

Per il confronto servono metodo e dati affidabili. Attenzione all'applicazione dei multipli

Valutazione relativa con cautela

L'efficacia è legata alla qualità del campione comparabile

Pagina a cura

DI RAFFAELE MARCELLO

La valutazione relativa è oggi uno degli strumenti più utilizzati nella prassi professionale per stimare il valore di un'impresa, specie in occasione di operazioni straordinarie come fusioni, acquisizioni, cessioni, conferimenti o aumenti di capitale.

Alla base di questo approccio vi è un principio tanto intuitivo quanto efficace: il valore di un'azienda può essere dedotto osservando a quale prezzo il mercato valorizza imprese simili.

In concreto, si individuano dei multipli - rapporti tra il valore di mercato di società comparabili e variabili economico-finanziarie significative come EBITDA, utile netto, ricavi o patrimonio netto - e li si applica alla grandezza corrispondente dell'azienda da valutare.

Si tratta di una metodologia riconducibile ai cosiddetti "metodi di mercato" (market approach), formalmente inquadrata dai Principi Italiani di Valutazione (PIV), e largamente adottata anche dagli standard internazionali dell'IVSC.

Tuttavia, dietro la sua apparente immediatezza si cela un processo tecnico che richiede competenze solide e attenzione ai presupposti di validità: selezione coerente del campione, correttezza dei dati e interpretazione critica dei risultati.

Un metodo semplice, ma non banale. La forza del metodo dei multipli risiede nella sua immediatezza: consente di ottenere una stima sintetica, fondata su dati reali e riscontri osservabili nel mercato. Non è quindi un modello costruito su proiezioni future, ma su prezzi effettivamente praticati.

È per questo motivo che viene spesso privilegiato nelle operazioni di M&A, nei processi di valutazione interna o in ambito bancario, quando si richiedono tempistiche rapide e valori coerenti con le dinamiche settoriali.

Tuttavia, dietro la semplicità apparente si celano numerose complessità. L'efficacia del metodo dipende in larga misura dalla qualità del campione comparabile e dalla coerenza delle grandezze utilizzate.

La comparabilità deve essere reale, non formale: set-

Principali multipli e applicazioni			
Multiplo	Formula	Quando usarlo	Limiti principali
P/E	Prezzo / Utile netto	Imprese mature e profittevoli	Distorto da utili straordinari o leva finanziaria
EV/EBITDA	Enterprise Value / EBITDA	M&A, imprese industriali	Ignora capex, fiscalità e struttura finanziaria
EV/Sales	Enterprise Value / Ricavi	Startup, tech, aziende in perdita	Non riflette la marginalità operativa
P/BV	Prezzo / Patrimonio netto	Banche, assicurazioni	Influenzato da ROE e qualità degli attivi
PEG	P/E / Tasso di crescita atteso	Imprese in crescita	Complesso stimare il tasso e rischio di doppio conteggio

tori simili non implicano necessariamente strutture economiche sovrapponibili. Dimensioni, leva finanziaria, mercati di riferimento, ciclo di vita e regime fiscale possono alterare radicalmente il significato di un multiplo.

Multipli equity side e asset side. Nella prassi, si distinguono due grandi gruppi di multipli: quelli che stimano direttamente il valore del capitale netto (equity side) e quelli che stimano l'Enterprise Value (asset side).

Il metodo dei multipli costituisce uno strumento efficace, sebbene non privo di potenziali criticità. La sua efficacia dipende dall'accuratezza della selezione, dalla qualità dei dati, dalla trasparenza delle rettifiche e dalla capacità del valutatore di interpretare correttamente il contesto

I primi includono il P/E (prezzo/utile), il P/BV (prezzo/patrimonio netto) e il P/CF (prezzo/cash flow). I secondi comprendono l'EV/EBITDA, l'EV/EBIT e l'EV/Sales.

I multipli asset side sono attualmente i più utilizzati, soprattutto l'EV/EBITDA, considerato un indicatore efficace per valutare il potenziale operativo dell'impresa a prescindere dalla struttura del capitale e dalla fiscalità. Tuttavia proprio questo multiplo presenta limiti non trascurabili.

Il nodo della selezione del campione comparabile. I PIV (in particolare il paragrafo III.1.39) insistono sulla necessità che il perito motivi le modalità di individuazione del campione e giustifichi la scelta dei moltiplicatori adottati.

L'identificazione di un campione omogeneo è fondamentale, ma spesso difficile, soprattutto in settori con bassa numerosità statistica o dove mancano dati pubblici affidabili.

In questi casi, si può ricorrere a banche dati internazionali (Bloomberg, Capital IQ, Damodaran), ma occorre poi applicare correttivi per tenere conto delle differenze in termini di rischiosità, dimensione, fiscalità e contesto competitivo.

A tal fine, possono essere adottate tecniche di regressione o aggiustamenti soggettivi, che però richiedono giustificazioni puntuali.

Il caso emblematico dell'EV/EBITDA: vantaggi e trappole. L'EV/EBITDA è forse il multiplo più diffuso nelle valutazioni aziendali. Esso mette in relazione l'Enterprise Value (valore complessivo dell'impresa) con l'EBITDA, ovvero il margine operativo lordo prima di ammortamenti, interessi e imposte. Il suo utilizzo consente di comparare imprese con strutture di capitale differenti e di eliminare le di-

storsioni legate a politiche fiscali o contabili.

Nondimeno, l'uso generalizzato di questo multiplo ri-

La comparabilità deve essere reale, non formale: settori simili non implicano necessariamente strutture economiche sovrapponibili. Dimensioni, leva finanziaria, mercati di riferimento, ciclo di vita e regime fiscale possono alterare radicalmente il significato di un multiplo

chiede cautela. La prassi operativa ha mostrato almeno tre aree critiche che meritano attenzione.

1. Le normalizzazioni
L'EBITDA contabile è spesso soggetto a "cosmesi" di bilancio. In molti casi è necessario procedere a rettifiche - le cosiddette normalizzazioni - per eliminare componenti straordinarie o non ricorrenti.

Tra le voci più frequentemente corrette troviamo: spese personali imputate alla società, stipendi fuori mercato dell'imprenditore, affitti infragruppo non allineati ai valori di mercato, costi a tantum o ricavi non operativi. Questi aggiustamenti, pur essendo indispensabili, introducono elementi soggettivi e possono generare discussioni, specie nei contesti negoziali.

2. Il periodo di riferimento
La scelta del periodo su cui calcolare EBITDA e posizione finanziaria netta è determinante.

Nelle imprese con forte stagionalità o variabilità annua, il ricorso a una media triennale può essere preferibile rispetto al dato puntuale. Inoltre, è essenziale valutare lo stato di obsolescenza degli asset: due società con EBITDA simile ma una con impianti nuovi e l'altra con macchinari da sostituire avranno prospettive molto diverse, che il multiplo da solo non coglie.

3. I limiti dell'EBITDA come proxy del flusso di cassa

L'EBITDA esclude voci rilevanti per la sostenibilità finanziaria dell'impresa: gli ammortamenti (che riflettono il reinvestimento necessario), gli oneri finanziari (specie in imprese con alta leva) e la fiscalità. Inoltre, pratiche come la capitalizzazione dei costi operativi possono gonfiare artificiosamente il margine. Il rischio è quello di sovrastimare il valore di imprese che, pur mostrando buoni margini, richiedono continui investimenti o presentano elevato fabbisogno di cassa.

Una metrica alternativa: l'owner earnings. Per superare questi limiti, alcuni analisti suggeriscono l'uso di una metrica più conservativa, nota come "owner earnings". Secondo l'approccio reso noto da Warren Buffett, il calcolo prevede:

Utile netto + ammortamenti - investimenti ricorrenti medi annui

Si tratta di una misura del flusso effettivamente disponibile per l'azionista, al netto del mantenimento della capacità operativa dell'impresa. È un approccio meno usato ma potenzialmente più aderente alla realtà, specie in contesti con forte intensità di capitale.

Il valore è anche un esercizio di responsabilità

Il metodo dei multipli costituisce uno strumento efficace, sebbene non privo di potenziali criticità.

La sua efficacia dipende dall'accuratezza della selezione, dalla qualità dei dati, dalla trasparenza delle rettifiche e dalla capacità del valutatore di interpretare correttamente il contesto.

Come ricordano i PIV, il multiplo è una sintesi implicita dei flussi attesi, del tasso di crescita e del rischio. Per questo, non può mai essere considerato una verità assoluta.