

Principi di valutazione aziendale

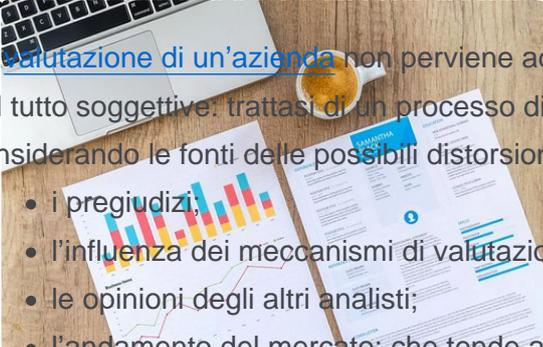
di [Luca Labano](#)

Publicato il 18 Maggio 2020

Quali sono i principi su cui basare la valutazione di azienda? Quali sono le variabili che influiscono sulla valutazione?
Proviamo a delineare i principali metodi di valutazione e le variabili più sensibili in questo intervento

Oggettività e soggettività della valutazione aziendale

La [valutazione di un'azienda](#) non perviene ad un valore oggettivo, ma non è neanche frutto di valutazioni del tutto soggettive: trattasi di un processo di stima che deve tendere alla coerenza con la realtà considerando le fonti delle possibili distorsioni:

- 
- i pregiudizi;
 - l'influenza dei meccanismi di valutazione;
 - le opinioni degli altri analisti;
 - l'andamento del mercato: che tende a far sì che la valutazione non porti ad un valore molto diverso da quello di mercato;
 - onestà del valutatore.

L'incertezza nel procedimento di valutazione aziendale riguarda:

- il processo di stima del valore;
- le simulazioni relative alla performance futura dell'azienda;
- le previsioni dello scenario macro-economico.

Le valutazioni diventano rapidamente obsolete, via via che con il trascorrere del tempo si acquisiscono nuove informazioni. La valutazione delle aziende giovani e ad elevata tecnologia è più incerta di quelle mature ed operanti in settori tradizionali e l'incertezza non può essere eliminata, può soltanto essere ridotta, acquisendo informazioni analitiche sull'impresa, sul mercato in cui opera e sul settore di appartenenza. I requisiti della valutazione aziendale sono legati all'obiettività, cioè al limitare il più possibile elementi di soggettività e neutralità, prescindendo da interessi delle parti e applicando razionalità nel processo logico coerente e dimostrabile oltre alla stabilità, evitando l'influenza di fattori

provvisori o straordinari. La valutazione aziendale assume rilevanza non solo in occasione di operazioni di finanza straordinaria, ma anche a supporto delle scelte di gestione e dovrebbe essere effettuata sia da società quotate che non quotate.

Stima del valore aziendale e pianificazione strategica

In tale contesto, la stima del valore è importante soprattutto nell'ambito della pianificazione strategica, ai fini della selezione di strategie alternative, e per misurare il valore creato. Per le società quotate, inoltre, la stima del valore del capitale è utile per un confronto con il prezzo espresso dal mercato e per pianificare una comunicazione efficace.

Il fattore tempo

L'orizzonte temporale esplicito dovrebbe coincidere con l'ultimo anno di previsione pertanto dovrebbe essere quello in cui la società perde i benefici differenziali, in termini di vantaggio competitivo, e allinea i suoi risultati alle performance dei concorrenti. L'orizzonte temporale, generalmente compreso tra 6 e 10 anni, varia a seconda del settore di riferimento e può essere esteso in circostanze specifiche.

Un fattore che influenza la lunghezza del periodo temporale è la durata del ciclo economico e la fase in cui si trova il settore cui l'azienda appartiene.

Altri casi in cui è possibile estendere il periodo sono riscontrabili quando la società sostiene elevati investimenti che produrranno i propri benefici in un intervallo di tempo più prolungato, oppure quando l'attività della società sia legata ad una licenza con una lunga durata temporale (ad esempio una società titolare di una concessione per l'esercizio autostradale). Orizzonti più estesi sono talvolta utilizzati per società in fase di start-up, per le quali si ipotizza il raggiungimento di una stabilità della situazione economico finanziaria, ai fini del calcolo del valore finale, solo dopo un periodo più lungo rispetto a società già attive nello stesso settore. Periodi più brevi invece si applicano per aziende che operano in settori in cui i trend futuri siano difficilmente stimabili. Per le aziende che presentano rilevanti progetti di crescita, legati al lancio di nuovi prodotti, entrata in nuove aree strategiche di affari o aree geografiche, è necessario, un approccio prudenziale, sia per quanto riguarda la stima dei flussi di cassa sia per l'incorporazione di un adeguato livello di rischio. La premessa è che nella maggior parte dei settori

industriali risulta difficile poter sostenere una crescita del fatturato per un periodo indefinito. Dopo un'eventuale crescita a ritmi sostenuti nei primi anni, nel medio e lungo periodo il mercato, e di conseguenza l'impresa, entra in una fase di maturità con tassi di crescita vicini allo zero, se non addirittura negativi. Tale affermazione trova riscontro sia in settori a bassa tecnologia, dove il declino è fisiologico, sia in settori high-tech, dove la rapida saturazione della domanda e il lancio di tecnologie alternative conduce ai medesimi risultati.

Il fattore concorrenza

Non sono inoltre da trascurare, sempre nel medio e lungo termine, le dinamiche concorrenziali, che possono influire negativamente sulle performance di un'azienda. Questo aspetto riguarda tutti i contesti concorrenziali in cui il vantaggio competitivo di cui gode un'azienda viene progressivamente eroso da società concorrenti, che, attratte da profitti consistenti, alimentano la competizione con aggressive strategie di prezzo, efficientamento dei processi, innovazioni incrementali. Non va trascurata la possibilità che il declino del settore possa essere accelerato da fattori legati all'evoluzione tecnologica (materie prime, prodotti e processi) o da cambiamenti normativi.

Data la natura di tale metodologia, risulta fondamentale l'affinità tra le società incluse nel campione di riferimento e la società da valutare.

L'impossibilità di identificare società omogenee sotto ogni profilo induce a determinare i tratti più importanti per la definizione del paniere di confronto e a selezionare le aziende simili in relazione agli elementi considerati:

- mercato nazionale;
- mercato internazionale;
- confronto intersettoriale.

Nel primo caso, ovvero la ricerca di società all'interno dello stesso settore e appartenenti al medesimo mercato la ricerca richiede un campione congruo e accurato ed è possibile non estendere l'analisi ai successivi livelli. Purtroppo questa situazione si verifica raramente soprattutto nel mercato borsistico italiano, in cui talvolta non esiste alcuna realtà comparabile. Il confronto infrasettoriale nazionale dovrebbe orientarsi su due direttrici di analisi, basate sull'indagine di elementi sia quantitativi che qualitativi. Il campione individuato dovrebbe essere rappresentato dalle società che presentano affinità con la realtà oggetto di valutazione secondo entrambe le direttrici.

Variabili quantitative

Fra le variabili di tipo quantitativo rientrano in primo luogo i dati economici e finanziari storici e prospettici. La capacità di creare valore come risulta dai risultati operativi (incidenza percentuale dei margini operativi sul fatturato e relativo tasso di crescita nel breve-medio termine) e dalla rotazione del capitale, assume un'ampia rilevanza ai fini dell'analisi comparativa. Tali indicatori non devono essere considerati separatamente, in quanto un confronto fondato unicamente sul margine operativo tende ad omettere fattori correlati alla struttura del modello considerato e agli impieghi di capitale investito. Si pensi a società operanti nel medesimo settore che abbiano compiuto scelte diverse in termini di autoproduzione o acquisti sul mercato di alcune fasi del processo produttivo o di gestione dei canali distributivi (ad esempio, punti di vendita di proprietà, in franchising). In situazioni come quella descritta, un confronto che non tenga in considerazione l'incidenza del capitale investito conduce a risultati fuorvianti, a favore della società con un turnover più basso, che tuttavia può essere meno profittevole in termini di creazione di valore.

Tra i parametri quantitativi, occorre considerare: la dimensione, la crescita e la composizione del fatturato, la configurazione dell'attivo e la struttura finanziaria.

Per quanto concerne il confronto basato su elementi qualitativi, è importante, quando si selezionano società all'interno dello stesso settore, prendere in considerazione anche aspetti che riguardano il posizionamento competitivo, la capacità di innovare e soprattutto la formula imprenditoriale (ovvero il business model). I criteri qualitativi dovrebbero essere utilizzati in stretta correlazione con quelli quantitativi, al fine di individuare un campione coerente sotto entrambi i profili.

La tabella successiva riassume le alternative percorribili per la scelta delle società comparabili.

- crescita dei margini operativi;
- turnover – fatturato;
- (dimensione, crescita e composizione);
- attivo (dimensione e composizione);
- struttura finanziaria;
- posizionamento competitivo;
- innovazioni;
- business model;
- mercato internazionale;

- mercato nazionale;
- necessità di depurare i dati dagli effetti dovuti a differenti politiche di bilancio e trattamento fiscale;
- mercato intersettoriale;
- creazione di valore.

I metodi di valutazione aziendale si basano su tali [principi](#).

Principi di valutazione aziendale

Metodo patrimoniale

Il metodo patrimoniale esprime il valore dell'azienda in funzione del valore del suo patrimonio, quantificandone il valore come valore di ricostituzione del patrimonio nella prospettiva di funzionamento aziendale. Il metodo reddituale determina il valore dell'azienda sulla base della capacità della stessa di generare reddito. L'obiettivo del metodo è valutare l'azienda come complesso unitario sulla base della relazione.

I metodi misti patrimoniali-reddituali: logica sottostante

- i metodi misti cercano di tener conto contemporaneamente dell'aspetto patrimoniale, che introduce nella valutazione elementi di obiettività e verificabilità, e dell'aspetto reddituale, essenziale ai fini della determinazione del capitale economico;
- tali metodi apportano una "correzione reddituale" al valore risultante dall'applicazione dei metodi patrimoniali, così da tenere nella dovuta considerazione la capacità della società oggetto di stima di generare profitti in misura tale da garantire la remunerazione del capitale investito.

I metodi finanziari sono generalmente ritenuti i più razionali ai fini della valutazione di una azienda, in quanto fanno propria la logica con cui vengono "prezzate" le attività finanziarie. La "Discounted Cash Flow Analysis" determina il valore di una azienda sulla base del valore attuale dei flussi di cassa che la medesima si presume possa generare negli esercizi futuri.

Il metodo EVA (Economic Value Added)

- il [metodo Eva](#) è un particolare criterio di determinazione e misura del valore che si fonda su due principi;
- il capitale degli azionisti deve essere remunerato;
- un'azienda che produce utili contabili non necessariamente è in grado di creare valore economico per gli azionisti

I metodi empirici vengono solitamente utilizzati con finalità di controllo della valutazione effettuata con il metodo patrimoniale, reddituale, misto o finanziario (metodi principali) – Alcuni autori suggeriscono di usarli come metodi principali per la stima di società non quotate di piccole e medie dimensioni (PMI)

A cura di Luca Labano Lunedì 18 maggio 2020

Software Valutazione Aziendale

con relazione

Net CT - Commercialista Telematico

Software professionale per valutare, con facilità ed elevata automazione, il valore di azione di partecipazione utilizzando e confrontando i Metodi di valutazione, di natura sia economica che finanziaria, conformi ai Principi Italiani di Valutazione:



1. Metodo patrimoniale puro;
2. Metodo reddituale;
3. Metodo misto patrimoniale-reddituale;
4. Metodo finanziario D.C.F.;
5. Metodo dei Multipli;
6. Metodo E.V.A.

Il programma è adatto sia per CTU (perizie giurate, trasformazioni, fusioni, ecc.) che perizie di parte.

Un completo database aiuta il valutatore nella scelta dei multipli relativi ai vari settori, e nella costruzione del w.a.c.c. (Beta unlevered, Equity Risk Premium, Tasso Kd, ecc.).

Con il programma è anche possibile **valutare il costo e la convenienza della rivalutazione della quota**, in base alla normativa fiscale vigente.

[SCOPRI DI PIU' >>](#)