

## Leveraged Buyout: Ipotesi di Acquisizione di una Mid Cap Italiana

-	Presentazione	pag. 5
<b>1.</b>	<b>Il mercato M&amp;A in Italia</b>	<b>7</b>
<b>2.</b>	<b>La valutazione di Piaggio &amp; C. S.p.A.</b>	
2.1	Metodologie di valutazione	12
2.2	Overview del Gruppo Piaggio	29
2.3	Il vantaggio competitivo del Gruppo Piaggio	34
2.4	La valutazione di Piaggio & C. S.p.A.	38
	2.4.1 <i>Calcolo del costo medio ponderato del capitale (WACC)</i>	
	2.4.2 <i>La valutazione mediante la metodologia DCF</i>	
	2.4.3 <i>La valutazione mediante l'utilizzo di società comparabili</i>	
2.5	Conclusione	53
2.6	Rischi insiti nella valutazione	54
<b>3.</b>	<b>Leveraged Buyout: Ipotesi di acquisizione di una Mid Cap Italiana</b>	
3.1	Elementi di successo di un'operazione LBO	58
	3.1.1 <i>Il mix di finanziamento</i>	
	3.1.2 <i>Il grado di leva finanziaria</i>	
	3.1.3 <i>La crescita dell'EBITDA</i>	
	3.1.4 <i>La crescita dei multipli di valutazione</i>	
3.2	Utilità del modello LBO	64
3.3	Ipotesi di acquisizione di Piaggio & C. S.p.A.	67
	3.3.1 <i>Scenario di finanziamento 1</i>	
	3.3.2 <i>Scenario di finanziamento 2</i>	
	3.3.3 <i>Scenario di finanziamento 3</i>	
	3.3.4 <i>Ipotesi di variazione del costo del debito</i>	
3.4	Conclusione	105
-	Appendice	107
-	Bibliografia	123

## Presentazione

Il *leveraged buyout (LBO)* consiste nell'acquisire una società tramite una struttura di capitale costituita prevalentemente da debito. Il proposito di questa tesi è di analizzare la fattibilità finanziaria di una simile operazione eseguita su una società italiana a media capitalizzazione. Nella tesi viene ipotizzato che l'operazione *LBO* venga effettuata da un fondo di *private equity*, che detiene la società per un orizzonte temporale compreso tra 4 e 6 anni, e che successivamente disinveste tramite quotazione in borsa o vendita a un investitore strategico o finanziario. L'analisi di fattibilità, effettuata mediante un modello finanziario sviluppato tramite il software Excel, consiste nell'ipotizzare scenari di finanziamento e di evoluzione, nel verificare che la società sia capace di sostenerli e nel calcolare i ritorni che l'operazione genera.

Il primo capitolo si focalizza sull'andamento del mercato delle fusioni e acquisizioni in Italia. I dati presi in esame mostrano che il 2007 è stato un anno particolarmente favorevole per il mercato italiano, con operazioni chiuse per un controvalore di 148 miliardi di euro, superando nettamente il precedente record di 135 miliardi di euro del 1999. Il 2007 si è rivelato un anno particolarmente positivo anche per le quotazioni in borsa; sono stati infatti 31 i collocamenti sulla Borsa Italiana.

Nel secondo capitolo viene valutata Piaggio & C. S.p.A. mediante la metodologia di attualizzazione dei flussi di cassa e tramite i multipli di borsa di società comparabili. Questi metodi sono stati scelti in quanto i più utilizzati dagli analisti di ricerca delle banche d'affari, che monitorano l'andamento delle società quotate in borsa e rappresentano quindi un punto di riferimento costante per gli investitori in azioni. In base a questo approccio, il valore del capitale proprio del Gruppo Piaggio viene collocato tra €1.302m ed €1.446m, per un premio compreso tra il 7,7% ed il 17,5% sulla quotazione media di mercato del semestre precedente la valutazione.

Nel terzo capitolo vengono ipotizzati tre scenari di finanziamento funzionali all'acquisizione di Piaggio & C. S.p.A. La prima struttura finanziaria ipotizzata è composta per il 49,5% da capitale proprio, per il 44,6% da debito garantito e per il restante 5,9% da debito mezzanino. Pur non rientrando nei canoni prescritti dalla teoria in tema di *LBO*, questo primo scenario mostra che l'operazione è in grado di generare ritorni significativi pur in presenza di una leva

finanziaria non elevata. Il secondo scenario prevede l'impegno di capitale proprio per il 34,2% della struttura finanziaria, di debito garantito per il 52,4%, di debito subordinato per il 5,9% e di mezzanino per il restante 7,4%. La terza struttura finanziaria ipotizzata è infine composta da capitale proprio per il 23,9%, da debito garantito per il 52,4%, da debito subordinato per il 5,9%, da debito ad alto rendimento per l'8,9% e da una fonte ibrida (*Payment in Kind - PIK*) per l'8,9%. Quest'ultima è una fonte a lungo termine assimilabile al debito, che genera un interesse che non corrisponde a un flusso di cassa negativo ma che bensì viene capitalizzato anno dopo anno aumentandone la quota capitale.

L'analisi di fattibilità mostra come Piaggio & C. S.p.A. sia un *target* idoneo per una potenziale operazione di *leveraged buyout*. La società presenta infatti un livello di indebitamento ridotto ed una elevata capacità di generare flussi di cassa a servizio del debito.

I ritorni dell'operazione *LBO* sono pienamente in linea con quelli prescritti dalla teoria finanziaria, collocandosi in un *range* compreso tra il 15,4% ed il 31,2% annuo a seconda dello scenario ipotizzato. Questo non deve tuttavia far ritenere l'operazione priva di rischio. Il *leveraged buyout* resta infatti un'operazione estremamente rischiosa, la cui fonte di rischio è rappresentata prevalentemente dal costo del debito. Ci conforta in questo senso l'analisi di sensibilità al costo del debito svolta in questo capitolo. In ogni scenario di evoluzione ipotizzato, la variazione del rendimento conseguente ad un aumento del tasso base non risulta infatti significativa. In nessuno degli scenari ipotizzati, inoltre, il rendimento si riduce al di sotto della soglia considerata minima dalla teoria finanziaria per operazioni *LBO*, pari al 15,0%. Di conforto all'operazione è inoltre il ridotto orizzonte temporale preso a riferimento da parte dei fondi di *private equity*, solitamente compreso tra 4 e 6 anni, che limita l'esposizione ad altri rischi di natura esogena come potrebbe essere il mutamento imprevisto dello scenario energetico o macroeconomico di fondo.

Con le dovute cautele quindi, in qualità di ipotetico gestore di un fondo di *private equity* o di suo consulente, riterrei che l'operazione di *leveraged buyout* su Piaggio & C. S.p.A. dovrebbe essere perseguita.