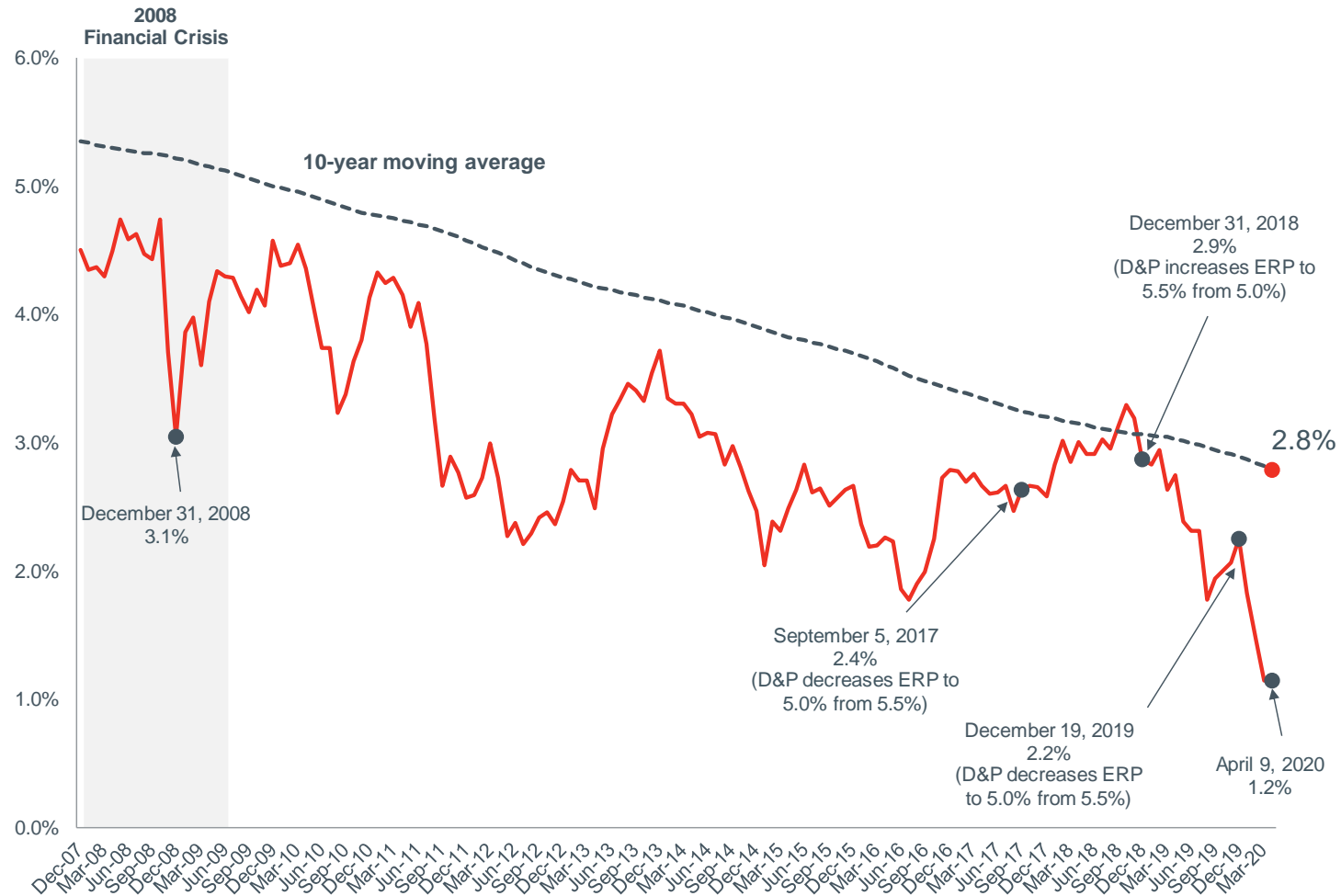
- Media semplice
- Differenti metodi di “build-up”



Fonte: Federal Reserve Bank of St. Louis Economic Research and the Bank of England.

Rendimento dei titoli del tesoro USA ventennali, con media mobile

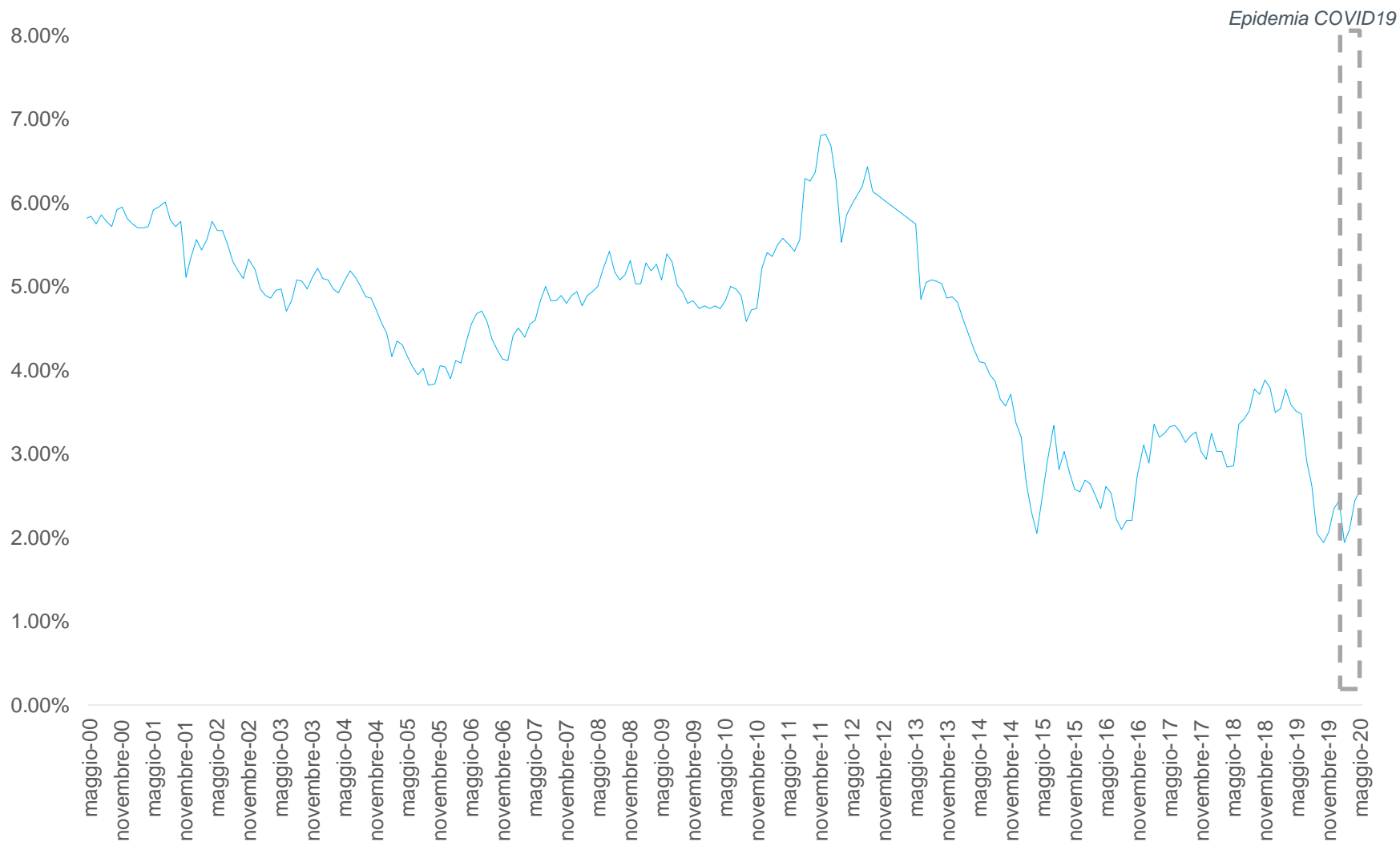
31 Dicembre 2007 – 9 Aprile 2020



Source: 20-year U.S. government bond series. Board of Governors of the Federal Reserve System.

Rendimento dei titoli del tesoro italiani (BTP) trentennali

Maggio 2000 – Maggio 2020

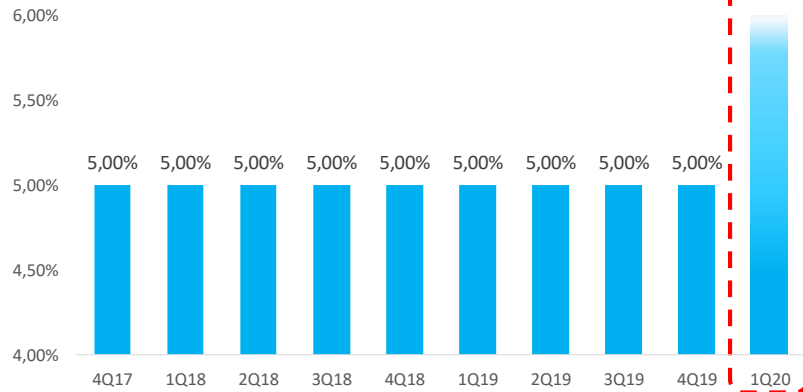


Fonte: 30-year Italy government bond series. Capitallq.

Analisi dell'andamento storico di alcune variabili chiave Italia

Equity Risk premium a Country Risk Premium

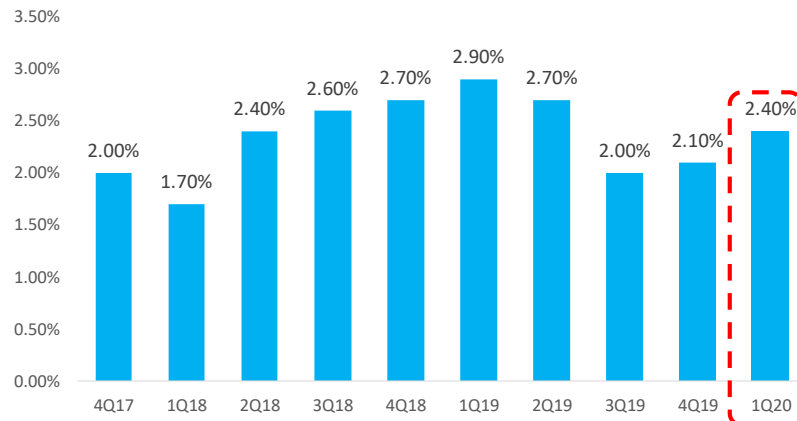
Euro Equity Risk Premium (ERP)



Fonte: Duff & Phelps International Cost of Equity Study

- A partire da fine 2017 l'ERP dell'eurozona stimato da Duff & Phelps è stato stabile al **5,0%**. A seguito del COVID-19 Duff & Phelps ha suggerito di **alzare tale parametro al 5,5%-6,0%** per riflettere il maggior rischio per gli azionisti.

Italy Country Risk Premium (CRP)

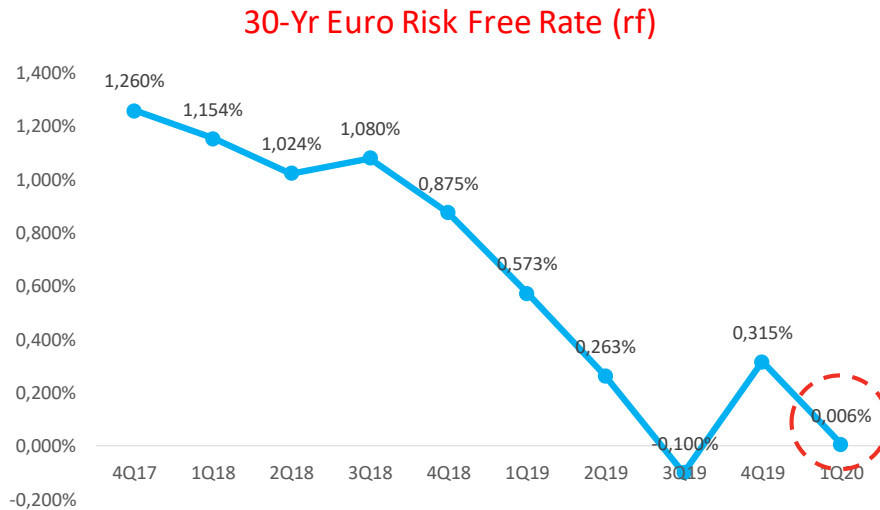


Fonte: Duff & Phelps International Cost of Equity Study

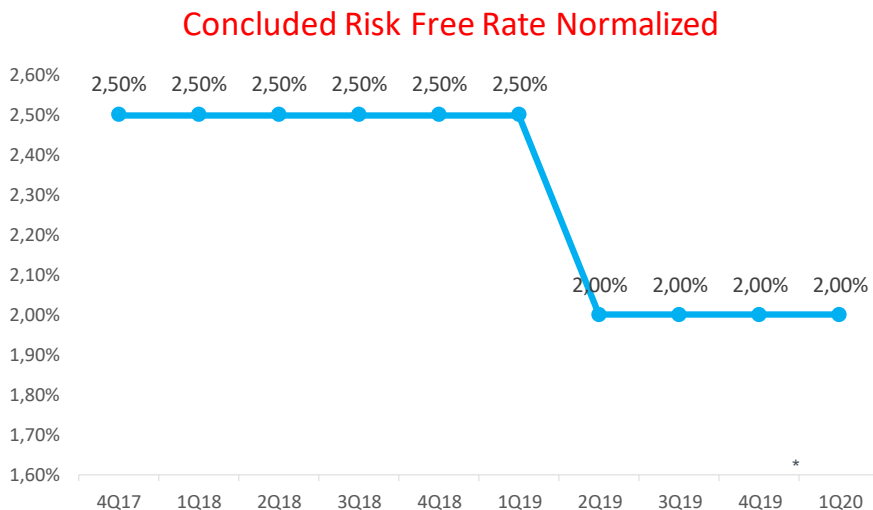
- Tra fine 2017 e fine 2019 il CRP italiano è risultato compreso tra valori minimi dell'**1,7%** e valori massimi del **2,9%** (a marzo 2019 a seguito delle elezioni amministrative), riflettendo la diversa rischiosità percepita dagli operatori nell'investire nel Paese. A seguito del COVID-19 Duff & Phelps ha stimato la misura di tale parametro alla fine del primo trimestre 2020 in aumento al **2,4%**.

Analisi dell'andamento storico di alcune variabili chiave (cont.)

Risk Free Rate



Fonte: Duff & Phelps International Cost of Equity Study



Fonte: Duff & Phelps International Cost of Equity Study

- A partire da fine 2017 il risk free rate trentennale tedesco spot ha subito una **graduale diminuzione** dall'1,260% fino ad un valore negativo a fine settembre 2019, per poi risalire brevemente a fine 2019 e ridiscendere allo 0,006% di marzo 2020, in previsione di ulteriori misure espansive della BCE e come effetto del cosiddetto flight-to-quality da parte degli investitori.

- A partire dalla crisi dei debiti sovrani, Duff & Phelps ha suggerito l'utilizzo di **un risk free rate normalizzato** nel calcolo del costo del capitale, e questa convinzione si rafforza in periodi di volatilità come quello corrente in cui risulta necessario compensare gli effetti risultanti da rapide fluttuazioni del mercato. Nel grafico a fianco è riportato il tasso risk free tedesco normalizzato calcolato da Duff & Phelps.

Considerazioni sui flussi di cassa attesi

Impatto COVID-19 sui flussi di cassa attesi

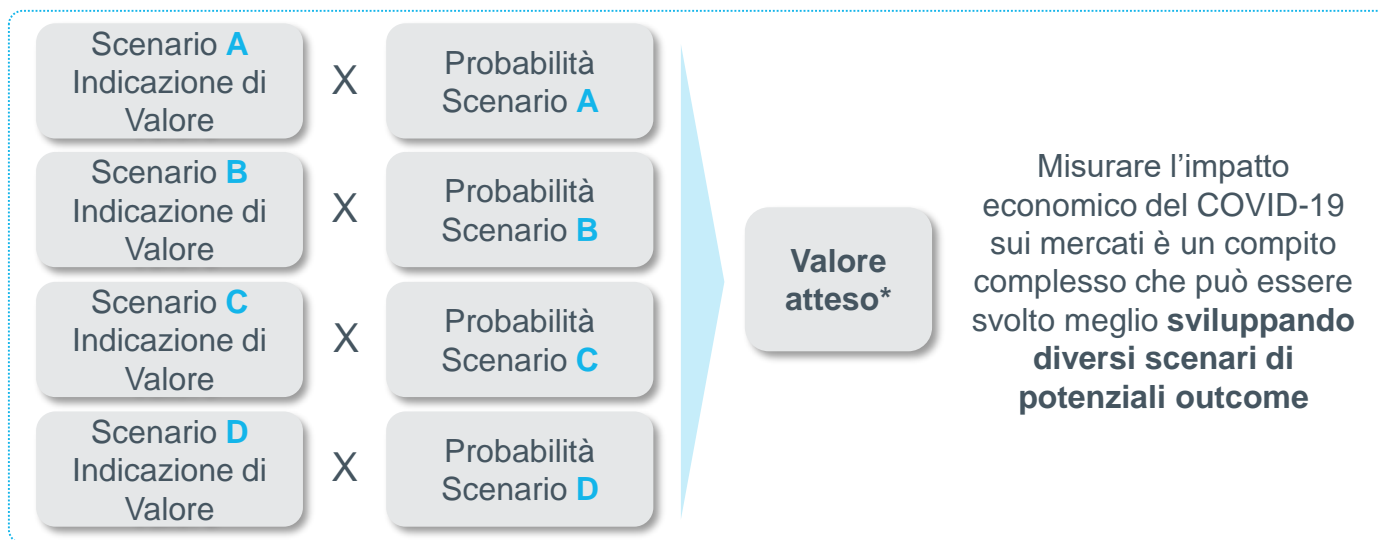
Revisione dei piani economico-finanziari

- A fronte di questo nuovo scenario economico occorre quindi chiedersi **se i business plan già redatti dalle società siano ancora validi, o se le aziende si siano già attivate per rivederli**, in maniera più o meno marcata a seconda dei settori e dei Paesi di attività. Probabilmente in questo momento le società non sono ancora in grado di rivedere in modo affidabile le loro stime, in quanto ad oggi è difficile stimare quantitativamente gli impatti del COVID-19, essendo la situazione ancora molto incerta e instabile.
- Si renderà dunque necessario una revisione dei piani sotto i seguenti aspetti:
 - **Ricavi** (impatto sulla domanda da parte dei clienti, tempistiche di incasso, salute finanziaria dei clienti)
 - **Supply chain** (tempistica e disponibilità delle merci, costo del venduto, salute finanziaria dei fornitori)
 - **Operations** (disponibilità dei lavoratori, livello di produttività, capacità di lavorare da remoto mantenendo i requisiti di cybersecurity)
- In ogni caso occorre tener presente che l'effetto sui piani interesserà non solo gli aspetti economici, ma **anche quelli patrimoniali**, in quanto oltre agli impatti economici ci potranno essere dei ritardi negli **investimenti** previsti e si potrà assistere ad un'ulteriore dilazione dei pagamenti, con conseguenti **effetti sul capitale circolante e sui cash flow**, con possibili effetti anche **sui covenant finanziari**.
- Sarà quindi necessario da parte dei valutatori una **revisione più attenta dei piani delle società**, capire volatilità e/o considerare diversi **scenari di piano**.

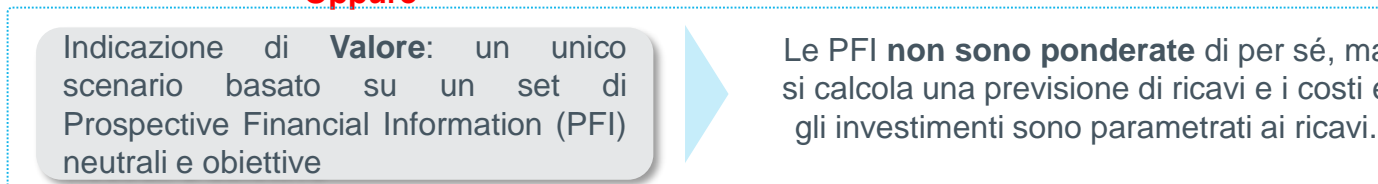
Impatto COVID-19 sui flussi di cassa attesi

Approccio a scenari di business plan

L'utilizzo di un approccio basato su **scenari multipli** che porta ad **Valore Atteso** rispetto l'approccio basato su un **singolo scenario**, potrebbe permettere una mitigazione della aleatorietà delle proiezioni.



Oppure



*Potrebbe essere applicato alle PFI del Piano Strategico (anche per finalità VIU) oppure alle PFI del Market Participant (fair value).

For more information about our global locations and services, please visit:
www.duffandphelps.com

About Duff & Phelps

Duff & Phelps is the global advisor that protects, restores and maximizes value for clients in the areas of valuation, corporate finance, disputes and investigations, cyber security, claims administration and regulatory issues. We work with clients across diverse sectors on matters of good governance and transparency. With Kroll, the leading global provider of risk solutions, and Prime Clerk, the leader in complex business services and claims administration, our firm has nearly 4,000 professionals in 25 countries around the world. For more information, visit

M&A advisory, capital raising and secondary market advisory services in the United States are provided by Duff & Phelps Securities, LLC. Member FINRA/SIPC. Pagemill Partners is a Division of Duff & Phelps Securities, LLC. M&A advisory, capital raising and secondary market advisory services in the United Kingdom are provided by Duff & Phelps Securities Ltd. (DPSL), which is authorized and regulated by the Financial Conduct Authority. M&A advisory and capital raising services in Germany are provided by Duff & Phelps GmbH, which is a Tied Agent of DPSL. Valuation Advisory Services in India are provided by Duff & Phelps India Private Limited under a category 1 merchant banker license issued by the Securities and Exchange Board of India.