



La valutazione delle startup

Webinar AIFI - Invitalia: La valutazione delle startup

Giugno 2024

Agenda

- 1** L'importanza della valutazione per imprese in Start up
- 2** Principi della valutazione d'azienda
- 3** Metodi di valutazione per imprese in Start up

Perché è importante la valutazione per le imprese in Start up?

Finalità della valutazione

● Finanziamento

- Raccolta di capitale di rischio da fondi venture capital o private equity
- Raccolta di capitale di debito dalle banche
- Offerta Pubblica Iniziale (IPO)

● M&A/Alleanze commerciali e strategiche

- Trade sale
- Acquisizioni / Cessioni
- Management Buy Out ("MBO")
- Joint-Ventures

● Strategia

- Decisioni di sviluppo strategico
- Analisi dei risultati degli investimenti in R&D

● Key Employees Retention

- Piani di incentivazione per i dipendenti (eg. Employee Stock Ownership Plan)

● Contratti di licenza

- Vendita di brevetti / diritti di tecnologie ad un'altra azienda

● Fiscalità/Contabilità

- Riorganizzazione fiscale (eg. trasferimenti transnazionali)
- Conferimenti in natura



Stakeholders coinvolti



Principi della valutazione d'azienda

Prezzo e valore non sono sinonimi

“

Il prezzo è ciò che paghi, il valore ciò che ottieni.

”

(Warren Buffet)



La differenza tra prezzo e valore



Valore soggettivo per il venditore

È funzione di:

- reddito connesso alla cessione;
- eventuali ulteriori vantaggi che il venditore può perdere/acquisire a seguito della cessione;
- bisogno e convenienza a cedere.



Valore soggettivo per l'acquirente

È funzione di:

- capacità prospettica dell'azienda di remunerare il capitale investito;
- caratteristiche e potenzialità dell'acquirente (e.g. sinergie, costo del capitale, ottimizzazioni fiscali);
- interesse/necessità all'acquisto.



Fair Market Value

È il valore che prescinde dai fattori soggettivi legati alle parti interessate (e.g. potere negoziale e sinergie potenziali).

Prezzo

È il risultato di un processo negoziale in cui i valori, oggettivi e soggettivi, costituiscono unicamente i termini di riferimento e sul quale agiscono fenomeni contingenti in relazione a:

- caratteristiche della domanda e dell'offerta;
- motivazioni dei soggetti interessati;
- forza contrattuale delle parti;
- struttura dell'operazione e modalità di realizzazione della stessa.

Enterprise Value e Equity Value

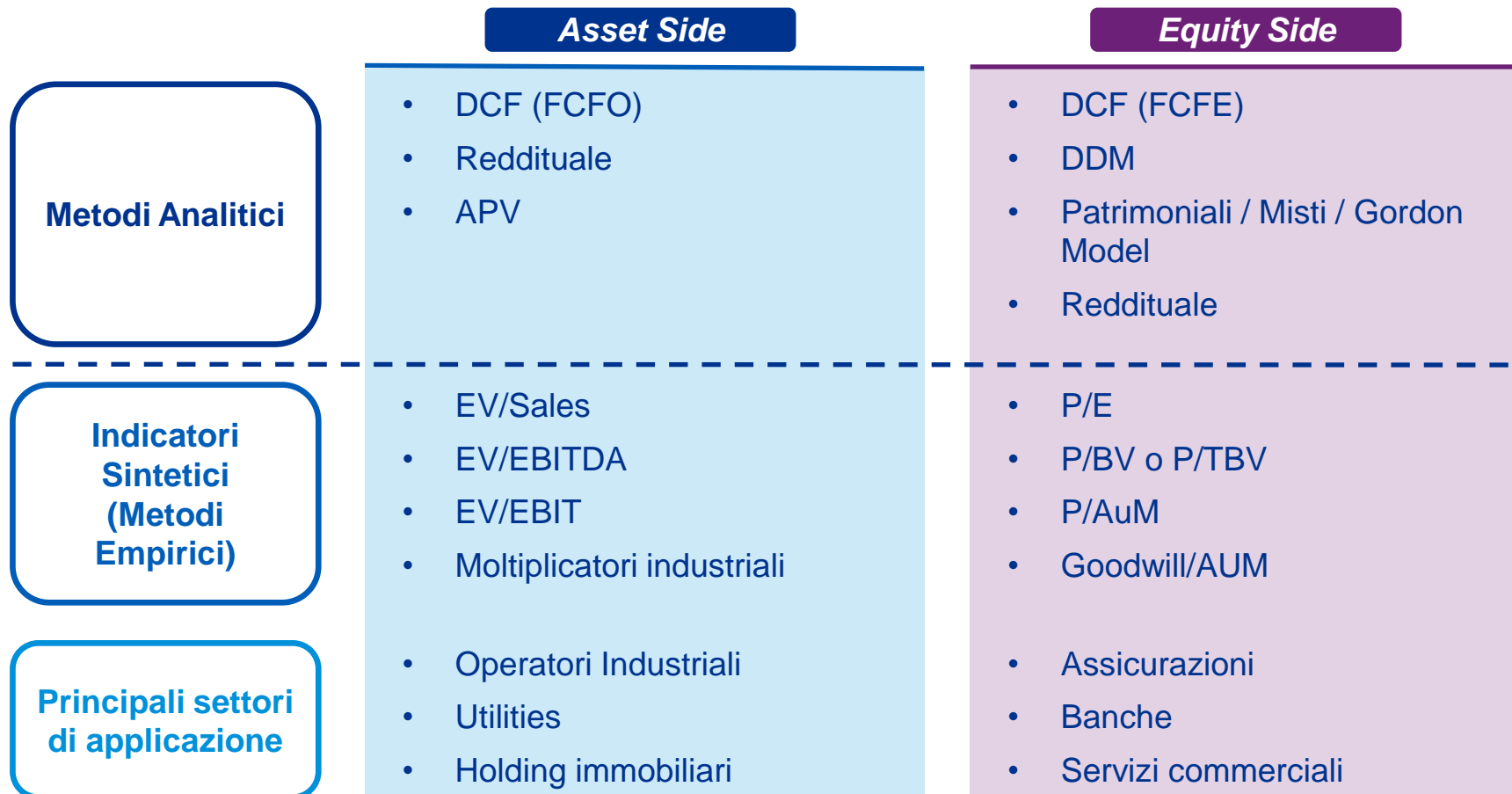
Stato Patrimoniale



$$\text{Enterprise Value} = \text{Equity Value} + \text{Posizione Finanziaria Netta}$$

Valore di mercato degli asset dell'azienda = Valore di mercato del Patrimonio Netto + Valore di mercato del debito netto

I principali metodi di valutazione

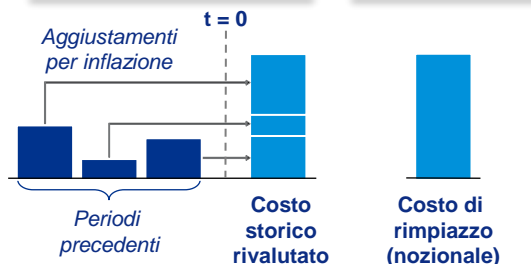


Differenti approcci valutativi

Metodo del costo

Costo storico

Costo di rimpiazzo

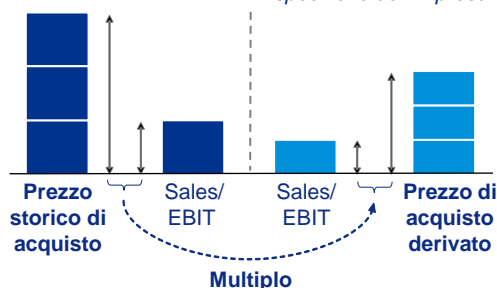


✗ Non applicabile per le imprese in startup phase

Metodo empirico

Multipli derivanti da transazioni di mercato

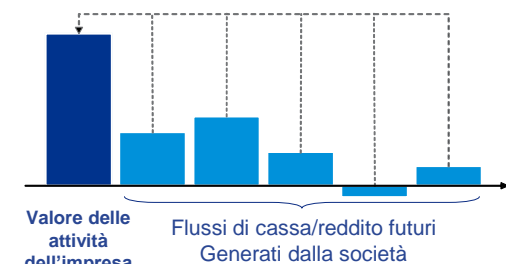
Applicazione dei multipli a grandezze specifiche dell'impresa



✗ Non applicabile per le imprese in startup phase

Metodo reddituale/finanziario

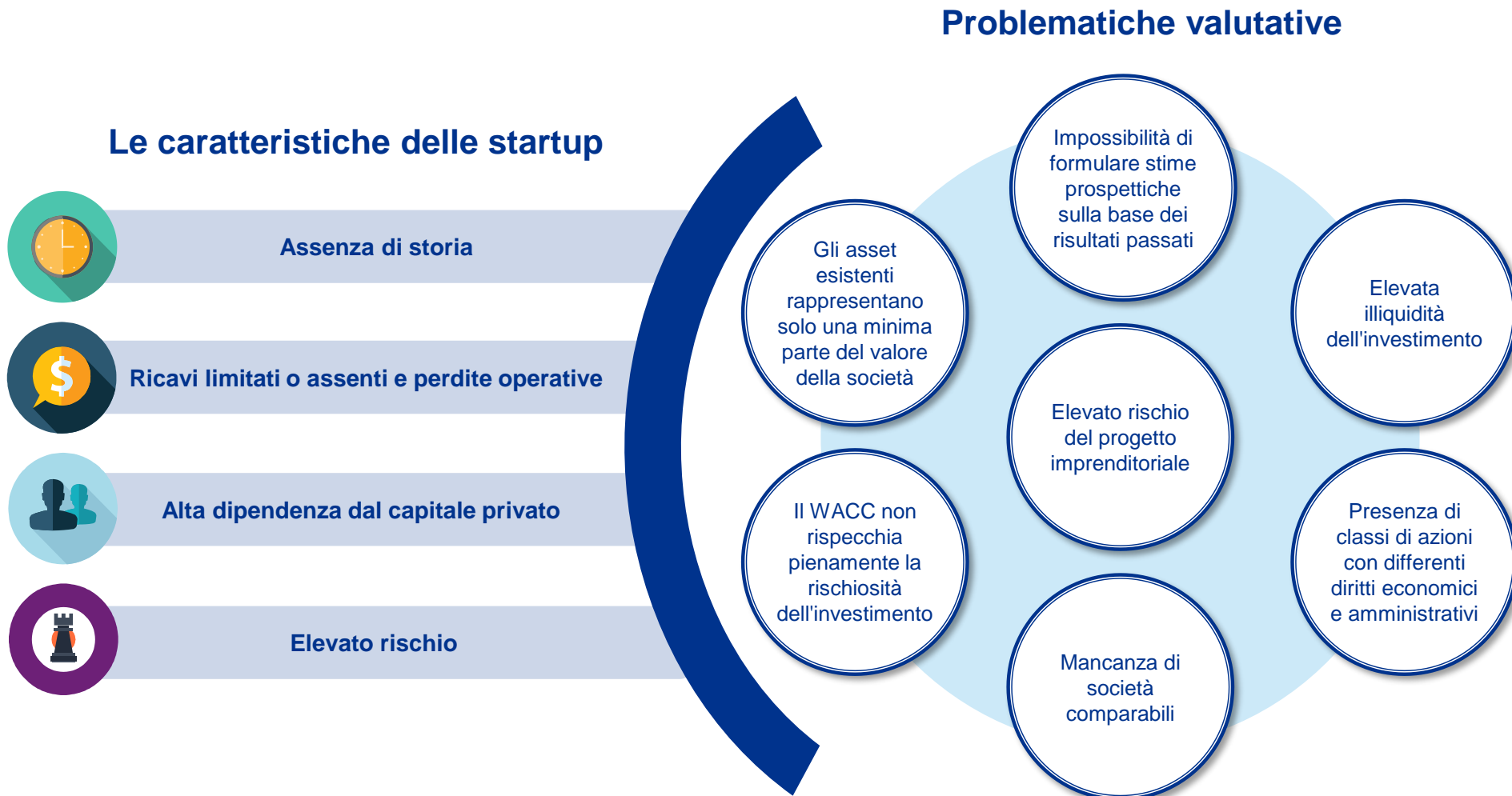
Attualizzazione dei flussi di cassa/reddito futuri usando il costo medio ponderato del capitale dell'impresa



✓ Applicabile per le imprese in startup phase

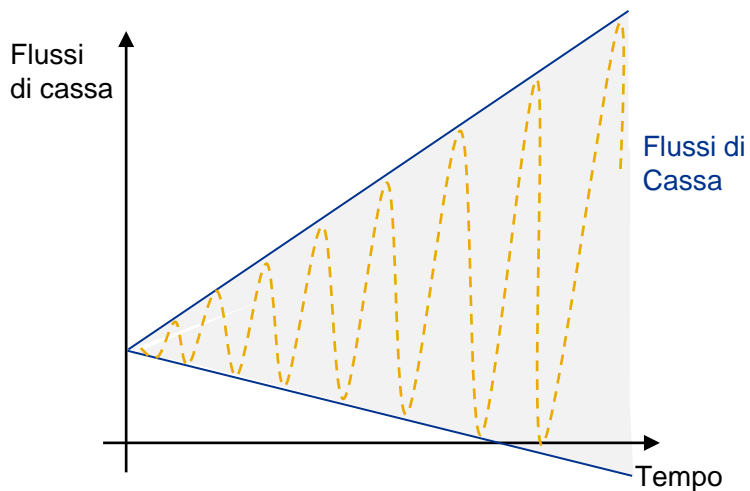
Metodi di valutazione per imprese in Start up

Le problematiche nella valutazione di una startup



Come considerare il rischio nell'equazione del valore?

Nel caso delle startup, i flussi di cassa futuri sono difficili da quantificare e sono altamente incerti:



Come incorporare questo rischio nelle analisi valutative?



Solo nei flussi di cassa



Solo nel tasso di sconto



Sia nei flussi di cassa che nel tasso di sconto

Principali metodi di valutazione



Venture Capital Method



Mortality rate Model



First Chicago Method



Berkus Method

Venture Capital Method

Secondo il Venture Capital Method, il valore di una startup dipende dal rendimento atteso dall'investitore e dalla stima del valore di liquidazione dell'investimento al termine dell'holding period:

1



Stima dell'Exit Value

- Generalmente, nel caso di aziende in start-up fase, il valore della società al momento dell'exit viene stimato sulla base di multipli empirici desunti da società comparabili.
- Tali multipli corrispondono al rapporto tra il valore della Società, in termini di Enterprise Value o Equity Value, e alcune grandezze contabili o misure tecniche.

2



Stima del rendimento richiesto dall'investitore

- I fondi di Venture Capital richiedono in genere un rendimento ("IRR") compreso tra il 25,0% e il 60,0%, in base alla fase di maturità del business in cui decidono di investire.
- L'elevato tasso di rendimento richiesto è dovuto a:
 - scarsa liquidità dell'investimento;
 - elevata probabilità che l'azienda non sopravviva;
 - supporto tecnico e manageriale fornito nelle fasi di crescita della Società.

3



Stima del valore della startup

- Il valore della startup è pari al valore attuale del valore di liquidazione, calcolato usando un tasso di interesse coincidente con quello richiesto dall'investitore

$$W = \frac{\text{Exit Value}}{(1 + IRR)^T}$$

4



Stima della partecipazione ceduta all'investitore

- La quota ceduta all'investitore è quindi pari a:

$$\text{Quota ceduta \%} = \frac{\text{Investimento programmato}}{W}$$

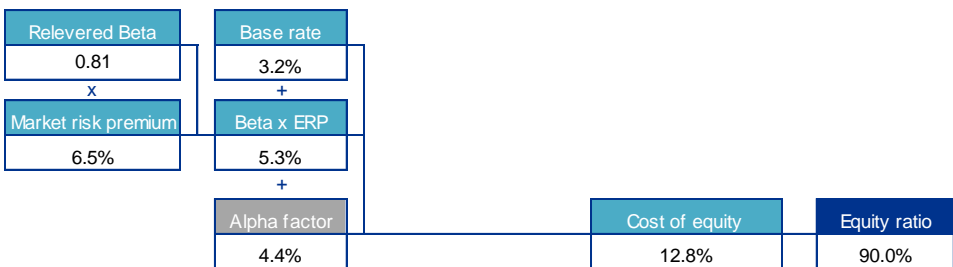
CAPM vs. Rendimento atteso VC



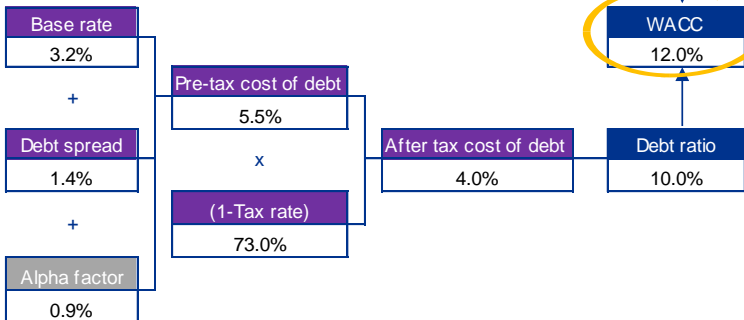
Considerare il rischio nel tasso di sconto

Capital Asset Pricing Model ("CAPM")

Cost of equity

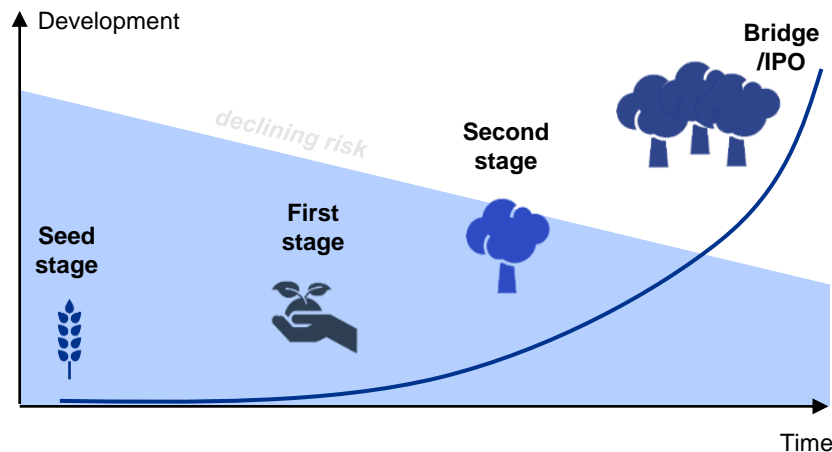


Cost of debt



VC expected rates of return

Stage of development	Plummer / QED median	Scherlis and Sahlman	Sahlman, Stevenson, and Bhide	Damodaran
Seed stage	50% - 70%	50% - 70%	50% - 100%	50% - 70%
First stage	40% - 60%	40% - 60%	40% - 60%	40% - 60%
Second stage	35% - 50%	30% - 50%	30% - 40%	35% - 50%
Bridge/IPO	25% - 35%	20% - 35%	20% - 30%	25% - 35%



CAPM vs. Rendimento atteso VC

La costruzione del tasso di sconto nelle startup avviene attraverso una valutazione qualitativa, tenendo in considerazione il grado di maturità dell'iniziativa imprenditoriale. Il seguente schema aiuta a differenziare le caratteristiche di ogni fase di sviluppo di una nuova società.

	Stage 1	Stage 2	Stage 3	Stage 4	Stage 5	Stage 6
Fatturato	x	x	x	Basso	Crescente	Stabile
Costi	Limitati	Ingenti	Ingenti	Ingenti	Stabili	Stabili
Profittabilità	Perdite operative	Perdite operative	Perdite operative	Perdite operative	Margini positivi (o assenza di perdite)	Marginalità stabile
Management Team	Incompleto	In espansione	Completo	Completo	Completo	Completo
Sviluppo Prodotto	Limitato	In corso	Fase Beta	Presenza di ordini	Presenza di ordini	R&D ordinaria
Fonti di finanziamento	Business Angels	Venture Capital (VC)	VC / Strategiche	Debito Mezzanino / Strategiche	Strategiche / IPO	Finanziamento interno

Mortality rate Model

In alternativa al Venture Capital Method è possibile valutare un'azienda caratterizzata da un basso profilo di maturità andando a catturare il maggiore rischio relativo alla realizzazione dei flussi prospettici mediante l'utilizzo di un apposito mortality rate, per tenere conto della probabilità di sopravvivenza dell'impresa nel corso del percorso di sviluppo:

$$W = \underbrace{\sum_{t=1}^n \frac{FCFO_t}{(1+WACC)^t}}_{\text{Valore attuale dei flussi attesi durante l'orizzonte di previsione esplicita}} + TV$$




I flussi di cassa attesi vengono ponderati sulla base di una survival curve costruita a partire dal mortality rate registrato da imprese di nuova costituzione negli anni successivi alla fondazione:

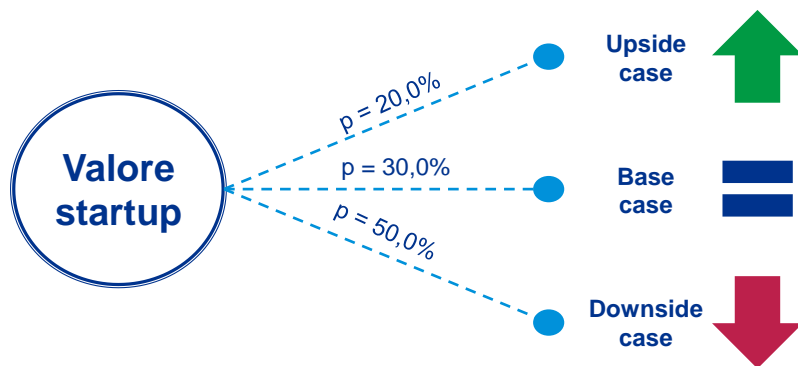
Newly established firm mortality rate							
	Anni da costituzione						
	1	2	3	4	5	6	7
Mortality Rate	18,8%	34,2%	45,7%	55,6%	61,7%	65,6%	68,8%
Survival Curve	81,2%	65,8%	54,3%	44,4%	38,3%	34,4%	31,2%

Fonte: (Damodaran, 2009)

First Chicago Method (1/2)

Secondo il First Chicago Method, il valore della startup è pari alla media ponderata delle valorizzazioni risultanti dall'analisi di tre differenti scenari (Upside case, Base case, Downside case) sulla base delle rispettive probabilità di realizzazione:

- **1 Stima dei risultati economico-finanziari nel periodo di previsione esplicita**
 - A differenza del Venture Capital method, il First Chicago Method prevede la formulazione di stime analitico-sintetiche per gli anni di holding period.
 - Il valutatore può scegliere se formulare stime differenti per ogni scenario oppure ipotizzare che nei tre casi cambi solo il valore del disinvestimento.
 - I flussi di cassa o le grandezze economiche stimati vengono attualizzati al tasso di rendimento richiesto dall'investitore, generalmente inferiore a quello usato nel Venture Capital method.
- **2 Stima del valore del disinvestimento**
 - Il valore del disinvestimento nei diversi scenari viene generalmente stimato attraverso il metodo dei multipli, ma si possono utilizzare anche altre metodologie.
- **3 Stima del valore della startup**
 - Il valore della startup nei tre differenti scenari viene ponderato sulla base delle probabilità associate a ciascuno di essi.



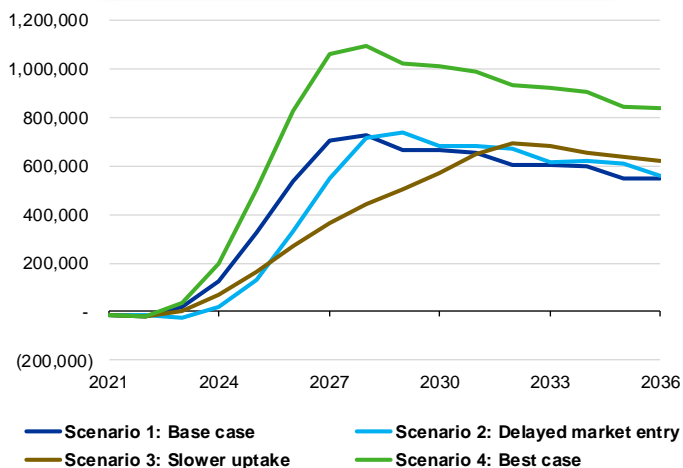
First Chicago Method (2/2)



Considerare i rischi con trasparenza: Probability-weighted DCF approach (numeri esemplificativi)



Previsione flussi di cassa (Business Plan)



Tassi di sconto (CAPM / Tassi VC)



Probabilità di successo

Scenarios

- Scenario 1: Base case
- Scenario 2: Delayed market entry
- Scenario 3: Slower uptake
- Scenario 4: Best case
- Scenario 5: Worst case

Probability

- 50%
- 15%
- 15%
- 10%
- 10%

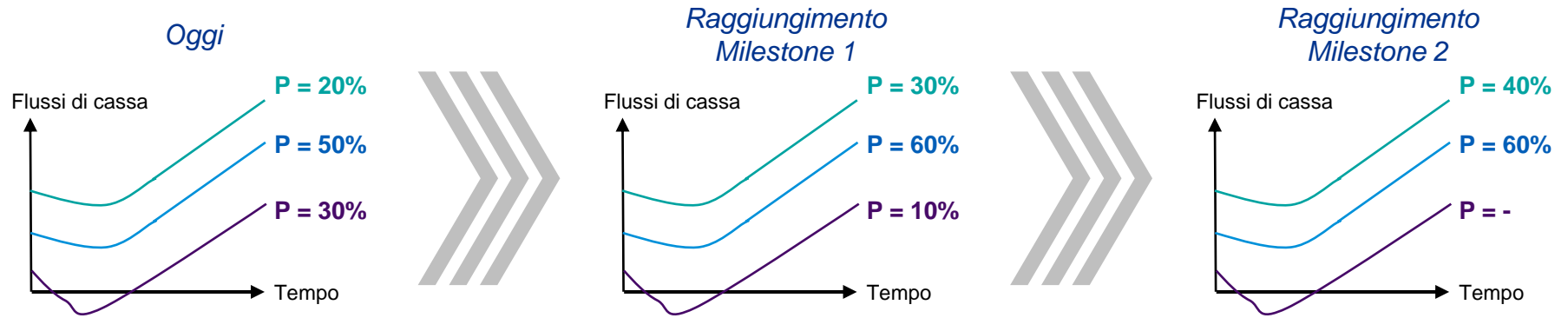
Equity Value

- 750
- 550
- 500
- 1,200
- 100

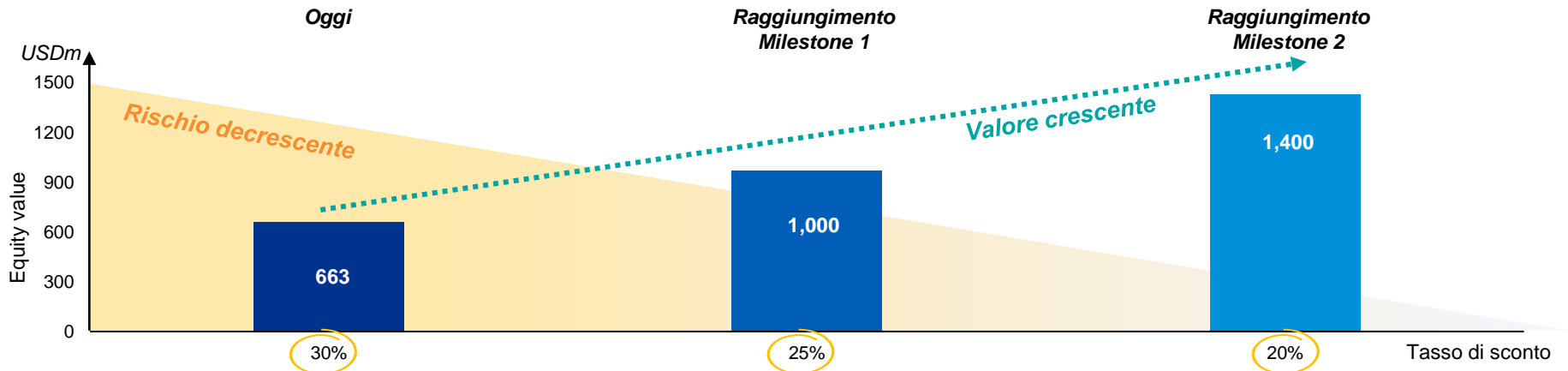
Valore Probability-weighted DCF
USD 663 mln

Creazione di valore nel tempo

Variation delle aspettative al raggiungimento di varie milestone

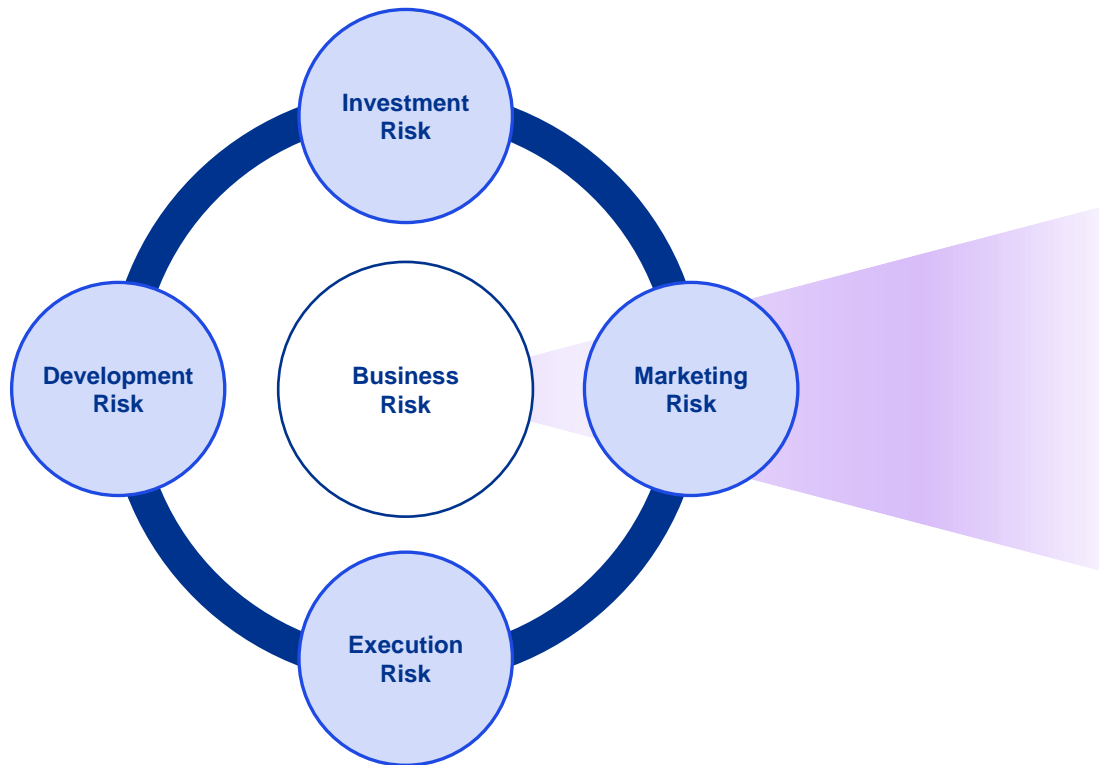


Crescita del valore nel tempo



Berkus Method

- Il Berkus Method viene utilizzato per la valutazione di realtà early stage che ancora non generano ricavi.
- Vengono individuate 5 aree critiche di sviluppo del business e viene attribuito un valore compreso tra \$1,0 mln e \$2,0 mln ad ognuno di questi fattori. Il valore complessivo ottenuto corrisponde alla valorizzazione pre-money della startup.



Berkus Method	
Fattore critico	Valore
Idea di business	\$1,0 - \$2,0 mln
Esistenza di un prototipo	\$1,0 - \$2,0 mln
Qualità del Management Team	\$1,0 - \$2,0 mln
Relazioni strategiche	\$1,0 - \$2,0 mln
Prodotto già lanciato/venduto	\$1,0 - \$2,0 mln
Totale	Valutazione Pre-money

Il Berkus Method in Italia (1/2)



Team

Fattore	Punteggio
Team con un solo fondatore e alla prima esperienza	1
Team ben assortito senza precedenti esperienze imprenditoriali	2
Team ben assortito con buone esperienze precedenti	4
Team di veterani del digitale con aziende ed exit di successo alle spalle	7
Top team, precedente IPO piuttosto che trade sale da 50+ milioni di Euro	10



Prodotto

Fattore	Punteggio
Solo un'idea	1
Un'idea ben argomentata e con interviste sul campo che ne validano i principi	2
Prototipo ben sviluppato in beta e visibile online	3
Beta online da qualche mese e primi cicli di iterazione già compiuti	4
Prodotto stabile e ben sviluppato	5



Trazione

Fattore	Punteggio
Nessuna	0
Alpha privata con waiting list corposa e primi commenti positivi al servizio	2
Beta pubblica con crescita stabile e costante	3
Beta pubblica con crescita verticale	5
Crescita esponenziale	8



Economics

Fattore	Punteggio
Nessun ricavo	0
Primi ricavi senza particolare crescita	1
Ricavi all'inizio ma con crescita sensibile mese/mese	3
Ricavi stabili e in forte crescita	4
Ricavi in crescita esponenziale	6

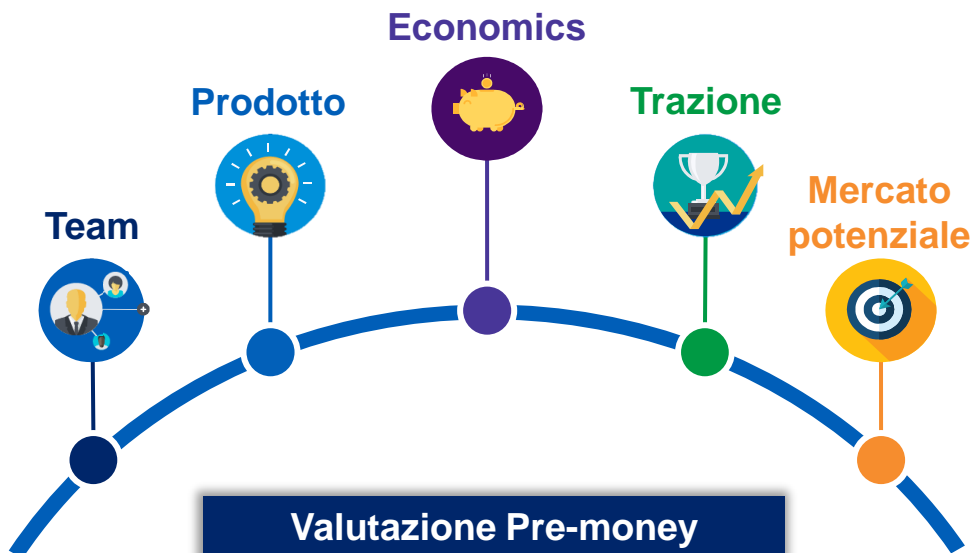


Mercato potenziale

Fattore	Punteggio
Solo mercato italiano in una nicchia (TAM ¹ < €50 mln)	0
Mercato internazionale in una nicchia (TAM ¹ > €250 mln)	1
Solo mercato italiano (TAM ¹ > €250 mln)	2
Mercato internazionale (TAM ¹ = €1 mld)	4
Mercato internazionale (TAM ¹ > €1 mld)	6

(1)TAM: Total Addressable Market

Il Berkus Method in Italia (2/2)



Valutazione Pre-money	
Punteggio	Valutazione
1 – 4 punti	-
4 – 6 punti	€100k - €300k
7 – 11 punti	€400k - €800k
12 – 15 punti	€1 mln - €3 mln
16 – 18 punti	€3 mln - €5 mln
19 – 20 punti	€6 - €10 mln

Errori comuni (e soluzioni) che riscontriamo nei Business Plan

Disallineamento tra meccanismi del modello finanziario e driver di valore dell'impresa

Esempio

- Produttore di dispositivi medici
- Driver iniziale del fatturato: diffusione della patologia e tasso di adozione della soluzione proposta
- Driver difficile da verificare per gli investitori
- Driver modificato in: numero di dottori/ospedali che prescrivono il dispositivo

Assunzioni sulle dimensioni del mercato target

Esempio

- Azienda di lusso nel settore della cura della persona
- Mercato aggredibile iniziale: 1% della popolazione (apparentemente un target basso e raggiungibile)
- Assunzione difficile da verificare per gli investitori
- Dopo un'analisi su fasce di reddito target, si è definito un mercato target pari allo 0,01% della popolazione (100 volte più piccolo)

Dati a supporto del prezzo insufficienti

Esempio

- Il prezzo è sempre un driver chiave di valore
- Tuttavia, per le "nuove" aziende è difficile stabilire un prezzo
- Qualsiasi tipo di supporto analitico e empirico può essere importante

Dati insufficienti per rendere credibile l'espansione geografica prospettata

Esempio

- Driver chiave di molti business plan
- Gli investitori sono (giustamente) scettici a riguardo
- E' necessario dimostrare di avere piena consapevolezza delle sfide necessarie:
 - differenze nello scenario competitivo
 - Differenze nel modello operativo/di business
 - Differenze normative

Ipotesi di costo non verificabili

Esempio

- È complicato per le startup stabilire l'entità dei costi e degli investimenti necessari
- Simple is better: stima sulla base dell'incidenza sui ricavi (eccetto le CAPEX)
- La banca dati delle aziende private di KPMG aiuta a risolvere il problema della ricerca di società «comparabili» per la costruzione di benchmark

Q&A





kpmg.com/socialmedia

© 2024 KPMG Advisory S.p.A. è una società per azioni di diritto italiano e fa parte del network KPMG di entità indipendenti affiliate a KPMG International Limited, società di diritto inglese. Tutti i diritti riservati.

Denominazione e logo KPMG sono marchi e segni distintivi utilizzati su licenza dalle entità indipendenti dell'