



METODOLOGIE DI VALUTAZIONE

IL VALORE D'IMPRESA IN UN MULTIPLO DI BILANCIO

Nelle operazioni di M&A è ormai prassi consolidata l'utilizzo di un moltiplicatore dell'Ebitda quale metodo (sintetico) di valutazione del patrimonio netto aziendale. Ma attenzione a usarlo bene

DI MICHELE MOGLIA

Il tema della valutazione d'azienda rappresenta da sempre un aspetto molto delicato, che si presenta ogni qualvolta si debba procedere a riasseti proprietari o a operazioni straordinarie aziendali, quali conferimenti, fusioni o scissioni. Ma cosa si intende per "valutazione" d'azienda? Iniziamo con il dire che valutare un'azienda significa quantificare il "valore di mercato" del patrimonio netto aziendale, ovvero stabilire un valore che un potenziale acquirente potrebbe riconoscere per ottenere l'intero pacchetto di controllo della società. Così inteso, il "valore di mercato" (*market value*), può discostarsi anche molto dal valore contabile o "di libro" del patrimonio netto riportato in bilancio (*book value*).

In generale sia acquirenti che venditori concordano sul



EBITDA

IL MARGINE
OPERATIVO LORDO
DI IMPRESA È IL
RISULTATO DELLA
GESTIONE OPERATIVA,
COMPRESI GLI
ACCANTONAMENTI

fatto che un'impresa sana e che produce buoni redditi valga più del suo valore di libro. Il tema è: quanto di più?

Diverse metodologie di valutazione d'azienda sono state sviluppate negli anni. Le più precise e accreditate si basano sulla predisposizione di business plan pluriennali e quantificano il valore aziendale in maniera analitica mediante l'attualizzazione dei flussi di cassa prospettici (metodo del Discounted Cash Flow o DCF). L'attualizzazione viene effettuata attraverso uno specifico tasso, il costo del capitale, che rispecchia costo e rischio dell'attività aziendale.

Si tratta di un metodo molto sofisticato e molto complesso nell'applicazione. Per questa ragione sul mercato

In generale sia gli acquirenti che i venditori di un'azienda concordano sul fatto che un'impresa sana e che produce buoni redditi valga più del suo valore di libro. Il tema è: quanto di più?

dell'M&A spopola l'utilizzo di metodi "sintetici" basati su meri multipli, il cosiddetto metodo dei *comparables*, che si concretizza mediante l'ausilio di moltiplicatori di grandezze aziendali storiche e/o prospettiche.

È possibile quindi utilizzare moltiplicatori del fatturato (l'impresa vale "x volte" i suoi volumi di vendita), degli utili, del reddito operativo o dell'Ebitda (il "cugino" anglosassone del nostro margine operativo lordo). La difficoltà, in questo caso, sarà di effettuare previsioni in un contesto economico soggetto a repentini e mutevoli cambiamenti o la tendenza a semplificare, talvolta in misura eccessiva, la realtà. Numerose valutazioni effettuate a seguito di recenti deal, per esempio, hanno visto attribuire all'azienda un valore di "x volte" l'Ebitda aziendale. Il multiplo Ev/Ebitda (valore dell'impresa su margine operativo lordo) è oggi il multiplo di maggiore utilizzo.

A titolo esemplificativo è frequente riscontrare valutazioni d'azienda che determinano il valore di imprese operanti nel settore manifatturiero applicando un moltiplicatore all'Ebitda dell'impresa oggetto di stima pari a 7x. Ciò equivale a dire che un'azienda con un margine operativo lordo di 500.000 euro viene valutata 3,5 milioni di euro Euro, ovvero 7 volte la redditività della gestione caratteristica aziendale.

La determinazione del multiplo. Ma come si decide che il multiplo sia proprio 7 volte il margine operativo lordo (Ebitda)? Il multiplo può essere ottenuto principalmente da due fonti, ovvero estratto implicitamente dalle quotazioni di borsa relative a un campione di società quotate, oppure da *deal* che hanno interessato società comparabili a quella oggetto di valutazione. Requisito indispensabile per l'individuazione di un buon moltiplicatore risiede ovviamente nella metodologia di scelta del campione di società comparabili, che deve essere effettuata con riferimento a società che siano il più possibile simili (per tipologia di business, differenziazione di prodotti, ciclo di vita dell'impresa, ecc. all'azienda oggetto di valutazione).

L'ampio utilizzo del multiplo dell'Ebitda in sede di valutazione d'azienda presenta indubbiamente alcuni vantaggi, tra i quali la facilità di calcolo e una rapida applicazione a casi concreti. Inoltre consente di attribuire al risultato della valutazione una valenza "finanziaria".



ADJUSTED

I VALORI ADJUSTED,
O RETTIFICATI,
SONO AL NETTO
DELLE COMPONENTI
STRAORDINARIE

Pur essendo a tutti gli effetti una grandezza economica, l'Ebitda rappresenta infatti una discreta *proxy* del cash flow aziendale.

Le criticità dell'Ebitda. L'utilizzo di questo multiplo sconta alcune criticità. In primo luogo il suo utilizzo ha come obiettivo quello di quantificare un valore *asset side* della società, ovvero il valore totale del capitale investito negli attivi aziendali, senza considerare la struttura finanziaria e quindi la Posizione Finanziaria Netta (Pfn) di debito della società target. In tal senso, per quantificare il valore del patrimonio netto aziendale sarà necessario sottrarre dal valore *asset side* ottenuto con l'applicazione del multiplo, la Pfn dell'azienda target. Ultimo aspetto da considerare risiede nella scelta dell'Ebitda ai fini del calcolo del multiplo: si utilizza quello direttamente estratto dal bilancio aziendale o si rende necessario utilizzare un valore "rettificato" ovvero *adjusted*? Le *best practice* di settore prevedono l'utilizzo di un Ebitda *adjusted*, ovvero un reddito rettificato dalle componenti straordinarie e/o non ricorsive, al fine di esprimere un reddito normalizzato che potrà essere ragionevolmente generato dall'azienda per i futuri "x anni", ovvero per un numero di anni pari al moltiplicatore dell'Ebitda. Nonostante tutti gli "aggiustamenti" che il caso specifico richiede, il dilemma rimane: può un semplice moltiplicatore dell'Ebitda riverberare in maniera corretta il valore di un'azienda contraddistinta da specifiche competenze e uno specifico know-how? A parere di chi scrive no, ma l'evidenza empirica mostra il contrario. ❏

Specialista in operazioni ordinarie e straordinarie

Michele Moglia è un'analista finanziario, formatore e consulente. Laureato in Management e Finanza presso l'Università degli Studi di Brescia, è dottore commercialista e senior consultant presso FSA s.r.l. società di Brescia specializzata nella consulenza in finanza d'impresa. Collabora

inoltre con lo Studio Associato ASS&F Partners, sempre nella città di Brescia. Grazie all'esperienza pluriennale in tali contesti lavorativi, Moglia ha maturato esperienza nell'attività di consulente aziendale specializzato nelle operazioni di finanza ordinaria e straordinaria, trasferendo le proprie esperienze professionali nel mondo della docenza presso primari istituti di credito, associazioni industriali e di categoria ed aziende. Michele Moglia è un advisor e membro dell'ufficio studi di inFinance.

