

# I metodi di valutazione delle IPO in Italia: analisi ed evoluzione nel periodo 1997-2010.

*Alberto Dell'Acqua, Leonardo Etro - SDA Bocconi*

*Davide Gremmo - Università Bocconi*

Publicato su “La Valutazione delle Aziende” n.62/2012.

Per la versione originale è necessario fare riferimento alla rivista editata.

## **Abstract**

La scelta del metodo di valutazione in sede di IPO rappresenta un passaggio chiave del processo di quotazione. Nel presente articolo, attraverso la raccolta e la lettura dei prospetti informativi di 194 imprese italiane quotate nel periodo 1997-2010 sono stati indagati i metodi di valutazione nelle IPO sul mercato borsistico italiano distinguendo tra “metodo principale” e “metodo di controllo”.

Dall’analisi empirica emerge la mancanza di un approccio predefinito e standard che le imprese adottano in sede di *pricing* pre-IPO: le metodologie adottate, infatti, dipendono più dal ciclo di mercato azionario e dal relativo “opportunità valutativo” degli investitori che non da una prescrizione della dottrina accademica. I risultati dell’indagine mostrano inoltre che nel periodo considerato i metodi di mercato, ed in particolare i multipli, hanno rimpiazzato le metodologie basate sui fondamentali come criterio principale e sono stati, anche in termini assoluti, i più utilizzati per la valutazione d’azienda in sede di IPO.

## **1. Introduzione ed obiettivi dello studio**

L’obiettivo dello studio è condurre un’analisi su un ampio orizzonte temporale e con un elevato numero di osservazioni per indagare i metodi di valutazione nelle IPO sul mercato azionario italiano e la loro evoluzione nel tempo. L’analisi ha preso in esame le 214 operazioni di IPO nel periodo 1997-2010 ed in funzione della disponibilità dei dati è stato possibile costruire un campione d’analisi di 194 società quotate.<sup>1</sup> Più nel

---

<sup>1</sup> E’ bene precisare che fino al 1997 la certificazione del valore iniziale è stata un atto del Comitato degli Agenti di Cambio e del Consiglio di Borsa, successivamente tale certificazione è stata sostituita

dettaglio, per ogni operazione sono stati raccolti, attraverso la lettura dei prospetti informativi, i dati relativi ai metodi principali e ai metodi di controllo utilizzati per definire il valore dell'azienda in sede di quotazione (si veda i dati riportati in *Figura 1*). Nello specifico il campione esaminato presenta circa 15 differenti approcci alla valutazione d'azienda adottati nell'orizzonte temporale di riferimento con una netta prevalenza in termini percentuali dei metodi finanziari e di mercato. Pur non essendo questa la sede per discorrere approfonditamente dei punti di forza e di debolezza dei singoli metodi di valutazione, una breve analisi della dottrina accademica permette di giungere alla conclusione che il modello finanziario rappresenta il più efficace metodo di valutazione principale, al quale affiancare il metodo dei multipli, in qualità di metodo di controllo (Guatri, 2007). Ma quali sono stati i metodi di valutazione, principali e di controllo, effettivamente utilizzati nelle IPO italiane nel periodo 1997-2010? E qual è stata la loro evoluzione in questo arco temporale?

## 2. L'affermazione dei multipli

Nel corso dei quattordici anni analizzati il metodo dei multipli è risultato il più frequentemente utilizzato sia in termini assoluti (considerando contemporaneamente metodi principali e di controllo) sia con riferimento ai metodi principali. E' possibile osservare che i multipli sono il metodo di valutazione maggiormente applicato con 112 rilevazioni totali di cui 72 in qualità di metodo principale. Una verifica puntuale della frequenza di utilizzo del metodo dei multipli, anno per anno (si veda la *Figura 2*), permette inoltre di rilevare che esso segue una tendenza positivamente correlata con l'andamento dei principali indici di mercato. In particolare è possibile evidenziare come gli anni di maggiore affermazione come criterio principale del metodo dei multipli coincidano con gli anni 1999, 2000, 2001, 2005, 2006 e 2007 che hanno rappresentato storicamente una fase di "bull market" sulle principali piazze borsistiche internazionali. Al contrario, negli anni 2002, 2003, 2004, 2008, 2009 e 2010, in cui le IPO hanno subito un decremento considerevole e certamente gli *Stock Exchange* internazionali hanno vissuto una deprimente fase di "bear market", il metodo finanziario è tornato ad essere il criterio principale di verifica del valore corrente delle società quotande.

Data la notevole diffusione del metodo dei multipli è opportuno approfondire in modo puntuale quali siano stati i *ratio* più frequentemente utilizzati nelle IPO più recenti e quali siano stati gli impatti della crisi finanziaria sulla loro modalità di impiego. Analizzando il periodo 2005-2010, un arco temporale recente e che permette di esaminare le tecniche valutative pre e post crisi finanziaria, i multipli maggiormente utilizzati in sede di IPO sono stati l'EV/EBITDA (45 osservazioni) e P/E (41 osservazioni); con una minor frequenza sono stati impiegati EV/EBIT (9

---

dalle prassi professionali degli operatori del mercato borsistico (in particolare delle banche d'affari e delle Società di Intermediazione Mobiliare).

osservazioni), EV/SALES (4 osservazioni), P/CASH FLOW (2 osservazioni) e infine P/BV, P/OPERATING PROFIT e P/PBT con una sola osservazione ciascuno (si veda *Figura 3*). Suddividendo l'orizzonte temporale in due sottoperiodi omogenei (rispettivamente 2005-2007 e 2008-2010) così da poter meglio osservare l'impatto della crisi finanziaria, è possibile notare che nelle 65 IPO del 2005-2007, i multipli EV/EBITDA e P/E sono stati utilizzati rispettivamente 38 e 34 volte. Focalizzandosi invece sull'arco temporale 2008-2010, i medesimi multipli sono stati utilizzati entrambi 7 volte. Il multiplo EV/EBIT, terzo in termini di frequenza di utilizzo, è stato rilevato in otto prospetti informativi nel periodo 2005-2007 e una sola volta nel periodo 2008-2010. Infine il multiplo EV/SALES è stato impiegato come metodo di valutazione in tre IPO nell'arco 2005-2007 e in una soltanto nel periodo 2008-2010. Da ciò emerge un utilizzo diffuso dei multipli già riconosciuti dalla letteratura, nel caso di specie EV/EBITDA e P/E, senza un particolare focus sull'ottica di valutazione *asset-side* o *equity-side*. Utilizzando la tassonomia di Borsa Italiana è proposta un'ulteriore analisi a livello settoriale dell'utilizzo dei due multipli che hanno presentato una maggior frequenza. EV/EBITDA è impiegato maggiormente nel settore *Industria* (13 osservazioni), *Beni di consumo* (11 osservazioni), *Salute* (4 osservazioni) e *Alimentari* (3 osservazioni). Come si evince dalla *Figura 3*, il multiplo P/E è anch'esso utilizzato maggiormente nei settori *Beni di consumo* (11 osservazioni) e *Industria* (10 osservazioni), oltre che nel settore *Finanza* (4 osservazioni). Quali sono le ragioni di questo ampio impiego dei multipli in epoca recente e negli approcci valutativi di più settori economici? I principali motivi alla base della diffusione dell'utilizzo dei multipli risiedono nel maggior numero di operazioni di *merger & acquisition* e del conseguente incremento di disponibilità di prezzi di riferimento per le transazioni forniti da *provider* specializzati, nello sviluppo dell'attività di intermediari finanziari e istituzionali che utilizzano i multipli come predominante metodo di valutazione<sup>2</sup>, nel sempre più crescente peso dei beni cosiddetti intangibili e nella maggiore difficoltà di previsione con la quale si interfacciano le metodologie finanziarie.<sup>3</sup> (Guatri, 2007). È evidente una sempre più marcata tendenza da parte degli attori coinvolti nel processo valutativo in sede di IPO, all'approccio "*mark-to-market*".

### 3. La scomparsa dei metodi patrimoniali-reddituali

In Italia si è assistito ad un progressivo decremento nell'utilizzo dei criteri misti patrimoniali-reddituali che fino al 1993 rappresentavano la metodologia dominante utilizzata ai fini della redazione del certificato peritale (Ferrari, 1998) e che sono stati

---

<sup>2</sup> Si pensi ad esempio all'attività dei fondi di *private equity*.

<sup>3</sup> È noto infatti che i metodi finanziari trovano il loro fondamento su considerazioni di medio-lungo termine, al contrario dei metodi relativi (come i multipli) maggiormente orientati al breve termine.

rimpiazzati dai metodi reddituali prima, e successivamente dai metodi finanziari.<sup>4</sup> E' possibile osservare che nel periodo 1997-2010 il metodo misto patrimoniale-reddituale è stato utilizzato unicamente due volte, rispettivamente negli anni 1998 e 2005, e sempre come metodo principale. Il modello misto patrimoniale-reddituale è legato alla valutazione di realtà aziendali operanti in contesti di forte stabilità e caratterizzati da bassa concorrenza (come ad esempio i monopoli e gli oligopoli): questo aspetto porta a ritenere che il valore di imprese in tali contesti possa essere estrapolato partendo dalle loro performance storiche e ipotizzando una continuità, o meglio stabilità, delle stesse nel medio-lungo periodo. Il periodo analizzato è stato invece caratterizzato da un radicale cambiamento dal punto di vista sociale ed economico, causato, tra l'altro, dalle privatizzazioni di grandi imprese pubbliche e da interventi volti alla liberalizzazione del settore delle *public utilities*. Questi eventi hanno modificato la configurazione di molti settori, dando impulso ad una maggiore concorrenza, accrescendo di conseguenza l'importanza delle evoluzioni future delle imprese e della qualità degli investimenti effettuati e implicando una migrazione ad un approccio valutativo, come quello finanziario, in grado di considerare in modo corretto e dinamico questi cambiamenti strutturali del tessuto imprenditoriale ed economico di riferimento.

#### **4. La limitata presenza dell'EVA e la fugace comparsa di metodologie alternative**

Come mostrato in *Figura 1*, l'approccio dell'EVA<sup>5</sup> è stato utilizzato, nel periodo 1997-2010, solo in due occasioni: la prima volta nel 1999 come metodo principale e nello stesso anno, a seguire, come metodo di controllo. Questa evidenza conferma che i metodi come l'EVA siano stati più frequentemente utilizzati in ambito di misurazione e incentivazione della performance manageriale che nella determinazione del prezzo di quotazione in fase di IPO. Probabilmente dopo un periodo di "moda manageriale" nei primi anni '90, l'EVA ha rivelato tutti i suoi limiti nella reale e corretta implementazione nella valutazione delle aziende. Stessa sorte hanno seguito le metodologie complementari come la *breakup analysis*, la crescita del ROE e gli altri metodi di stima indiretta, i quali hanno caratterizzato il panorama dei metodi di valutazione con una fugace apparenza. In particolare il metodo di crescita del ROE è stato utilizzato in due occasioni (rispettivamente 2005 e 2007) come metodo di controllo nella valutazione di due istituti finanziari.

---

<sup>4</sup> Più nel dettaglio i metodi reddituali sono risultati i più diffusi fino al 1995, quelli finanziari negli anni successivi (Ferrari, 1998).

<sup>5</sup> *Economic Value Added*, "è una misura del risultato periodico che, previa una peculiare forma di normalizzazione del reddito contabile, assume come aspetto qualificante la detrazione del costo di tutti i capitali investiti: sia dei capitali propri sia dei capitali presi a prestito" (Guatri, 2007).

## 5. La relazione tra metodi di valutazione e “fasi” del mercato azionario

L'analisi dei dati delle IPO italiane nel periodo 1997-2010 ha fatto emergere, come già introdotto nel *paragrafo 2*, una relazione molto forte tra il metodo di valutazione adottato dalla società e la fase del ciclo del mercato azionario di riferimento. È stato osservato che la frequenza di utilizzo dei metodi di mercato è aumentata significativamente in corrispondenza degli anni 2000 e 2007 (*momentum* di “*bull market*” per prezzi e conseguentemente multipli), mentre tende a decrescere nelle fasi cosiddette “*bear*”. Nel corso di queste ultime fasi i multipli sono stati sostituiti esclusivamente da quelli finanziari (segnatamente dal DCF), che, valorizzando le potenzialità di crescita future dell'azienda quotanda grazie alla metodologia di attualizzazione dei flussi di cassa operativi attesi, riescono ad evidenziare il valore corrente della società prescindendo dalla fase negativa dei mercati e conseguentemente da multipli di borsa espressi fortemente a sconto. A supporto delle evidenze riscontrate, è interessante sottolineare come, soprattutto in Europa, le IPO siano maggiormente caratterizzate da un'assenza di passaggio del pacchetto di controllo della società: questo fattore non è preso in considerazione dal metodo finanziario, mentre è catturato dall'applicazione del metodo dei multipli, i quali incorporano implicitamente i “premi per il controllo”.

## 6. Conclusioni

La dottrina accademica prevalente propone come metodo di valutazione principale quello finanziario e come metodo di controllo quello dei multipli. L'analisi delle IPO italiane nel periodo 1997-2010 ha fatto emergere che quest'affermazione solo in parte corrisponde alla realtà ed anzi è spesso controvertita dalla prassi dei *practitioner*: la scelta del modello di valutazione adottato sembra dipendere principalmente dalla fase del ciclo di mercato di riferimento. Nelle fasi di mercato cosiddette “*bull*” prevale l'utilizzo di multipli, che meglio traslano sul prezzo di IPO l'euforia *contingent*, rispetto ai metodi finanziari, più utilizzati nelle fasi “*bear*”, in quanto essi trovano il proprio fondamento nelle considerazioni di sviluppo di medio-lungo termine. È possibile concludere che dai dati analizzati non è emerso un approccio standard nel processo di valutazione in sede di IPO, ma che esso varia in funzione della fase di mercato e in funzione dell'“opportunità valutativo” degli investitori.

## **Bibliografia**

Damodaran A., *Applied Corporate Finance: A Users's Manual*, Wiley and Sons, New York, 2006.

Damodaran A., *Investment Valuation*, 2nd edition, 2002, Wiley, New York

Dell'Acqua A., Etro L.L., *Vendere e comprare un'azienda. Casi, esperienze, prolemi e soluzioni*, Rapporto di ricerca SDA Bocconi per Credit Suisse – Confindustria, Milano, 2010.

Ferrari G., Iannuzzi C., *L'evoluzione delle metodologie valutative adottate ai fini del certificato peritale*, La valutazione delle aziende n.8, 1998

Guatri L., Bini M., *La valutazione delle aziende*, Egea, Milano, 2007.

Massari M, Zanetti L, *Valutazione. Fondamenti teorici e Best practice nel settore industriale e finanziario*, McGraw –Hill, Milano, 2008

Perrini E., *E-valuation*, McGraw-Hill, Milano, 2000.

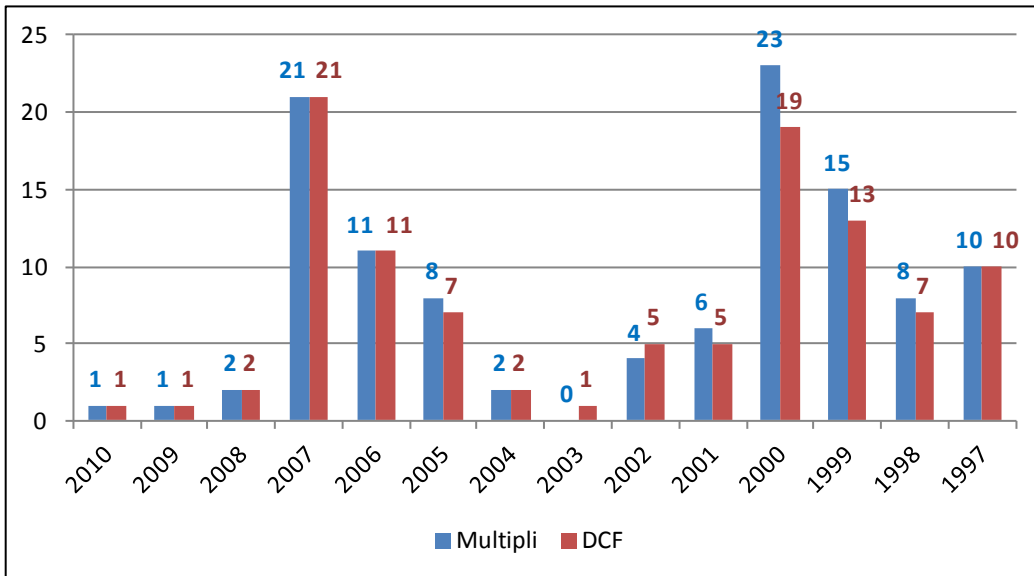
## Allegati

**Figura 1.** I Metodi Principali (MP) e di Controllo (MC) nelle IPO italiane nel periodo 1997-2010

		Multipli	DCF	DCF & Multipli	DCF, Multipli & Somma	Crescita ROE	Somma parti	DDM	Misto	DCF & EVA	DCF & reddituale	Reddituale	EVA	Breakup analysis	Prezzi di borsa	Altri metodi	N.d.
2010	MP	1															
	MC		1														
2009	MP	1															
	MC		1														
2008	MP	1	1	2													1
	MC	1	1														3
2007	MP	18	3	5	1												2
	MC	3	18			1											7
2006	MP	10	2	8			1										
	MC	1	9														11
2005	MP	6	3	4				2	1								
	MC	2	4			1	1										8
2004	MP	2	1	2													3
	MC		1														6
2003	MP		1	2													1
	MC																4
2002	MP	1	4	1													1
	MC	3	1														2
2001	MP	5	3	7													2
	MC	1	2														14
2000	MP	19	5	13													2
	MC	4	14													1	20
1999	MP	7	7	2						1							6
	MC	8	6								1	1	1				6
1998	MP	1	7						1								5
	MC	7										1					6
1997	MP		9											1	1		
	MC	10	1														
Totale	MP	72	46	46	1	0	1	2	2	1	0	0	0	1	1	0	23
	MC	40	59	0	0	2	1	0	0	0	1	2	1	0	0	1	87

Fonte: Elaborazione propria (2011).

**Figura 2.** Multipli e DCF a confronto nelle IPO italiane nel periodo 1997-2010



Fonte: Elaborazione propria (2011).



Figura 3. Intervalli di valore dei multipli nelle IPO italiane nel periodo 2005-2010

ANNO	AZIENDA	SETTORE DI RIFERIMENTO	RANGE MULTIPLIO EV/EBITDA	RANGE MULTIPLIO EV/EBIT	RANGE MULTIPLIO EV/SALES	RANGE MULTIPLIO P/E	RANGE MULTIPLIO P/CF	RANGE MULTIPLIO P/BV	RANGE MULTIPLIO P/ OPERATING PROFIT	RANGE MULTIPLIO P/PBT
2010	TESMEC	INDUSTRIA	6,69 x - 8,69 x	n.d.	n.d.	8,61 x - 12,69 x	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
2010	ENEL GREEN POWER	SERVIZI PUBBLICI	9,2 x - 10,3 x	n.d.	n.d.	19,9 x - 23,2 x	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
2009	YOOX	SERVIZI AL CONSUMO	24,6 x - 30,2 x	n.d.	n.d.	63,4 x - 79,3 x	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
2008	BEST UNION COMPANY	TECNOLOGIA	13,1 x - 15,4 x	n.d.	2,1 x - 2,5 x	37,2 x - 43,8 x	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
2008	ROSSS	BENI DI CONSUMO	9,2 x - 11 x	14,5 x - 17,3 x	n.d.	29,3 x - 35,7 x	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
2008	ENERVIT	ALIMENTARI	8,42 x - 9,81 x	n.d.	n.d.	28,69 x - 33,47x	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
2008	TERNIENERGIA	SERVIZI PUBBLICI	30,4 x - 39,9 x	n.d.	n.d.	152,3 x - 199,2 x	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
2007	IW BANK	FINANZA	n.d.	n.d.	n.d.	110,4 x - 151,8 x	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
2007	ENIA	PUBBLICA UTILITA	6,8 x - 8 x	14,4 x - 16,8 x	n.d.	28,8 x - 34,9 x	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
2007	BOUTY HEALTHCARE	SALUTE	6,5 x - 7,7 x	11,9 x - 14,2 x	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
2007	SAT	INDUSTRIA	8,8 x - 11,3 x	n.d.	n.d.	26,1 x - 34,3 x	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
2007	RDB	INDUSTRIA	8 x - 9,5 x	n.d.	n.d.	15,6 x - 19,3 x	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
2007	B E C SPEAKERS	BENI DI CONSUMO	9,17 x - 10,57 x	n.d.	n.d.	16,03 x - 18,59 x	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
2007	AEFFE	BENI DI CONSUMO	13,6 x - 16,7 x	n.d.	n.d.	45,4 x - 59,8 x	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
2007	PRAMAC	INDUSTRIA	8,4 x - 9,8 x	n.d.	n.d.	16,1 x - 20,1 x	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
2007	DIASORIN	SALUTE	12 x - 14,2 x	n.d.	n.d.	28,1 x - 33,6 x	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
2007	SCREEN SERVICE	TECNOLOGIA	9,11 x - 11,97 x	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
2007	SERVIZI ITALIA	INDUSTRIA	5,4 x - 6,13 x	17,3 x - 19,63 x	1,46 x - 1,66 x	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
2007	BIANCAMANO	INDUSTRIA	11,7 x - 13,3 x	n.d.	n.d.	64,5 x - 77,4 x	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
2007	CONAFI PRESTITO	FINANZA	n.d.	n.d.	n.d.	41,8 x - 55,4 x	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
2007	TOSCANA FINANZA	FINANZA	n.d.	n.d.	n.d.	26 x - 32,5 x	n.d.	3,5 x - 4,4 x	15,2 x - 19 x	n.d.
2007	ZIGNAGO VETRO	INDUSTRIA	7,1 x - 8,6 x	n.d.	n.d.	20,8 x - 25,9 x	8,5 x - 10,7 x	n.d.	n.d.	n.d.
2007	PRYSMIAN	INDUSTRIA	8,6 x - 10,2 x	10,6 x - 12,6 x	n.d.	26,8 x - 33,8 x	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
2007	MUTUI ON LINE	FINANZA	n.d.	n.d.	n.d.	34,9 x - 46,4 x	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
2007	LANDI RENZO	BENI DI CONSUMO	11,8 x - 14,7 x	n.d.	n.d.	21 x - 26,4 x	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
2007	BIALETTI INDUSTRIE	BENI DI CONSUMO	9,7 x - 11,6 x	n.d.	n.d.	13,8 x - 18,5 x	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
2007	RCF GROUP	BENI DI CONSUMO	10,6 x - 12,8 x	13,2 x - 15,8 x	n.d.	24,9 x - 31,4 x	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
2007	PIQUADRO	BENI DI CONSUMO	10,8 x - 11,8 x	n.d.	n.d.	19,7 x - 21,6 x	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
2007	DAMIANI	SERVIZI AL CONSUMO	10,6 x 13,8 x	n.d.	n.d.	17,4 x - 23,8 x	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
2007	MAIRE TECNOMONT	PETROLIO E GAS NATURALE	9,8 x - 13,8 x	n.d.	n.d.	34,9 x - 47,4 x	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
2007	SOLE 24 ORE	SERVIZI	9,5 x - 11,7 x	n.d.	n.d.	31,1 x - 37,8 x	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
2007	D' AMICO INTERNATIONAL	INDUSTRIA	7,2 x - 9,6 x	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	5,5 x - 8,2 x
2007	SETECO INTERNATIONAL	SERVIZI	12,9 x - 15,8 x	n.d.	n.d.	32,5 x - 42,3 x	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
2007	AICON	MODA PRODOTTI PER LA CASA E PER LA PERSONA	19,8 x - 24,2 x	n.d.	6,8 x - 8,3 x	41,7 x - 51,8 x	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
2006	POLYNT	INDUSTRIA	5,1 x - 6,3 x	8,6 x - 10,4 x	n.d.	15,8 x - 19,5 x	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
2006	SARAS	PETROLIO E GAS NATURALE	8,5 x - 10,5 x	n.d.	n.d.	16 x - 19,8 x	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
2006	VALSOIA	ALIMENTARI	7,51 x - 9,77 x	10,8 x - 14,04 x	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
2006	BANCA GENERALI	FINANZA	20,8 x - 27,2 x	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
2006	COBRA	BENI DI CONSUMO	11,3 x - 13,8 x	n.d.	n.d.	35,1 x - 44,1 x	14,8 x - 18,5 x	n.d.	n.d.	n.d.
2006	PIAGGIO E C	BENI DI CONSUMO	7,2 x - 8,7 x	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
2006	NICE	INDUSTRIA	12,5 x - 15,6 x	n.d.	n.d.	23,4 x - 28,9 x	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
2006	ELICA	BENI DI CONSUMO	6,4 x - 8 x	n.d.	n.d.	22 x - 28,1 x	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
2006	PIERREL	SALUTE	20,7 x - 23,7 x	n.d.	2,8 x - 3,2 x	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
2006	ANTICHI PELLETTIERI	MODA PRODOTTI PER LA CASA E PER LA PERSONA	15,42 x - 17,43 x	n.d.	n.d.	35,29 x - 41,95 x	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
2006	BOLZONI	INDUSTRIA	7,7 x - 8,9 x	n.d.	n.d.	14,7 x - 17,6 x	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
2006	ARKIMEDICA	SALUTE	10,7 x - 11,6 x	14,6 x - 15,9 x	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
2006	COGEME SET	BENI DI CONSUMO	10,21 x - 11,88 x	n.d.	n.d.	29,11 x - 35,38 x	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
2006	GAS PLUS	SERVIZI- petrolio e gas naturale	7,5 x - 8,9 x	n.d.	n.d.	25 x - 31,4 x	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
2006	POLTRONA FRAU	BENI DI CONSUMO	n.d.	n.d.	n.d.	190,1 x - 232,4 x	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
2005	BIOERA	ALIMENTARI	10,7 x - 13,3 x	n.d.	n.d.	39,2 x - 52,7 x	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.

Fonte: Elaborazione propria (2011).