

La valutazione d'azienda - parte III: il metodo dei multipli

di [Commercialista Telematico](#)

Publicato il 4 Settembre 2008

I metodi di valutazione relativa (o metodi dei multipli) fondano la loro essenza sull'utilizzo di moltiplicatori (rappresentati numericamente da rapporti matematici), i cui elementi costitutivi (i numeratori) sono specificamente individuati a priori e acquisiti direttamente dal mercato.

Dopo aver parlato, nei primi due articoli sulla valutazione d'azienda, del [metodo patrimoniale e del metodo reddituale](#) e poi del [metodo finanziario e dei metodi misti](#), ci soffermiamo ora sul metodo dei multipli.

Moltiplicatori di borsa e transazioni comparabili

Inizialmente utilizzati come semplici strumenti di controllo e applicati a guisa di raffronto e conferma rispetto a precedenti valutazioni effettuate con criteri tradizionali (patrimoniali e reddituali), i metodi fondati sui multipli, hanno assunto, nel tempo, sempre maggiore rilievo tanto da essere utilizzati direttamente e principalmente nelle procedure di stima.

I metodi di valutazione relativa (o metodi dei multipli) fondano la loro essenza sull'utilizzo di moltiplicatori (rappresentati numericamente da rapporti matematici), i cui elementi costitutivi (i numeratori) sono specificamente individuati a priori e acquisiti direttamente dal mercato.



In proposito esistono **due diverse metodologie valutative**, l'una basata sui cosiddetti moltiplicatori di borsa, l'altra sulle transazioni comparabili.

Metodo dei moltiplicatori di borsa

Per ciò che concerne **il primo caso**, la valutazione d'azienda trae origine dai dati risultanti dalle quotazioni di borsa relative a un campione adeguatamente rappresentativo e comparabile di società negoziate sui mercati regolamentati.

Le grandezze numeriche su cui si basa il processo valutativo sono identificate da rapporti che pongono in relazione i prezzi delle azioni, desunti dai mercati borsistici, e determinate misure di "performance" aziendale quali il fatturato, gli utili netti, i dividendi o di misure contabili (patrimonio netto contabile o BV).

Allorché si sia operata un attenta selezione delle società quotate, relativamente alla loro effettiva comparabilità rispetto al caso concreto, e una volta calcolati gli opportuni moltiplicatori che si ritenga essere maggiormente adeguati alle finalità e alle esigenze complessive proprie della specifica realtà aziendale, sarà possibile addivenire ad un attendibile risultato di stima.

Metodo delle transazioni comparabili

Per ciò che concerne, invece, **l'approccio delle transazioni comparabili**, esso si differenzia dal metodo dei moltiplicatori di borsa per il fatto che trae i propri dati di calcolo, non da listini ufficiali, ma dalle negoziazioni avvenute al di fuori del mercato formalmente riconosciuto.

Il prezzo per azione si desume direttamente dalle risultanze della compravendita. Il problema principale legato a questo tipo di approccio è la difficoltà nel reperire un campione di aziende sufficientemente rappresentativo, per cui è spesso necessario riferirsi, nella ricerca delle transazioni, ad un arco temporale superiore alla singola annualità.

Si asserisce che la ragione del successo, appalesatosi tuttavia con qualche ritardo e con una certa dose di moderazione in Europa rispetto al mondo anglosassone, che è da tributare al citato metodo dei multipli, risiede nel fatto che i moltiplicatori traggono comunque origine da valori tendenzialmente certi, ovvero risultanti da listini o transazioni effettivamente avvenute e relative ad aziende omogenee del tutto simili alla realtà economica oggetto della stima.

Tuttavia, anche tali criteri si prestano a condizionamenti di tipo soggettivo. Se da un lato si può far ricorso a dati oggettivamente individuati, dall'altro non si deve dimenticare che la stima è pur sempre sostenuta da un fondamento analogico, e la scelta delle stesse aziende comparabili può essere frutto di arbitrarie considerazioni (forzature) che certo potrebbero finire anche con l'invalidare tutto il processo valutativo.

Se non altro perché, in ogni caso, per quanto la scelta possa essere dettata dalla massima attenzione, è necessario sempre considerare che nessuna azienda è esattamente uguale all'altra e quindi ogni approssimazione, inevitabilmente, avrà in sé un condizionamento dettato dalle percezioni proprie del singolo valutatore.

I moltiplicatori di borsa

Il metodo dei multipli, cui si è appena fatto cenno, è basato sul principio per cui il valore della azienda è dato dal prodotto del moltiplicatore per la variabile aziendale prescelta. L'orizzonte temporale di riferimento non dovrebbe, in genere, essere mai inferiore ai 3 mesi, onde evitare di assumere eventuali valori puntuali o di brevissimo periodo comprendenti "picchi" di valutazione che avrebbero come conseguenza quella di inficiare il dato complessivo.

In proposito, esistono **due diverse tipologie di moltiplicatori**, "equity side" e "asset side".

Multiplicatory equity side

I moltiplicatori “equity side” pongono al numeratore il prezzo (P), come risulta dal mercato borsistico, mentre al denominatore una delle seguenti variabili aziendali:

- a) E = utile netto (come risulta dall' ultimo bilancio di esercizio o sulla base dei dati prospettici o in corso di formazione)
- b) $FCFE$ = utile netto + ammortamenti – investimenti di mantenimento (per manutenzioni e conservazione del capitale fisso)
- c) S = fatturato
- d) R = ricavi operativi
- e) BV = patrimonio netto contabile
- f) NAV = patrimonio espresso a valori di rimpiazzo
- g) D = dividendi
- h) CE = utili netti + ammortamenti

I denominatori “equity side” includono gli interessi passivi (la configurazione iniziale è rappresentata dagli utili netti – “levered”) e possono essere espressi in valore assoluto o in valore per azione.

Multiplicatory asset side

I moltiplicatori “asset side” pongono, invece, al numeratore la differenza tra il valore di mercato del patrimonio netto e l'indebitamento finanziario netto (debiti – liquidità) che, a sua volta, assume il nome di “enterprise value” (EV), mentre al denominatore viene inserita una delle seguenti variabili aziendali:

- a) $EBIT$ = (ricavi operativi – costi operativi)

- b) $EBITDA = MOL = (EBIT + \text{ammortamenti})$
- c) $NOPAT = EBIT * (1-t)$ con $t = \text{aliquota fiscale}$
- d) $UFCF = EBITDA - \text{investimenti di mantenimento}$
- e) $S = \text{fatturato}$
- f) $R = \text{ricavi operativi}$

I denominatori “asset side” escludono gli interessi passivi (si parte dal risultato operativo – “unlevered”) e sono espressi in valore assoluto.

Ulteriore accorgimento da seguire nella costruzione dei multipli (sia “asset” che “equity”) risiede nel fatto che le quantità aziendali che risultano a denominatore, per essere realmente significative, dovranno essere previamente depurate delle voci di bilancio straordinarie e non ripetibili, ovvero si dovrà operare il c.d. processo di “normalizzazione”.

Una volta, quindi, individuato e calcolato il moltiplicatore, o il gruppo di essi, che si ritiene maggiormente consono alle esigenze valutative, si procederà alla stima. Il valore finale sarà dato dal prodotto del moltiplicatore prescelto per la variabile economica della singola azienda di cui si vuole determinare la stima.

Si dovrà, inoltre, porre, evidentemente, la dovuta attenzione nel mantenere la indispensabile coerenza tra moltiplicatore e variabile economica (ad esempio il multiplo EV/S medio, risultante dalle aziende comparabili, dovrà essere moltiplicato per il valore S della azienda di cui si vuole operare la stima).

Tuttavia, potrà conseguire che, dalle risultanze di due o più moltiplicatori ottenuti dalla media dei dati relativi ad aziende ritenute “comparabili”, possano scaturire risultati assolutamente distanti tra loro una volta applicati i multipli alle corrispondenti variabili economiche della azienda oggetto di studio.

Sarà allora necessario procedere con molta cautela nella scelta preventiva delle aziende di riferimento, ponendo, quindi, notevole cura nell'individuare quelle caratteristiche che dovranno presentare quell'indispensabile grado di analogia con la società valutanda.

L'indagine di mercato dovrà, in particolare, rivolgersi a imprese caratterizzate, oltre che dallo stesso settore produttivo, ambito geografico, dimensioni e grado di sviluppo, anche da alcuni elementi rispetto ai quali dovrà essere possibile individuare un effettivo rapporto di comparazione e analogia, tra cui:

- a. **tasso di crescita dei flussi di cassa attesi;**
- b. **grado di rischio;**
- c. **livello di indebitamento;**
- d. **tasso di variabilità della performance aziendale prescelta;**

Compito del valutatore dovrà essere quello di creare una apposita tabella in cui venga indicato l'elenco delle aziende comparabili poi, in successione e in corrispondenza con ognuna di esse, il dato risultante dal calcolo del moltiplicatore prescelto, o più di uno (EV/EBIT, EV/S...).

Si effettuerà la media dei dati così ottenuti dando luogo a dei moltiplicatori medi che serviranno per valutare l'azienda prescelta.

Sarà opportuno controllare la tabella ed eventualmente escludere quelle aziende (e i relativi dati) che pur caratterizzate, almeno ad un primo esame, da elementi di comparabilità, nella realtà fattuale presentino dei moltiplicatori assai distanti dalla media generale, ma soprattutto dai valori (multipli) relativi alla azienda oggetto della stima.

Conclusioni

La presente trattazione, come peraltro anche le precedenti, non ha la pretesa di costituire alcunché di esaustivo ma più semplicemente rappresenta un elenco essenziale di spunti su cui improntare un più attento lavoro di analisi e approfondimento.

La principale critica mossa nei confronti della teoria dei multipli, risiede proprio nella sua “apparente” semplicità applicativa.

Sarebbe però erroneo e poco produttivo assumere direttamente i dati, in modo grezzo, così come scaturenti dai moltiplicatori sopra cennati, senza prima aver operato tutte le necessarie e indispensabili rettifiche e aggiustamenti per definire in modo corretto le singole componenti poste a numeratore e a denominatore del multiplo stesso.

Leggi anche: [Valutazione d'azienda e base informativa: le indicazioni dei Principi Italiani di Valutazione](#)

Dott. Umberto Fruttero

4 settembre 2008

Bibliografia:

- 1) “Valutazione delle aziende” di A. Damodaran
- 2) “Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende” di L. Guatri e M. Bini
- 3) “Valutazione d'azienda” di Stefano Bozzoli
- 4) “La valutazione delle imprese in crescita” di E. Moschetta