

La valutazione pre-money delle startup da parte degli investitori professionali e l'impatto su tale processo della pandemia da Covid-19

Vincenzo Cecere, Salvatore De Felice, Stefano Iovene, Sante Scognamiglio, Luca Vivolo

IPE Working Paper

N. 21

December 20, 2020

ISSN 2284-1229

La valutazione pre-money delle startup da parte degli investitori professionali e l'impatto su tale processo della pandemia da Covid-19¹

Vincenzo Cecere, Salvatore De Felice, Stefano Iovene, Sante Scognamiglio, Luca Vivolo

Abstract

Il progetto è stato svolto in collaborazione con Vertis S.p.A., SGR con sede a Napoli e Milano che opera nel mercato del Private Equity e del Venture Capital. Nella prima fase dell'elaborato sono state analizzate, sotto il profilo teorico, le principali metodologie di valutazione adoperate nel mondo del Private Equity e del Venture Capital. Nella seconda fase, si è passati all'applicazione pratica dei metodi di valutazione, con un focus specifico sull'analisi di un potenziale progetto target, di uno dei fondi di Venture Capital, operante nel mondo del digital travel. Nel processo di valutazione si è proceduto anche ad un'approfondita analisi del *Business Plan* dell'iniziativa, attraverso una duplice valutazione, la prima definita "Management Case" e la seconda "Vertis Case", quest'ultima basata su uno stress test delle assumptions del *Business Plan*. Nella parte conclusiva è stato analizzato il potenziale impatto della pandemia da Covid-19 sia sulle valutazioni aziendali che sull'operato dei gestori di fondi d'investimento.

Abstract

The project was carried out in collaboration with Vertis S. p. A., an asset management company based in Naples and Milan operating in the Private Equity and Venture Capital markets. In the first phase of the project, the main Private Equity and Venture Capital valuation methodologies were discussed from a theoretical point of view. In the second phase, those methods were put into practice through the analysis of a digital travel project, potential target for one of the Venture Capital's fund. Besides, as far as this phase is concerned, a depth analysis of the Business Plan was conducted by a double valuation: the first one, called "Management Case" and the second one, called "Vertis Case". In particular, the latter was based on a stress test of the Business Plan's assumptions. In the final part, an assessment about the impact of the Covid-19 pandemic on both the enterprises' valuation and fund managers' actions was made.

¹ Il presente Working Paper è stato realizzato con il contributo della Presidenza del Consiglio dei Ministri, Dipartimento per le Politiche giovanili e il Servizio Civile Universale, nell'ambito del Progetto "100 laureati 100 occupati. Realizzazione di un Ufficio Job Placement Permanente", AOPT/2016 Avviso Pubblico "Orientamento e Placement giovani talenti".

Indice

Abstract.....	2
Introduzione	5
1. Private Equity e Venture Capital.....	6
1.1 Tipologia operazioni	8
1.2 Vantaggi Private Equity e Venture Capital.....	9
1.3 Categorie Investitori.....	9
1.4 Fasi investimento.....	9
1.4.1 Scouting.....	10
1.4.2 Screening.....	10
1.4.3 Analisi.....	10
1.4.4 Negoziazione	11
1.4.5 Due diligence da closing.....	11
1.4.6 Closing	12
1.4.7 Monitoraggio.....	12
1.4.8 Disinvestimento	13
1.4.9 Motivi archiviazione del <i>deal</i>	13
2. Metodi di valutazione.....	15
2.1 Metodologia DCF.....	15
2.1.1 Determinazione del tasso di sconto	16
2.1.2 Costo dell'equity (K_e)	16
2.1.3 Costo del debito (K_d)	17
2.1.4 Terminal Value	17
2.1.5 Posizione Finanziaria Netta	18
2.1.6 Esempio metodo DCF	18

2.2 Il metodo dei multipli.....	20
2.2.1 Esempio metodo multipli.....	21
2.3 Metodi patrimoniali.....	22
2.4 Il Venture Capital Method.....	23
3. Caso Free Room.....	26
3.1 Valutazione Management case	26
3.2 Valutazione Vertis Case	29
4. Impatti del Covid-19.....	33
4.1 Impatto sulla valutazione d'azienda	33
4.2 Impatto sul mercato	34
5. Conclusioni.....	36

Introduzione

Il progetto è stato svolto in collaborazione con Vertis SGR, in ambito del project work svoltosi durante il Master in Finanza Avanzata – Risk, Fintech & Big Data dell'IPE Business School. L'obiettivo è stato quello di analizzare i punti focali e le principali metriche di valutazione adoperate dai fondi di Private Equity e Venture Capital, durante la fase di valuation di un'operazione di investimento.

Vertis SGR, costituita nel 2007 ed operativa dal 2008, con sedi a Napoli e Milano, è l'unica SGR presente nel Mezzogiorno, attiva nella gestione dei fondi Private Equity e Venture Capital. Vertis è una società di gestione del risparmio dinamica e indipendente, autorizzata dalla Banca d'Italia, che opera attraverso sei fondi d'investimento mobiliari chiusi, riservati ad investitori qualificati, assumendo partecipazioni in progetti di ricerca, spin-off, startup e PMI, rappresentando il riferimento per gli investimenti nel Made in Italy innovativo.

Il Private Equity è attivo con i fondi "Vertis Capital" e "Vertis Capital Parallel", mentre il Venture Capital investe con i fondi "Vertis Venture", "Vertis Venture 2 Scaleup" e "Vertis Venture 3 Technology Transfer" e "Vertis Venture 4 Scaleup Lazio".

L'elaborato è stato suddiviso in quattro sezioni: nella parte iniziale vi è una panoramica generale del settore di riferimento, ponendo l'attenzione sulle principali caratteristiche che differenziano il Private Equity dal Venture Capital. In una seconda fase vi è la presentazione dei metodi di pre-money valuation adottati dai players di settore, analizzando nello specifico le varie fasi del processo di investimento. In un terzo step, invece, è stato presentato un caso pratico: la valutazione della società *Free Room*, confrontando la valutazione avanzata dal management con una effettuata secondo la metodologia adoperata dalla SGR. Nella parte conclusiva dell'elaborato, è stato analizzato il potenziale impatto della pandemia da Covid-19 sulle valutazioni aziendali e gli eventuali effetti per i gestori di fondi d'investimento.

1. Private Equity e Venture Capital

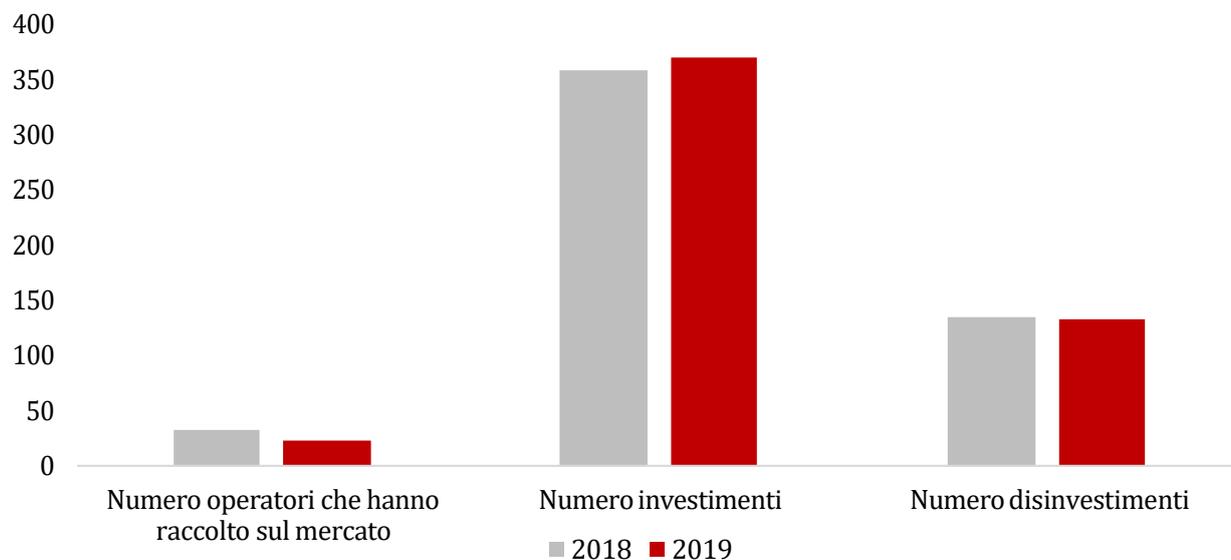
Il private equity e il venture capital prevedono l'apporto di capitale di rischio da parte di investitori istituzionali in imprese non quotate, con l'obiettivo prevalente di realizzare un ritorno finanziario dall'investimento in seguito della dismissione della partecipazione acquisita, in un'ottica temporale di medio-lungo termine¹. L'investitore nel capitale di rischio si fa carico di una parte del rischio d'impresa come gli altri azionisti ed è interessato al processo di creazione di valore dell'impresa per aumentare quello della sua partecipazione e, quindi, massimizzare il tasso di rendimento del proprio investimento.

Un'operazione di private equity o venture capital si caratterizza tipicamente per i seguenti aspetti: intervento nel capitale di rischio, ossia nell'equity dell'impresa target; apporto di capitale sotto forma di partecipazioni al capitale azionario o di sottoscrizione di titoli convertibili in azioni; elevata rischiosità e redditività potenziale degli investimenti; obiettivo prevalente di realizzare un significativo capital gain attraverso la crescita di valore dell'impresa; dismissione delle partecipazioni nel medio-lungo termine, con un livello di maturazione dell'investimento compreso generalmente in un intervallo di 3-5 anni. È il momento in cui si conclude l'operazione e, in caso di successo, si realizza il capital gain.

Il grafico 1 mostra in aggregato il numero di operatori che sono ricorsi a queste forme di raccolta di capitali, oltre che il numero di investimenti e disinvestimenti totali per gli anni 2018 e 2019. Nel dettaglio, si osserva come il numero di investimenti sia aumentato del 3% circa rispetto all'anno precedente (AIFI, PwC, Analisi sul mercato italiano del capitale di rischio, 23 marzo 2020). Tuttavia, vi è stato un calo sia nella raccolta del Private Equity e Venture Capital, quasi la metà dei 3,4 miliardi di euro del 2018, sia nell'ammontare investito, il quale è diminuito di circa il 26%, passando da circa 10 miliardi di euro a 7 miliardi. Tale calo può essere giustificato con la ciclicità di questo tipo di mercato, caratterizzato dall'orizzonte a medio-lungo termine delle operazioni.

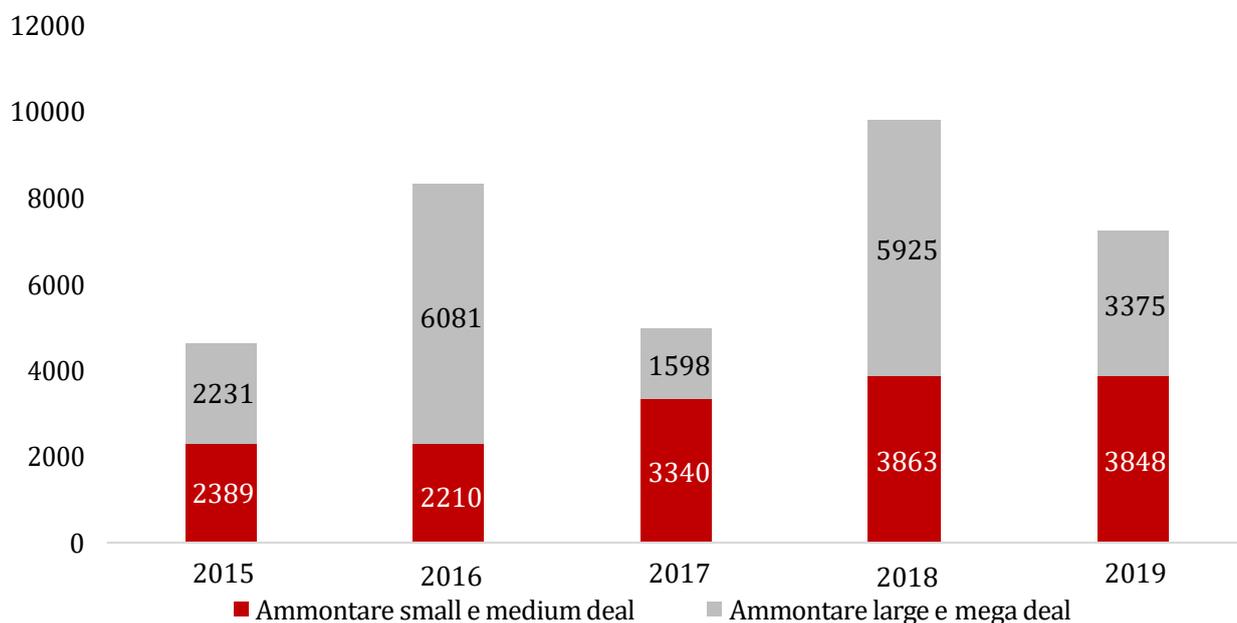
Il grafico 2 mostra, invece, come nel tempo sia cresciuto l'ammontare di investimenti realizzati in small e medium deal.

Grafico 1: Numeri di operatori e delle operazioni di investimento e disinvestimento in Italia



Fonte: AIFI, elaborazione propria

Grafico 2: Ammontare degli small e medium deal vs i large e mega deal in Italia

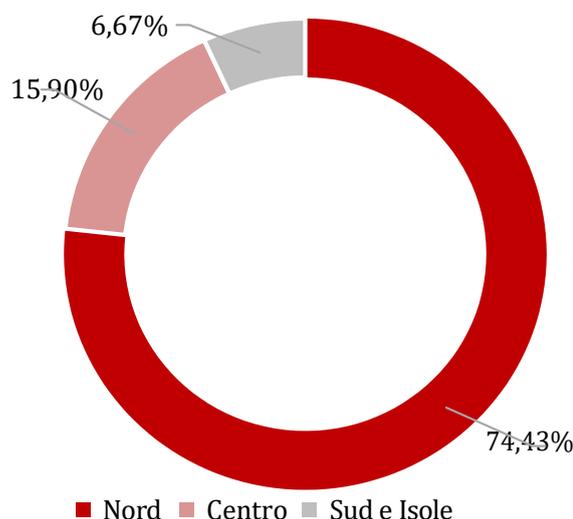


Fonte: AIFI, elaborazione propria

Relativamente alla distribuzione geografica, gli investimenti si concentrano maggiormente nel Nord Italia, dove abbiamo la crescita più alta rispetto all'anno precedente, ed il Centro, mentre

al Sud si è assistito ad una decrescita annuale del 5,6% (grafico 3). Più del 70% dei capitali raccolti ha, inoltre, provenienza italiana, con quota crescente negli ultimi 5 anni.

Grafico 3: Distribuzione geografica capitali raccolti in Italia



Fonte: AIFI, elaborazione propria

I primi 3 settori per numero di investimenti sono quello dei beni e servizi industriali, l'Healthcare e l'ICT: si denota come, pur essendo l'ICT quello con il maggior numero di investimenti (64), è quello dei beni e servizi industriali il settore in cui si effettuano più investimenti (quasi un miliardo e mezzo di euro); il settore Healthcare completa questo quadro sintetico con 49 investimenti e più di un miliardo di euro raccolti.

1.1 Tipologia operazioni

L'intervento dell'investitore istituzionale può essere diverso per quanto riguarda sia la quantificazione dell'apporto di risorse finanziarie sia la tipologia e profondità delle esperienze e competenze richieste. A tali classificazioni corrisponde spesso una specializzazione settoriale degli stessi operatori finanziari²

Si differenziano, pertanto, le operazioni effettuate per: l'avvio di iniziative imprenditoriali (*early stage financing*); la crescita e lo sviluppo dell'impresa (*expansion financing*); le operazioni connesse al mutamento della responsabilità

² 2 Alfonso Riccardi, Corporate & Investment banking, Franco Angeli Edizioni, 2017.

imprenditoriale (*operazioni di buy out/in*); la ristrutturazione dell'azionariato (*replacement capital*); il rilancio o la ristrutturazione di aziende in crisi (*turnaround financing*). Per quanto riguarda la fase di avvio, gli interventi di venture capital si distinguono in *seed financing* e *startup financing*.

1.2 Vantaggi Private Equity e Venture Capital

I benefici del Private Equity e Venture Capital non riguardano solamente l'economia delle singole imprese partecipate. In particolare, l'attività di investimento nel capitale di rischio contribuisce notevolmente allo sviluppo del sistema industriale e dell'economia nel suo complesso, della competitività nazionale e del tasso di innovazione, selezionando imprese a rapido tasso di crescita, alle quali fornire il capitale necessario per svilupparsi, accelerando il processo di rinnovamento e supportando le aziende migliori e abbandonando quelle meno efficienti. Contributo che riguarda, quindi, l'aspetto manageriale, di internazionalizzazione e di ampliamento del network, ma non di certo dello sviluppo del prodotto, che rimane di competenza dell'imprenditore.

1.3 Categorie Investitori

Vi sono diverse categorie di investitori professionali coinvolti nell'attività di investimento nel capitale di rischio, che possono essere classificati in: banche e divisioni di banche; fondi chiusi a carattere sovranazionale/internazionale; fondi chiusi a carattere locale/regionale; finanziarie di partecipazione di emanazione privata o industriale; operatori pubblici.

1.4 Fasi investimento

Più rapidi sono i tempi di raccolta dei capitali, tanto prima una SGR inizia a percepire le *management fee* e ad essere operativa. Ogni fase è fondamentale per le successive, in quanto consente a queste di essere svolte meglio e di risparmiare tempo. Tipicamente un fondo ha una fase iniziale (*investment period*) che dura 5 anni, alla quale seguono altri 5 anni, necessari al disinvestimento.

1.4.1 Scouting

Consiste nella ricerca delle opportunità di investimento, e sancisce l'inizio dell'investment period; in questa fase è fondamentale concentrare le risorse e il tempo a disposizione nella ricerca delle aziende che rientrano nel target del fondo. Alcuni criteri principali con cui selezionare le aziende sono le caratteristiche (quali la dimensione e i settori di interesse) dell'operatore, l'area geografica d'intervento e la tipologia di investimenti effettuata.

Gli operatori di venture capital cercano imprese con un elevato grado di innovazione e forti potenzialità di crescita; per dare un'idea del grado di selettività da parte dei fondi, si sottolinea che la percentuale di investimenti effettuati sul totale delle iniziative totali del *deal flow* è il 3%. Per le operazioni di private equity, le più frequenti motivazioni del crescente interesse delle aziende all'ingresso di un investitore di private sono l'accelerazione dello sviluppo, l'internazionalizzazione, il miglioramento degli indici di autonomia finanziaria (adeguamento dei mezzi propri rispetto ai mezzi di terzi), la preparazione alla quotazione, la cessione dell'azienda e la gestione dei passaggi generazionali.

1.4.2 Screening

La seconda coincide con la fase di analisi preliminare delle iniziative pervenute, basata sulle informazioni contenute nell'*executive summary* o nell'*elevator pitch*. L'*executive summary* è un documento che consente al team d'investimento di conoscere i tratti salienti dell'iniziativa, come il team proponente, il business model, il revenue model, il mercato di riferimento, e le i risultati economico-finanziari consuntivi e prospettici.

Nel venture capital una modalità di presentazione preliminare è l'*elevator pitch*, ovvero una brevissima discussione che consenta di mostrare qual è il vantaggio competitivo dell'azienda e di quanti capitali l'iniziativa ha bisogno.

In operazioni di private equity l'*executive summary* deve descrivere sinteticamente aspetti quali la storia dell'azienda, la proprietà ed il management, analisi andamentale dell'azienda e del settore negli ultimi anni con analisi dei competitors e business di riferimento.

1.4.3 Analisi

Con l'analisi, attraverso il *Business Plan* si vuole verificare e definire le condizioni per garantire la sostenibilità economico-finanziaria e di mercato del piano; un obiettivo importante,

soprattutto nelle operazioni di venture dato lo stadio di sviluppo aziendale, è evitare impreviste carenze di cassa che compromettano l'implementazione del piano (a tal fine si effettuano analisi di scenario peggiorative). Si richiede, inoltre, che il progetto abbia un break-even relativamente rapido con una crescita esplosiva dei ricavi. In questa fase si procede ad una prima stima del valore dell'operazione, rifacendosi nel caso di operazioni di venture capital all'utilizzo della metodologia del *venture capital method*³.

In aggiunta al *Business Plan*, per operazioni di private equity si richiedono, tra gli altri: i bilanci storici (almeno gli ultimi tre anni), l'articolazione del fatturato per area geografica, per clienti e per linee di prodotto, la situazione debitoria articolata per trimestre (o mese) e per tipologia di posizione, l'eventuale presenza di debiti scaduti, di natura operativa e finanziaria.

1.4.4 Negoziazione

In questa fase vi è la trattativa e definizione, tra le parti, del prezzo e della struttura dell'operazione. Se ha esito positivo conduce alla firma di una Lettera di Intenti (*Letter of Intent, LoI*), ovvero una sorta di precontratto in cui vengono definiti i più importanti aspetti economici, legali e societari che dovranno essere ripresi e rielaborati in dettaglio nel contratto di investimento.

Tra le soluzioni più frequenti, per ridurre o addirittura eliminare le divergenze sul prezzo da parte dell'investor e dell'imprenditore, vi è l'introduzione di meccanismi di *earn-out*, formula attraverso la quale parte del pagamento del prezzo di acquisto di viene vincolata al verificarsi di determinate condizioni economiche, finanziarie o patrimoniali future e l'*exit ratchet*, una modalità di incentivazione per l'imprenditore che gli permette, in sede di disinvestimento congiunto, di ottenere una parte dei proventi derivanti dalla cessione della partecipazione dell'investitore.

1.4.5 Due diligence da closing

È la verifica, generalmente attraverso il ricorso a consulenti esterni, degli elementi alla base dell'analisi e della valutazione dell'investor. Nelle operazioni di venture capital le attività di due diligence hanno una durata sensibilmente inferiore rispetto a operazioni di private

³ Si veda paragrafo 6.

equity, nelle quali la due diligence ha un'estensione e una profondità significativamente maggiori; ad esempio, nelle startup non ancora costituite, in quanto la loro costituzione avviene in prossimità del closing (prima del quale sono allo stadio di puri progetti), essa è minima.

Di solito, nelle operazioni di private equity ha luogo anche un focus sul valutare l'eventuale sovrastima di elementi dell'attivo e sottostima delle passività, con l'identificazione di eventuali aree di rischio e di potenziali passività, che potrebbero condizionare la capacità reddituale dell'azienda e portare o a una rettifica della valutazione già condivisa, o a modifiche nella struttura dell'operazione o, addirittura, all'abbandono del deal.

1.4.6 Closing

In questa fase le parti sottoscrivono l'Accordo di investimento e i Patti Parasociali e danno esecuzione al contratto (riprendendo gli elementi della Letter of Intent), con l'immissione dei capitali in azienda, l'acquisto della partecipazione da parte dell'investitore e le altre attività previste, come la nomina degli amministratori.

Nelle operazioni di venture capital è frequente la tecnica dello *stage financing*, che consiste nell'apporto di risorse finanziarie in modo graduale e correlato al raggiungimento da parte dell'imprenditore di determinati risultati obiettivo (*milestones*), a cui talvolta è condizionato anche il riconoscimento di meccanismi di incentivazione. Questa tecnica è anche un utile strumento di monitoraggio, in quanto ogni successivo stadio rappresenta un'occasione di verifica ex post della rispondenza dei risultati raggiunti a quelli programmati e consente, inoltre, di selezionare solo gli imprenditori migliori e più confidenti nella propria iniziativa.

1.4.7 Monitoraggio

Nell'ambito di un'operazione di venture capital (e di private equity), il monitoraggio è il complesso di attività finalizzato principalmente all'esame dell'andamento dell'azienda partecipata e alla definizione di azioni atte a favorirne la crescita di valore e a consentire all'investitore la scelta del momento più opportuno per la way-out, per massimizzare il rendimento dell'investimento; ulteriore finalità è la verifica degli adempimenti previsti contrattualmente. Importanza centrale nel monitoraggio è assunta dal reporting, il cui

obiettivo è di mettere a disposizione in modo esaustivo e tempestivo le informazioni sui principali aspetti della gestione secondo contenuti e tempistiche articolati a seconda del destinatario; in particolare, vanno fornite informazioni all'investment manager della SGR che gestisce il fondo che ha effettuato l'investimento.

1.4.8 Disinvestimento

Il disinvestimento consiste nella cessione, totale o parziale, della partecipazione detenuta dall'investitore istituzionale, che in alcuni casi può decidere di mantenere una minima quota di capitale nell'impresa in via più duratura; è il momento in cui si conclude l'operazione ed è una fase estremamente delicata, dal cui esito si realizza un capital gain o una perdita.

La tipologia di way out maggiormente utilizzata (sia per operazioni di venture capital che di private equity) è quella della cessione della partecipazione a operatori industriali, talvolta nell'ambito di operazioni di fusione; essa risulta un'operazione più economica, rapida e semplice rispetto a un'IPO (modalità più frequente nelle operazioni di private equity). Ulteriori modalità sono: trasferimento di quote da un investitore ad un altro, *buy-back*, non previsto per operazioni di venture capital, e *write-off*, che si rende necessario nel caso di fallimento dell'iniziativa imprenditoriale e di perdita durevole di valore della partecipazione.

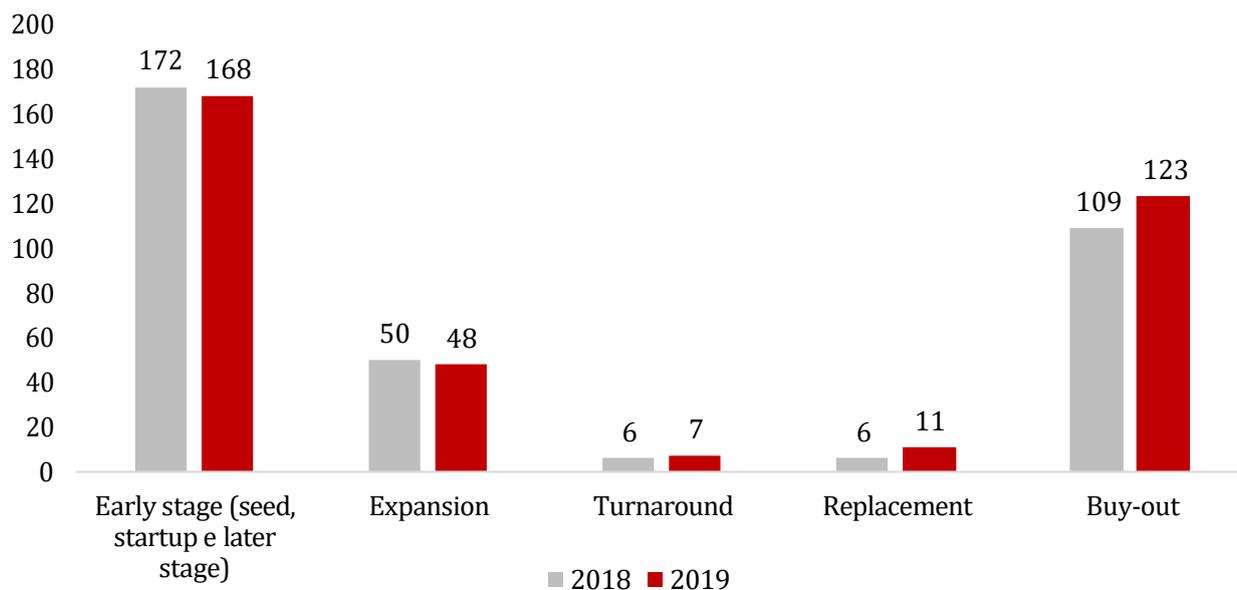
1.4.9 Motivi archiviazione del deal

In generale, le varie cause di archiviazione di un *deal* (che possono anche coesistere) da parte del Fondo si possono tradurre sinteticamente in condizioni che determinano un insoddisfacente rendimento potenziale dell'operazione, o per aspetti legati alle prospettive di sviluppo dell'azienda e del suo business, o per una non agevole dismissione o, infine, per verosimili condizioni di ingovernabilità dei rapporti con l'imprenditore e il management.

Riprendendo lo studio realizzato dall'Associazione Italiana di Private Equity, Venture Capital e Private Debt, in collaborazione con PwC (grafico 4), è possibile osservare come nel 2019 le operazioni siano aumentate complessivamente del 3% circa, con quelle di replacement e turnaround in cima (rispettivamente +83,3% e +16,7%). L'ammontare si è, invece, contratto del 26% circa, con i cali maggiori registrati dalle operazioni di turnaround (-22,6%) ed early

stage (-16,5%); al contrario, un significativo aumento si è avuto relativamente alle operazioni di replacement (+46,6%), le quali, pertanto, hanno visto una crescita non solo del numero, ma anche dell'ammontare degli investimenti stessi.

Grafico 4: Numero di operazioni per tipologia in Italia



Fonte: AIFI, elaborazione propria

2. Metodi di valutazione

2.1 Metodologia DCF

Il metodo *Discounted Cash Flows* è tra i principali metodi di valutazione aziendali utilizzati nella prassi (Anna Gervasoni, Fabio L. Sattin, *Private Equity e Venture Capital. Manuale di investimento nel capitale di rischio*, 2015). Esso è basato sulla determinazione dei flussi di cassa futuri generabili dall'azienda (in un arco temporale generalmente individuato in cinque anni), i quali andranno attualizzati ad un opportuno tasso di sconto. Il valore finale dell'azienda risulterà essere la somma algebrica di tali flussi, di un valore residuo rappresentante gli anni successivi a quelli previsti analiticamente (cd. *Terminal Value*) e della Posizione Finanziaria Netta, la quale sarà sommata se positiva o sottratta se a debito.

$$EqV = \sum_{t=1}^n \frac{UFCF_t}{(1+WACC)^t} + \frac{TV}{(1+WACC)^n} \pm PFN \quad [3.1]$$

Risulta evidente che gli step critici del processo sono due: la determinazione dei flussi di cassa prospettici (Tabella 1) e, successivamente, del tasso di sconto da utilizzare.

Tabella 1: Determinazione dei flussi di cassa

$$\begin{aligned} & EBIT(1-t) = NOPAT \\ & + Depreciations \\ & (Capital Expenditures) \\ & (\Delta Working Capital) \\ & = FCFO \\ & = Unlevered Free Cash Flows \end{aligned}$$

Fonte: elaborazione propria

2.1.1 Determinazione del tasso di sconto

Il tasso di sconto utilizzato all'interno della metodologia DCF è il WACC (*Weighted Average Cost of Capital*): esso è il tasso che misura il costo del capitale per l'impresa, ossia il tasso medio di remunerazione richiesto dai finanziatori. Il WACC è calcolato come segue:

$$\frac{E}{D+E} K_e + K_d (1-t) \frac{D}{D+E} \quad [3.2]$$

$$WACC = \frac{K_e E}{D+E} + \frac{K_d D}{D+E} (1-t)$$

Dove:

- K_e risulta essere il costo dell'equity;
- K_d il costo del debito;
- $E/D+E$ è il peso dell'equity sul totale del capitale investito;
- $D/D+E$ è il peso del debito sul totale del capitale investito;
- t è l'aliquota fiscale.

Esso risulta dunque essere una media ponderata tra il costo dell'equity ed il costo del debito in relazione alla struttura finanziaria dell'azienda.

2.1.2 Costo dell'equity (K_e)

Rappresenta il rendimento richiesto da un investitore per apportare capitale di rischio all'azienda; è calcolato sulla base del Capital Asset Pricing Model:

$$K_e = R_f + \beta(R_m - R_f) \quad [3.3]$$

Dove:

- Per R_f si intende il tasso di interesse risk free presente sul mercato. Nella prassi si utilizza il rendimento offerto da titoli di Stato quinquennali o decennali emessi dal Paese in cui l'impresa opera.
- Per β si intende una misura di sensibilità del valore dell'azienda rispetto a variazioni del mercato di riferimento. È un indicatore tipicamente borsistico e per le società quotate risulta essere facilmente stimabile. Nel mondo del Private Equity tale stima può risultare estremamente difficoltosa: nella prassi, gli operatori utilizzano il β di settore calcolato sulle società quotate operanti nel medesimo settore dell'azienda target.
- $(R_m - R_f)$ = Premio per il rischio: è lo spread da applicare al tasso risk free per rendere attraente l'investimento alternativo. Nelle operazioni di Private Equity esso risulta essere molto più alto rispetto agli investimenti in società quotate, a causa della forte rischiosità dei primi.

2.1.3 Costo del debito (K_d)

Rappresenta il costo effettivo del debito per la società ed è calcolabile come media ponderata dei tassi applicati alle componenti della struttura del debito della società. Nel calcolo del WACC bisogna tener conto del beneficio fiscale relativo al pagamento degli interessi, i quali abbassano il reddito imponibile dell'azienda, riducendo il K_d .

2.1.4 Terminal Value

Nella valutazione dell'azienda non si possono ignorare i flussi successivi all'orizzonte temporale per cui sono state effettuate le stime. È dunque necessario introdurre un valore residuale che sintetizzi la capacità prospettica dell'azienda di generare cash flows in un intervallo futuro non definito: tale valore prende il nome di *Terminal Value*. Nella prassi, esso è calcolato prendendo come riferimento l'ultimo flusso di cassa stimato ed applicandovi la formula della rendita perpetua:

$$TV = \frac{UFCF_n}{(WACC - g)} \quad [3.4]$$

Dove g rappresenta il tasso di sviluppo perpetuo dei flussi di cassa, ossia il tasso di crescita di questi nel lunghissimo periodo.

2.1.5 Posizione Finanziaria Netta

Una volta sommato il Terminal Value agli Unlevered Free Cash Flows attualizzati, si perviene ad una stima del valore economico del capitale investito operativo netto. Per giungere ad una valutazione sul valore economico del capitale di proprietà, è necessario sommare algebricamente al valore ottenuto in precedenza la PFN dell'azienda alla data in cui è effettuata la valutazione. La Posizione Finanziaria Netta è calcolata come differenza tra le disponibilità liquide dell'azienda (cassa e banche attive, crediti finanziari, titoli di pronto smobilizzo) e gli impegni di natura finanziaria (debiti bancari e finanziari, debiti verso fornitori a lungo termine).

2.1.6 Esempio metodo DCF

Tale metodologia è stata applicata per valutare *Frozen spa*⁴: le assunzioni alla base della valuation sono riassunte nella tabella 2.

<i>Data entry</i>	31/03/2020
<i>Cost of debt</i>	6%
<i>Terminal Growth</i>	1%
<i>E /E+D</i>	70%
<i>D/E+D</i>	30%

Tabella 2: Assunzioni di base(elaborazione propria).

Come primo step sono stati identificati gli Unlevered Free Cash Flows, partendo dall'EBITDA, così come presentato nella tabella 3.

⁴ Nome fittizio di una società operante nel settore del frozen food.

Tabella 3: Determinazione dei Discounted Unlevered Free Cash Flow

€/000	2019A	2020B	2021B	2022B	2023B	TV
<i>EBITDA</i>	4,772	4,872	5,458	5,942	6,356	
<i>EBIT</i>	2,039	1,972	2,461	2,850	3,177	
<i>Tax rate</i>		29%	29%	29%	29%	
<i>EBIT (1-t)</i>		1,400	1,748	2,023	2,256	
+ <i>D&A</i>		2,533	2,601	2,658	2,708	
- <i>Work. Cap.</i>		120	(639)	(849)	(794)	
- <i>Capex</i>		(3,000)	(3,000)	(3,000)	(1,500)	
= <i>UFCF</i>		1,053	710	832	2,670	3,059
<i>DUFCF</i>		991	617	616	1,976	31,155

Fonte: elaborazione propria

Per una corretta determinazione dei Discounted Unlevered Free Cash Flows risulta fondamentale il calcolo del WACC secondo la formula [3.2]; esso è stato stimato pari a 8.34%, in virtù dei parametri inseriti nella formula, presentati nella tabella 4.

Tabella 4: WACC components

WACC Components	
β unlevered	0.68
R_f	1.23%
<i>ERP ITA</i>	10.04%
$E/D+E$	70%
$D/D+E$	30%
K_d	6%
t_c	29%
β levered	0.88
K_e	10.09%

Fonte: elaborazione propria

Il beta unlevered impiegato è quello stimato da Damodaran⁵(dal cui sito è stato estrapolato anche l'Equity risk Premium per l'Italia), e presente nella sua banca dati, relativamente al settore del *food processing*, in cui sono incluse anche l'impresе operanti nella produzione di prodotti surgelati. Da questo, tramite la procedura di *relevering*, si ricava il beta levered,

⁵ Dal sito: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

previsto per società che ricorrono anche a capitale di debito.

Il tasso Risk-free utilizzato è quello del BTP a 10 anni, rilevato alla data di valutazione⁶. Tramite questi elementi è stato poi ricavato il costo del capitale presenta nella tabella 3.

Ricorrendo al WACC stimato, ed impiegando la formula [3.4], si è, inoltre, determinato il Terminal Value al 2023, pari a 42,083 milioni di euro.

Sottraendo all'Enterprise Value, ottenuto tramite la procedura fin qui analizzata, la Posizione Finanziaria Netta⁷ si perviene al Equity Value dell'impresa, che ammonta a 32,605 milioni di euro.

Tabella 5: Determinazione Posizione Finanziaria Netta

'000 €	31/03/2020
<i>Disponibilità liquide</i>	(2,500)
<i>Debiti verso banche (entro l'esercizio)</i>	3,250
<i>Obbligazioni (entro l'esercizio)</i>	2,000
<i>Posizione Finanziaria Netta</i>	2,750

Fonte elaborazione propria

2.2 I metodo dei multipli

La valutazione per multipli dell'Enterprise Value (EV), è il modello più utilizzato nell'ambito del private equity.

Il metodo dei multipli di mercato è basato o sul valore di attività comparabili (società quotate appartenenti allo stesso settore dell'azienda oggetto di valutazione) o sul valore di transazioni comparabili (fa riferimento ai valori di negoziazioni riguardanti acquisizioni di partecipazioni in società comparabili all'azienda oggetto di valutazione).

I multipli rappresentano il rapporto tra capitalizzazione e dati di bilancio. I multipli di mercato più utilizzati nell'approccio *asset side* sono:

- EV/Sales: vengono considerati esclusivamente i ricavi netti di vendita, conteggiando il solo fatturato relativo ai beni e ai servizi prodotti.
- EV/EBITDA: *Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*, ovvero "gli utili prima degli interessi, delle imposte, delle svalutazioni e degli ammortamenti"

⁶ Fonte <https://www.rendimentibtp.it/>.

⁷ Si osservi la Tabella 5

- EV/EBIT: *Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*, ovvero "gli utili prima degli interessi e delle imposte"

Moltiplicando il multiplo identificato come più rappresentativo per la valutazione della società con la relativa grandezza economica (sales, EBITDA, EBIT), si ottiene l'EV della società. Per EV si considera la somma del valore del 100% dell'equity più il debito finanziario netto, indicato con il termine di Posizione Finanziaria Netta (PFN).

La PFN comprende esclusivamente gli impegni di natura finanziaria, escludendo i crediti e i debiti di funzionamento. I componenti positivi della PFN sono, invece, cassa, banche attive e titoli di pronto smobilizzo⁸.

Per ottenere l'*Equity Value (EqV)* della società bisogna quindi sottrarre dall'EV la PFN.

$$EqV = EV - PFN \quad [3.5]$$

2.2.1 Esempio metodo multipli

Riproponendo il caso di Frozen spa, si procederà di seguito al calcolo dell'Equity Value, impiegando il metodo dei multipli. Il processo di selezione delle comparabili è una fase fondamentale e va svolto ponendo grande attenzione al settore di appartenenza dell'impresa presa in esame. I *peers* selezionati (tabella 6) consistono in *player* quotati operanti nello stesso settore della società target, quali Conagra e Nomad, i quali hanno dimensioni ben più grandi di Frozen, ed altre più piccole come Apex Frozen Foods e Bonduelle, la quale ha dimensioni intermedie. Pertanto, il presente una eterogeneità sia in termini di capitalizzazione sia in termini geografici.

Il multiplo di riferimento selezionato è l'EV/EBITDA, in quanto il margine lordo è il dato che meglio rappresenta la redditività della società.

Considerate le differenze dimensionali, quelle di posizionamento geografico e l'illiquidità della potenziale partecipazione rispetto ai *peers* selezionati si è ritenuto opportuno scontare il valore mediano del multiplo del 30%. Si noti bene che è stato utilizzato il multiplo al 2019, così come l'EBITDA, in quanto la valutazione fatta al 31 marzo 2020, e quindi ad inizio anno, può essere ragionevolmente condotta ricorrendo a dati consolidati dell'anno precedente.

⁸ Si veda il sottoparagrafo 3.1.5

Tabella 6: Multipli comparabili Frozenspa

	EV/EBITDA
<i>Conagra Brands Inc.</i>	11.72x
<i>Bonduelle SCA</i>	6.64x
<i>NOMAD FOODS LIMITED</i>	11.68x
<i>Apex Frozen Foods Ltd.</i>	10.49x
<i>B&G Foods Inc.</i>	9.85x
<i>Median</i>	10.49x

Fonte: Infront Analytics, elaborazione propria

Seguendo il procedimento presentato nel paragrafo 3.2 si conclude con la determinazione del dell'Equity Value della società, che ammonta a 32,291 milioni di euro⁹.

Tabella 7: Metodo dei multipli

	2019
<i>EBITDA ('000 €)</i>	4,772
<i>Median</i>	10.49x
<i>Discount rate</i>	30%
<i>Discounted Median</i>	7.34x
<i>EV</i>	35,041
<i>Net Debt</i>	2,750
<i>EqV</i>	32,291

Fonte: elaborazione propria

Si denota come i due metodi (DCF e multipli) forniscano valutazioni simili, avvalorando i risultati degli stessi.

2.3 Metodi patrimoniali

Un ulteriore approccio valutativo è quello di tipo patrimoniale: esso si basa sulla valutazione analitica dei singoli elementi dell'attivo e del passivo che compongono il capitale: pertanto, il valore dell'azienda è funzione del suo patrimonio. Si suddivide a sua volta in metodo patrimoniale semplice, che esclude beni immateriali dalla valutazione, e complesso, il quale, invece, li include. Il valore dell'impresa corrisponderà, dunque, al patrimonio netto rettificato (PNR), tenuto conto di plusvalenze e minusvalenze.

Punto di partenza, quindi, è la situazione patrimoniale dell'azienda, mentre il patrimonio netto è

quantificato a valori contabili risultanti dalle scritture e dal bilancio. Ai fini della valutazione dell'azienda, il patrimonio netto contabile (PNC) viene rettificato, adeguando le singole parti, con autonome stime, ai valori correnti:

- Le *attività* vengono valutate per l'importo in denaro che dovrebbe essere pagato se la stessa attività o sua equivalente fosse acquistata al momento attuale, ovvero al presunto valore di realizzo o al costo attuale di riacquisto.
- Le *passività* vengono valutate per l'importo di denaro o suo equivalente non attualizzato che si prevede necessario per estinguere l'obbligazione al momento attuale, ovvero al presunto valore di estinzione.

$$EV=PNR=PNC \pm \text{Rettifiche di Attività e Passività} \quad [3.6]$$

2.4 Il Venture Capital Method

Il Venture Capital Method rappresenta il metodo di valutazione più utilizzato tra gli investitori nel capitale di rischio per un'iniziativa in fase di *early stage*. Esso si basa sulla valutazione dei flussi di cassa, attribuendo preliminarmente un valore finale atteso relativo al momento in cui si prevede si possa realizzare il disinvestimento. Tale valore finale, generalmente individuato tramite l'utilizzo di multipli, viene scontato con un tasso di attualizzazione compreso fra il 30% e il 70%, in funzione del rischio associato al singolo investimento.

Gli investitori utilizzano, poi, il *discounted terminal value* dell'impresa per calcolare la quota percentuale di partecipazione acquisibile, sulla base dei ritorni attesi. La maggior limitazione di tale ragionamento risiede nel fatto che si deve presumere che non vi saranno variazioni del valore percentuale della partecipazione del socio finanziario nel corso del tempo, conseguente ad ulteriori round di finanziamento.

In dettaglio, quattro sono le fasi fondamentali del Venture Capital Method:

1. Si stima il valore dell'impresa al momento in cui si ritiene si realizzerà il capital gain; solitamente si ricorre al metodo dei multipli, per esempio moltiplicando il rapporto P/E per il reddito netto prospettico alla data di disinvestimento, oppure impiegando i multipli $EV/EBITDA$ o $EV/SALES$, sempre per desumere il valore finale.
2. Il valore ottenuto deve essere poi scontato per riportarlo al momento dell'acquisizione della partecipazione, impiegando l'*IRR* atteso. Tale tasso è il rendimento che l'investitore

si aspetta per giustificare il rischio di quell'investimento. In formula:

$$VFA = \frac{VF}{(1 + IRR_u)^t} \quad [3.6]$$

Dove:

[3.7]

- VFA è il valore finale attualizzato;
 - VF è il valore finale (ottenuto tramite i multipli);
 - IRR è l'IRR atteso
 - t è il numero anni entro i quali si prevede avverrà l'exit.
3. A questo punto l'investitore calcola la quota di partecipazione richiesta (*required final percent ownership*) necessaria per raggiungere la performance attesa:

$$QFPR = \frac{I}{VFA}$$

Dove:

- $QFPR$ è la quota finale di partecipazione richiesta;
- I è l'ammontare di capitale che si intende investire.

4. Infine, sulla base delle future diluizioni del capitale della partecipata, viene calcolata la quota corrente di partecipazione richiesta (*required current percent ownership*). La precedente equazione esaurisce il procedimento solo se non intervengono successive diluizioni di capitale, a seguito di ulteriori round di investimento. Tuttavia, è frequente che si verifichino una pluralità di "iniezioni di capitale" nel tempo, modificando la compagine azionaria. È necessario, pertanto, calcolare il *retention ratio*, ovvero il tasso di detenzione della partecipazione, che quantifica proprio la diminuzione della percentuale di partecipazione dell'investitore, dal momento dell'acquisizione a quello del disinvestimento.

$$ID = \frac{\text{Nuova quota partecipativa}}{\text{Vecchia quota partecipativa}} \quad [3.8]$$

Dove ID è l'indice di detenzione.

Generalizzando, la quota corrente necessaria per ottenere il l'IRR atteso sarà:

$$QCPR = \frac{QFPR}{ID} \quad [3.9]$$

Dove $QCPR$ è la quota corrente di partecipazione richiesta.

Una delle principali critiche mosse a tale metodo riguarda l'utilizzo di un tasso di attualizzazione troppo elevato; tuttavia, si tratta di imprese incredibilmente rischiose, dove vi è un'alta probabilità di perdere tutto il capitale investito. Inoltre, considerando l'apporto degli investitori anche nella formulazione di strategie e per l'accesso ad altri canali di finanziamento, si può ragionevolmente intuire come tale tasso comprenda una sorta di "compenso" per ulteriori servizi apportati oltre al capitale.

3. Caso Free Room

3.1 Valutazione Management case

L'azienda presa in esame è una startup innovativa⁹ che opera nel settore *digital travel*, in particolare nel segmento *day use hotel*. Il suo obiettivo è quello di consentire agli hotel di impegnare le proprie camere e i propri servizi anche di giorno, senza rinunciare a tali profitti, dando allo stesso tempo ai clienti la possibilità di affittare camere lussuose, comprese spa ed altri servizi, a prezzi minori, sia per viaggi di lavoro che di piacere. Il revenue model si basa sul transato della società e prevede l'applicazione di una *fee* sul *booking value* del cliente, comprensivo di stanze e servizi aggiuntivi offerti, pari all'8%. Il business model, infine, è di tipo B2B e B2C, in quanto l'impresa offre tale servizio, come prima detto, sia ad altri imprenditori che ai clienti.

Dopo aver preso visione del *Business Plan*, si è proceduto alla valutazione dell'azienda, ricorrendo al Venture Capital Method; due sono state le valutazioni svolte:

1. *Management case*, ovvero la valutazione effettuata dal management, il quale ritiene il *Business Plan* come perfettamente rappresentativo dei risultati prospettici dell'azienda;
2. *Vertis case*, ovvero la valutazione effettuata dall'SGR, la quale provvede a “stressare” le assunzioni alla base del *Business Plan*: nel caso specifico, il piano è stato redatto dalla società prima della diffusione della pandemia da Covid-19 e, quindi, i primi anni di piano sono stati oggetto di un “stress” maggiore.

Entrambe le valutazioni sono state realizzate ponendo come data di entry il 30/06/2020 e come data di exit il 31/03/2024; considerato il periodo storico, si è ritenuto opportuno effettuare le valutazioni ricorrendo ad un IRR del 35%. Tale valore è stato maggiorato del 5% rispetto al periodo pre-Covid, al fine di rappresentare il maggiore rischio derivante da investimenti in iniziative attive nel cluster di mercato di Free Room, con lo stesso stadio di vita. Ambedue le valutazioni, inoltre, non possono prescindere dal calcolo del multiplo di riferimento: in questo caso è stato scelto l'EV/EBITDA, in quanto il margine operativo lordo rappresenta nel caso specifico il dato che esprime al meglio la redditività dell'azienda.

Il calcolo del multiplo è stato effettuato scegliendo una serie di società comparabili, operanti

⁹ Il cui nome fittizio sarà Free Room

nel mercato del *digital travel*, per poi estrapolare il multiplo mediano al 2020 (tabella 2).

Tabella 8: Multipli di mercato delle società comparabili

	NTM	2020 (e)	2021 (e)	2022 (e)
<i>Trip.com Group Ltd.</i>	41.49	N/M	16.75	12.57
<i>Expedia Group, Inc.</i>	14.78	76.78	7.55	5.12
<i>Booking Holding Inc.</i>	25.33	55.34	15.40	11.24
<i>Trivago N.V.</i>	31.38	4.46	N/M	N/M
<i>MakeMyTrip Ltd.</i>	N/M	N/M	82.50	N/A
<i>eDreams ODIGEO SA</i>	3.76	3.79	3.64	N/A
<i>Voyageurs du Monde SA</i>	N/M	N/M	7.17	3.60
<i>Peer median</i>	25.33	29.90	11.48	8.18

Fonte: Infront Analytics, elaborazione propria

Tuttavia, è stato riscontrato che il multiplo mediano atteso per il 2020 è fortemente condizionato dalla situazione attuale dei mercati: infatti, confrontandolo con l'andamento storico dello stesso (grafico 5), si denota come sia assolutamente inverosimile un valore di 29.90 (fonte Infront Analytics). Per tale motivo si è ritenuto opportuno ai fini dell'individuazione del multiplo EV/EBITDA, analizzare l'andamento degli ultimi 5 anni. Da tale analisi è emerso che il multiplo tenda a ridursi negli anni, con dati nell'ultimo biennio (2019-2018) molto vicini tra loro. Si è ritenuto, quindi, che potesse essere un valore attendibile, il valore medio dell'ultimo biennio pari a 12,44x, valore non troppo lontano anche dal multiplo 2021(e).

Considerate le differenze dimensionali, di posizionamento geografico e, ovviamente, l'illiquidità della potenziale partecipazione rispetto ai *peers* selezionati, si è ritenuto ragionevole scontare il multiplo con un tasso del 40%, valore maggiorato del 10% rispetto allo sconto *standard*, per tenere conto dell'incertezza e le difficoltà del mercato del *digital travel* dovute all'attuale pandemia da covid-19. Pertanto, il valore finale del multiplo si attesta a 7.46x.

Ipotizzando la data di *exit* al 30/03/2024, il dato ai fini della valutazione è l'EBITDA 2023, pari a 5.279 milioni di euro. Per determinare l'EV della società al momento dell'*exit* si

moltiplica il multiplo scontato per l'EBITDA 2023. Questo valore, sottratta la PFN (7.041 milioni), è stato poi scontato utilizzando l'IRR, restituendo un valore *post-money* della *startup* pari a 10.492 milioni di euro. Esso corrisponde ad una *pre-money* valuation di 6.492 milioni, posto un investimento da parte del Fondo di 4 milioni di euro. La quota acquisita dall'SGR sarebbe pari, secondo questa valutazione, al 38% del capitale.

La figura 1 mostra come l'Equity Value calcolato secondo la prospettiva del management cambia al variare dell'IRR obiettivo e dell'EBITDA alla data di *exit*.

Grafico 5: EV/EBITDA mediano storico delle società comparabili



Fonte: Infront Analytics, elaborazione propria

Figura 1: Sensitivity Analysis sull'Equity Value, Management Case

IRR	EBITDA EOP '000						
	3,959 €	5,279 €	6,599 €	7,919 €	9,239 €	10,559 €	11,086 €
5,743 €	10,006 €	14,269 €	18,532 €	22,796 €	27,059 €	28,764 €	
4,409 €	8,089 €	11,768 €	15,448 €	19,128 €	22,807 €	24,279 €	
3,829 €	7,254 €	10,680 €	14,106 €	17,532 €	20,957 €	22,328 €	
3,298 €	6,492 €	9,686 €	12,879 €	16,073 €	19,266 €	20,544 €	
2,813 €	5,794 €	8,775 €	11,756 €	14,737 €	17,718 €	18,910 €	
2,367 €	5,153 €	7,939 €	10,725 €	13,512 €	16,298 €	17,412 €	
1,581 €	4,024 €	6,466 €	8,908 €	11,351 €	13,793 €	14,770 €	

Fonte: elaborazione propria

3.2 Valutazione Vertis Case

Come precedentemente affermato, si è proceduto ad uno *stress test* del *Business Plan* redatto dal *management* di Free Room tenendo anche conto del fatto che il piano è stato redatto prima dell'impatto del Covid-19.

Uno dei principali *driver* della crescita prospettica dei ricavi è il numero di *partnership* attive nel corso degli anni, ossia il numero di accordi commerciali con strutture ricettive prenotabili attraverso la piattaforma. Il *Business Plan* ipotizza un aumento esponenziale di queste a partire dal 2020, in particolare per i segmenti small e medium, principalmente utilizzati per soggiorni lavorativi e di piacere. Il *lockdown* e le successive restrizioni agli spostamenti, uniti allo *smart working* ed ai *meeting* virtuali, suggeriscono un ridimensionamento dei numeri ipotizzabili pre-Covid. A tal proposito le stime del *management* su ambo i settori sono state ridotte del 20%, in conformità con i cali rilevati nel settore *travelling*. Conseguentemente, anche le stime per gli anni successivi sono state riviste al ribasso, utilizzando tassi di sconto dapprima meno impattanti, ma via via crescenti, incorporando in tal modo l'incertezza intrinseca di un investimento a lungo termine (grafico 6).

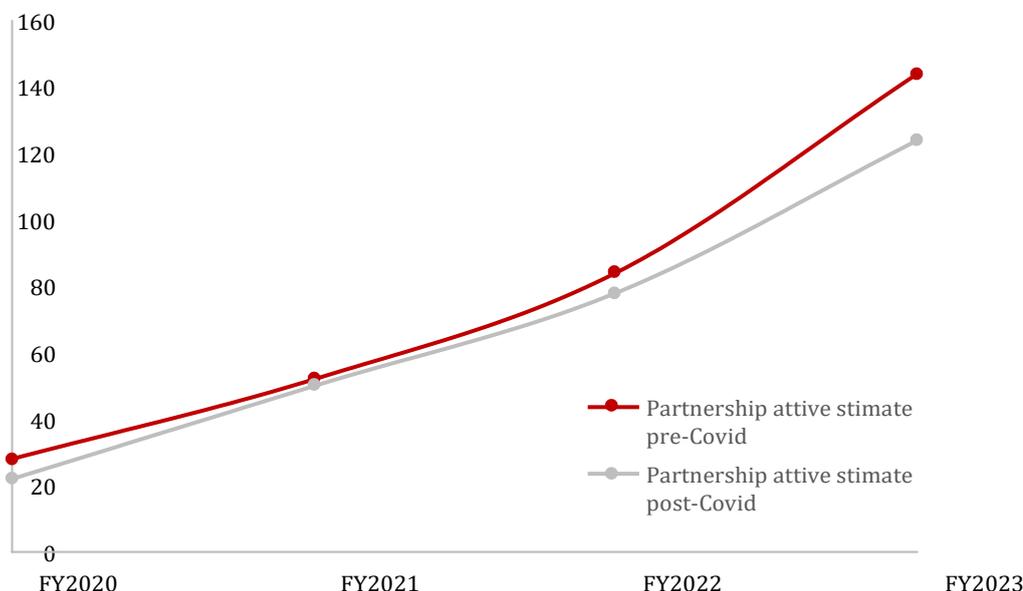
Free Room percepisce una *fee* pari all'8% del valore della prenotazione dai partner per i clienti che prenotano mediante la piattaforma. Nel *Business Plan* il valore medio della prenotazione è stimato e ritenuto costante nel tempo; tuttavia, è stato ritenuto irrealistico non considerare un calo di tale valor medio alla luce della recessione generata dalla pandemia, che potrebbe indurre le strutture ricettive a proporre prezzi più bassa, al fine di attrarre segmenti di clienti con minori possibilità di spesa. Per questo motivo la stima presente nel *Business Plan* è stata ridotta del 2%, ipotizzando un calo sostanzioso nelle fasi iniziali ed un progressivo riallineamento dei prezzi ai livelli pre-Covid.

Altra assunzione che si è ritenuto opportuno rettificare è quella relativa al picco mensile di prenotazioni, il quale è un valore medio dei picchi di prenotazioni previsti per tutta la durata del *Business Plan*. Le stime originarie sono state scontate del 5% per tener fede alle ipotesi relative al calo delle prenotazioni previsto a causa delle conseguenze del *lockdown*.

La crescita futura di Free Room dipende sì dalla capacità della società di attrarre nuovi clienti, ma non può prescindere dalla fidelizzazione degli utenti che fruiscono per la prima volta della piattaforma. Per valutare tali aspetti si prendono in considerazione due valori: il cd. *Churn Rate*, inteso come tasso di abbandono dei clienti che hanno utilizzato la piattaforma nell'anno

precedente, ed il cd. *Repeat Rate*, ossia il tasso di nuovi clienti registrati nell'anno precedente che hanno fruito della piattaforma anche in quello corrente.

Grafico 6: Partnership attive complessive stimate



Fonte: elaborazione propria

Per quanto concerne il mercato italiano, il *management* ha ritenuto tali tassi come costanti nel corso degli anni, mentre è stato ritenuto opportuno ipotizzare uno scenario peggiorativo per quanto riguarda il 2020, portando il Churn Rate dal 15.2% ipotizzato ad un più severo 18.2% ed il Repeat Rate dal 37,6% al 35.2%, avendo supposto uno scenario di limitazione degli spostamenti per l'anno in questione. Negli anni successivi è stato ritenuto ragionevole riportare tali tassi ai livelli attesi dal *management*, in quanto ritenuti coerenti con le previsioni sul settore e considerando che la mobilità in territorio nazionale non risulterà più intaccata da scenari pandemici.

Per quanto concerne, invece, il mercato estero sono state fatte considerazioni più forti, ritenendo che la mobilità internazionale potrebbe risultare ridotta anche nel prossimo futuro, in parte per le modificate abitudini dei consumatori, in parte per una possibile diffidenza degli utenti a frequenti spostamenti esteri, come emerso da alcuni recenti sondaggi.

Per l'anno 2020 il *Churn Rate* è stato portato al 75%, rispetto al 65% ipotizzato da Free Room, mentre il *Repeat Rate* è stato abbassato al 30%, contro il 35% previsto nel *Business Plan*. In coerenza con il progetto di internazionalizzazione del *management* ritenuto plausibile, il *Churn Rate* è stato abbassato del 5% annuo, mentre il *Repeat Rate* è stato supposto stabile sul livello

2020 anche per l'anno successivo, prima di crescere del 5% annuo negli anni successivi.

Alla luce delle considerazioni fatte e delle modifiche apportate alle stime del management l'EBITDA al 2023 di Free Room risulterebbe pari a 4.027 milioni di euro, con una PFN stimata a 4.591milioni. Ripetendo il procedimento di calcolo effettuato nel *management case* si perviene ad una valutazione *pre-money* di Free Room pari a 4.256 milioni, posto l'investimento iniziale di 4 milioni. La quota acquisita dalla SGR risulterebbe così pari al 48%.

Nel caso in esame gli effetti della pandemia da Covid-19 sul settore *travel* potrebbero impattare negativamente sulla redditività della società, facendo dunque emergere divergenze non trascurabili tra le parti in sede di valutazione. Tali discrepanze potrebbero essere limiate in fase di negoziazione con l'inserimento di alcune delle clausole menzionate nel paragrafo dedicato a tale fase del processo d'investimento.

La differenza di valutazione tra Vertis e management, tuttavia, unita all'eventuale quota di partecipazione in caso di entry (48%), rende sconsigliabile l'ingresso in società da parte della SGR, sia per l'incertezza legata al mercato in cui opera Free Room, sia perché l'importo di 4 milioni di euro potrebbe essere non sufficiente a raggiungere gli obiettivi del piano. Inoltre, in caso di *follow-on* (round successivi), i *founders* andrebbero a diluire ulteriormente la propria quota di possesso, innescando potenziali problemi di *commitment* dei soci operativi.

Figura 2: Sensitivity Analysis sull'Equity Value, Vertis Case

		EBITDA EOP '000						
		4,027 €	5,034 €	6,041 €	7,047 €	8,054 €	8,457 €	
IRR	25%	3,769 €	7,021 €	10,273 €	13,525 €	16,777 €	20,029 €	21,330 €
	30%	2,705 €	5,512 €	8,319 €	11,126 €	13,933 €	16,740 €	17,862 €
	33%	2,243 €	4,856 €	7,469 €	10,082 €	12,695 €	15,309 €	16,354 €
	35%	1,820 €	4,256 €	6,692 €	9,128 €	11,564 €	14,000 €	14,975 €
	38%	1,433 €	3,706 €	5,980 €	8,254 €	10,528 €	12,802 €	13,712 €
	40%	1,077 €	3,203 €	5,328 €	7,453 €	9,578 €	11,704 €	12,554 €
	45%	451 €	2,314 €	4,177 €	6,040 €	7,903 €	9,766 €	10,511 €

Fonte: elaborazione propria

Va sottolineato che, oltre alla valutazione quantitativa effettuata nello studio, un peso rilevante nel processo lo avrà anche l'analisi qualitativa effettuata dalla SGR riguardo le competenze del *team*, del *business model*, del *revenue model* e delle prospettive di crescita e di *exit* relative al

mercato in cui opera l'azienda. Le correzioni al *Business Plan* nel Vertis Case sono frutto di considerazioni legate all'andamento macroeconomico dell'ultimo periodo, le quali verranno approfondite nel successivo capitolo¹¹.

La figura 2 illustra come l'Equity Value di Free Room si modifica al variare dei principali driver di riferimento, quali l'IRR target e l'EBITDA al 2023.

Infine, si presenta di seguito il confronto tra i risultati delle due metodologie impiegate nella tabella 9.

Tabella 9: Management Case vs Vertis Case

Dati in '000 €	Management	Vertis
<i>EBIT 2023</i>	5,279€	4,027€
<i>Multiplo pre-sconto</i>	12.44x	12.44x
<i>Sconto</i>	40%	40%
<i>Multiplo post sconto</i>	7.46x	7.46x
<i>Enterprise Value</i>	39,404€	30,058€
<i>PFN 2023</i>	7,041€	4,591€
<i>Exit Value</i>	32,363€	25,466€
<i>Time to entry</i>	30/06/2020	30/06/2020
<i>Time to exit</i>	31/03/2024	31/03/2024
<i>Discount rate (IRR)</i>	35%	35%
<i>Ammontare Investito in AuCap</i>	4,000€	4,000€
<i>Valutazione Post-Money</i>	10,492€	8,256€
<i>Valutazione Pre-Money</i>	6,492€	4,256€
<i>% azionaria Soci Investitori</i>	38%	48%
<i>% azionaria Soci Attuali</i>	62%	52%

Fonte: elaborazione propria

4. Impatti del Covid-19

4.1 Impatto sulla valutazione d'azienda

La recente pandemia ha provocato uno shock sull'economia reale e non, su due fronti: sia sul lato della domanda che su quello dell'offerta. La crisi ha colpito la maggior parte dei settori, ad esclusione di quelli dell'e-commerce e del farmaceutico, che hanno addirittura fatto registrare una crescita dei volumi di vendita, e di altri più resilienti. Anche il mondo del Private Equity e del Venture Capital, pur essendo mercati tipicamente non liquidi, hanno dovuto adattarsi ai nuovi standard di valutazione imposti dalla situazione dovuta al virus.

Procedendo con l'analisi dei cambiamenti nelle metriche di valutazione, Duff&Phelps ha notato come l'*Equity Risk Premium* (ERP), usato per il calcolo del WACC, si sia dovuto adattare al nuovo contesto, caratterizzato da maggiore rischiosità (Duff&Phelps, *Impatto del Covid-19 sulla Valutazione Aziendale in Italia*, 14 aprile 2020). Infatti, consiglia di aumentare l'ERP italiano di mezzo punto percentuale, rispetto alle stime precedenti, passando dal 5.0% ad un minimo del 5.5%. Tale modifica comporta un maggior WACC, ossia un maggior costo del capitale, cosa che per definizione si riflette in una riduzione dell'EV e della valutazione nel suo complesso.

L'incertezza dei mercati si manifesta anche sul costo del debito, questo perché nella prassi è usuale utilizzare come valore di riferimento il tasso d'interesse del bond dello stato in cui la società target opera. In particolare, il risk free italiano, caratterizzato da elevata volatilità nel mese di marzo, che si è poi stabilizzato successivamente ad un valore del 2.50%. Nonostante questo valore, però, è prevedibile un periodo caratterizzato da variazioni frequenti di questo dato, legate all'incertezza del decorso del virus. Per questo motivo, Duff&Phelps suggerisce di utilizzare un valore pari al 2%, per ovviare alle variazioni dovute alle fluttuazioni del mercato.

Malgrado le garanzie statali volte a salvaguardare il tessuto imprenditoriale italiano, le politiche principali delle imprese, soprattutto delle piccole e medie, incentivano un aumento del debito. Tale aumento implica due effetti principali: aumento del tasso di default, favorito anche dal calo dei ricavi, ed un peggioramento della posizione finanziaria netta. Entrambi gli effetti provocano una diminuzione della valutazione aziendale, rispecchiabile in un aumento dell'IRR target.

Duff&Phelps, d'accordo con ilSole24Ore, sottolinea come l'EBITDA mediano dei principali settori produttivi italiani, sia diminuito a causa del calo dei ricavi; in particolare il multiplo è calato del 15% negli ultimi dodici mesi.

È necessario però fare una digressione su tutte le operazioni di Private Equity e di Venture Capital in fase di valutazione. Per queste, nei *Business Plan* non sono stati introdotti scenari del genere; pertanto, le società sono attualmente impegnate nella revisione, quasi totale (costi per sicurezza e aggiornamento, ricavi, supply chain), dei dati forniti dalle aziende target. Tali manovre, hanno allungato i tempi destinati alla valuation delle aziende. Le difficoltà si estendono anche alle aziende già nei portafogli dei fondi di private equity, ponendoli dinanzi ad una scelta per le iniziative sui cui il Covid-19 ha avuto maggiore impatto: ricapitalizzare le partecipate, o procedere ad un write-off della partecipazione.

Come menzionato ad inizio paragrafo, c'è però da fare un appunto sui settori definiti resilienti, ovvero quei settori che non hanno fatto registrare decrementi nel fatturato in seguito al Covid-19, ma anzi, ha segnato un aumento delle vendite (si menziona che il Nasdaq ha raggiunto i massimi storici dopo il calo di metà febbraio). Infatti, la pandemia potrebbe aver accelerato il processo di selezione dei settori prospetticamente più redditizi; è il caso di Food Products, Telco ed Utilities, che hanno comunque fatto registrare una cassa costante, o invariata, e questo è un parametro fondamentale nelle operazioni di private equity. Per questi settori, con l'aggiunta dell'Healthcare, si è registrato un minor aumento dello spread to maturity, dal 2% al 3.5%, rispetto a settori, come Hotel, Real Estate e Business Service, che hanno registrato un aumento del 7.7%.

4.2 Impatto sul mercato

Già prima della pandemia, gli analisti prevedevano nel 2020 un calo del fundraising, data la natura ciclica del settore (PitchBook, *Private equity fundraising totals sure to tumble due to the coronavirus*, 31 marzo 2020), sebbene il Covid-19 abbia certamente amplificato le dimensioni della riduzione.

I dati dell'osservatorio ScaleIT confermano tali sensazioni (Wall Street Italia, *Venture Capital: mercato italiano in flessione del 23% a causa del Covid*, 2 luglio 2020): il calo è stato più marcato nel primo trimestre con un taglio del 33% (86 milioni di euro vs i 127 milioni del Q1 2019), mentre nel secondo trimestre il calo si è ridotto del 17% (153 milioni di euro contro 185 milioni del Q2 2019). Tuttavia, come rivela l'Osservatorio, considerando l'impatto che la crisi da Covid-19 ha avuto sull'economia e sulla società a livello globale, la flessione al momento appare piuttosto contenuta.

L'Osservatorio ScaleIT ha evidenziato tra l'altro che nei primi 6 mesi del 2020, i dati dei round

partecipati da investitori internazionali mostrano una riduzione degli investimenti del 23%, quindi maggiore rispetto al calo del mercato nei primi 6 mesi del 2019, passando da 109 milioni di euro -Q2 2019) ai 74 milioni (Q1-Q2 2020).

Passando all'analisi del contributo dei round più importanti sul totale del mercato si è registrato un calo anche in questo caso del 32%, ovvero maggiore del mercato e, tra questi top deal, spicca il round da 45 milioni di euro su Banca Idea, partecipato tra gli altri da 360 Capital Partners, Gruppo Sella, Generali e Micheli & Associati.

Altri deal significativi sono il Serie C da 25 milioni di euro su Milkman sempre con 360 Capital Partners, P101, Vertis e Poste Italiane ed il round da 16 milioni di euro sulla biotech Genespire da parte di Sofinnova. Sul fronte europeo si segnala, inoltre, come l'acquisizione di Willis Tower Watson da parte di AON abbia contribuito a mitigare i valori di mercato del settore. È importante sottolineare che operazioni del genere erano state avviate prima del Covid-19 e, pertanto, si prospettano ulteriori mesi di stagnazione.

Lo stop del mercato e il cambiamento delle metriche di valutazione, come affermato nel framework dell'IPEV Board, *Special Valuation Guidance* (31 marzo 2020), ha posto i fondi del settore in due differenti posizioni, a seconda delle posizioni in cui si trovano¹⁰:

1. Coloro che sono nell'investment period possono trovare buone opportunità sul mercato, favorite dall'esigenza di liquidità delle aziende, le quali necessitano di capitali;
2. Coloro che sono nell'holding period fronteggiano, invece, un periodo di difficoltà causato dalla necessità di tutelare le proprie partecipate, sia in termini economici che gestionali. Il problema principale, però, consiste nel valutare e prevedere i futuri scenari relativi alla pandemia. È ancora incerto quale sarà l'andamento epidemiologico, e questa aleatorietà non potrà non impattare sulle dinamiche economiche e di mercato.

^{10 12} Siano essi fondi di grandi o piccole dimensioni.

5. Conclusioni

In questo *paper* si riscontra come la pandemia da Covid-19 abbia impattato considerevolmente sulla valutazione *pre-money* di una *startup*, in quanto i dati utilizzati nelle principali metodologie di valutazione evidenziano attualmente una maggiore severità rispetto ai valori pre covid-19.

Anche le stesse società *target* sono attualmente impegnate in una revisione dei loro *Business Plan*, che prevede generalmente un allungamento temporale per il raggiungimento dei propri obiettivi e molto spesso la necessità di maggiore iniezione di capitali, al fine di fronteggiare la crisi di liquidità derivante dall'attuale crisi.

Il caso pratico analizzato evidenzia come alcuni settori, tra i quali quello del *digital travel*, siano stati negativamente impattati dai recenti avvenimenti collegati alla pandemia e particolarmente esposti ai futuri scenari macroeconomici, con un conseguente effetto sulla loro valutazione.

Infine, un'indagine effettuata da Duff&Phelps, ha indicato che la pandemia da covid-19, ha colpito la maggior parte dei settori, ma allo stesso tempo ha offerto delle opportunità d'investimento in iniziative operative in settori che hanno registrato una consistente crescita del proprio volume d'affari in questo periodo storico e che probabilmente continueranno in questo *trend* di crescita, come ad esempio le aziende operative nel settore dell'*e-commerce* o quelle collegate alla fornitura di servizi connessi allo *smart working*.

Bibliografia

AIFI, PwC, 23 marzo 2020, *Analisi sul mercato italiano del capitale di rischio*.

Daniele Balducci, 2006, *La valutazione d'impresa*, Edizioni FAG Milano.

Duff&Phelps, 14 aprile 2020, "Impatto del Covid-19 sulla Valutazione Aziendale in Italia".

Anna Gervasoni, Fabio L. Sattin, 2015, *Private Equity e Venture Capital. Manuale di investimento nel capitale di rischio*, Guerini Next.

PitchBook, 31 marzo 2020, "Private equity fundraising totals sure to tumble due to the coronavirus".

IPEV Board, 31 marzo 2020, *Special Valuation Guidance*.

Alfonso Riccardi, 2017, *Corporate & Investment banking*, Franco Angeli Edizioni.

Wall Street Italia, 2 luglio 2020, "Venture Capital: mercato italiano in flessione del 23% a causa del Covid".

Sitografia

www.borsaitaliana.it

www.wallstreetitalia.com

www.damodaran.com

www.rendimentibtp.it