

Idee di valore – la newsletter di ACB Valutazioni – n. 33 – Novembre 2025

Da cosa dipende il valore d'impresa? Tolemaici e copernicani a confronto

Molti pensano che il valore d'impresa sia funzione dei multipli, mentre nella realtà sono i multipli ad essere funzione del valore d'impresa. Vediamo perché. L'impresa A e l'impresa B operano nello stesso settore ed hanno più o meno la stessa dimensione, gli stessi ricavi e lo stesso Ebitda. Tuttavia, l'impresa A ha un portafoglio clienti molto più concentrato, non ha una *pipeline* di prodotti nuovi, ha macchinari più datati. Chiunque capisce che l'impresa A non può essere valutata come l'impresa B, il che significa che i multipli sull'Ebitda devono essere diversi, semplicemente perché il valore delle due imprese è diverso, anche se appartengono allo stesso settore ed hanno gli stessi comparabili.

Purtroppo, questa semplice logica fa fatica ad affermarsi per due ragioni:

- l'imprenditore e i manager preferiscono sempre approcci semplificati (e sicuramente i multipli semplificano la valutazione);
- quando desunti dal mercato, i multipli sembrano dare l'illusione della precisione (mercato dixit!).

Eppure far discendere il valore dell'impresa A e dell'impresa B dai multipli di società o transazioni comparabili significa sopravvalutare A e sottovalutare B. La rivoluzione copernicana secondo cui sono i multipli ad essere funzione del valore e non viceversa, trova ancora molti scettici. Sono i tolemaici del valore, secondo cui il valore gira intorno ai multipli. I copernicani pensano invece che i multipli siano funzione del valore, ossia che ciascuna impresa abbia un multiplo appropriato e che non si possa fare uso di multipli medi di settore.

Da cosa dipende il valore d'impresa?

Se non sono i multipli a definire il valore d'impresa, cos'altro definisce il valore? In linea di principio il valore dipende solo da capacità di reddito prospettica, intensità di capitale, rischio e crescita. Ma nella pratica declinare queste determinanti d'impresa significa analizzare quattro profili:

- 1) le fonti di vantaggio competitivo;
- 2) la scala (dimensione) e la specializzazione;
- 3) l'efficienza operativa;
- 4) la sostenibilità nel tempo del business e la sua crescita.

L'importanza di questi quattro profili di analisi fondamentale cambia in relazione al tipo di azienda. Nella nostra esperienza, posto pari a 100 il contributo dei quattro profili alla formazione del valore: per un'azienda di servizi B2C, le fonti di vantaggio competitivo possono pesare il 45%, la scala e la specializzazione il 30%, l'efficienza operativa il 10% e la sostenibilità nel tempo il 15%. Per una impresa B2B in un settore ad alta intensità di capitale, le fonti di vantaggio competitivo possono pesare il 35%, la scala e la specializzazione il 50%, l'efficienza operativa il 10% e la sostenibilità del business e la crescita il 5%.

Dunque, usando una metafora, assumendo che l'esperto di valutazione sia uno chef e che la valutazione il piatto che prepara, i barattoli dai quali lo chef pesca gli ingredienti sono sempre quelli, ciò che cambia sono le dosi e la lavorazione. Con farina acqua e lievito si può fare del pane, della pizza dei crackers, dei grissini, dei bagel. Con gli stessi ingredienti non solo si possono ottenere infiniti prodotti, ma anche la qualità dei prodotti può essere molto diversa (c'è pane e pane!).

Capire le determinanti del valore significa capire che il valore può essere gestito non solo misurato.

Non c'è manager o imprenditore che non abbia a cuore il valore della propria azienda e che non dica di gestire l'azienda nella prospettiva di massimizzarne il valore. Eppure, pochi manager e imprenditori sanno quanto valga la propria azienda. Ed è oggettivamente difficile pensare che si possa gestire qualcosa che non si misura (e non si controlla). Quegli stessi manager e imprenditori che dicono di gestire il valore, nella realtà gestiscono l'Ebitda. Ciò sulla base dell'idea che, se l'azienda vale "enne volte" l'Ebitda, aumentando l'Ebitda aumenta necessariamente il valore d'impresa. Ecco i tolemaici ancora una volta all'opera.

Non è detto che l'aumento di Ebitda generi sempre un aumento di valore. Se l'aumento di Ebitda è ottenuto concentrando il portafoglio clienti, con investimenti specifici sempre più dedicati, ecc. il valore dell'azienda può diminuire perché il multiplo da applicare all'Ebitda diminuisce più che proporzionalmente rispetto all'aumento di Ebitda. Il rischio cresce più del reddito. Quante imprese hanno realizzato investimenti che hanno incrementato l'Ebitda, ma in misura insufficiente rispetto all'incremento di capitale investito, con conseguenze nefaste in termini di valore (eccesso di indebitamento, insostenibilità dei margini nel tempo, esposizione a guerre di prezzi, ecc.)!

L'equivalenza "crescita di Ebitda = crescita di valore" non solo crea l'illusione di un valore che in molti casi non c'è, ma soprattutto si fonda sul principio errato che l'Ebitda di un anno possa esprimere il valore dell'azienda. Chi compra un'azienda è interessato al suo futuro e, in una fase di continue discontinuità come quelle attuali, è difficile che il futuro riproduca il passato.

Quale futuro?

Il valore di qualunque azienda è funzione della capacità prospettica di reddito; una capacità che deve trovare radici nel presente (non si deve trattare di sole speranze) e che riguarda come l'impresa sarà fra 3/5/10 anni. Tuttavia, in fasi di cambiamenti geopolitici così intensi - il mercato più grande al mondo (USA) che si chiude a riccio, il mercato con più crescita al mondo (Cina) che non cresce più, il mercato Europeo sempre meno unico, - la previsione è diventata un esercizio quasi impossibile. Così i tolemaici della valutazione trovano terreno fertile per le loro tesi: proprio perché è difficile prevedere, essi sostengono, non c'è nessun criterio di valutazione migliore che prendere l'ultimo Ebitda storico e moltiplicarlo per un multiplo di settore.

Se adottiamo la visione copernicana, tuttavia, questa tesi si scioglie come neve al sole. Riprendendo il nostro esempio di apertura: abbiamo bisogno di previsioni per capire che l'impresa A con un portafoglio clienti concentrato è esposta al rischio di perdere clienti nel futuro? che senza una *pipeline* di nuovi prodotti è destinata a subire una riduzione di Ebitda nel futuro? che con impianti datati dovrà far fronte ad ingenti investimenti? Il tolemaico è illuso dalla precisione della valutazione (8 volte l'Ebitda?), il copernicano sa che quel valore può essere illusorio ed alla finta precisione del multiplo medio contrappone la ragionevolezza di un valore supportato da adeguate evidenze di natura fondamentale.

Conclusione

Anche nel campo delle valutazioni si confrontano due scuole.

Da un lato vi è la scuola pratica e veloce dei multipli. E' la scuola dei tolemaici che pensano che il valore d'impresa sia funzione dei multipli (e dell'Ebitda).

L'altra scuola è quella di chi pensa che il valore d'azienda sia funzione delle fonti di vantaggio competitivo, della scala e della specializzazione, dell'efficienza operativa, della sostenibilità e della crescita. Profili che variamente pesati e graduati consentono di tradurre capacità di reddito prospettica e rischi in valore d'impresa. Ottenuto il valore e messo a rapporto con

ACB

Valutazioni

l'Ebitda anche i copernicani ricavano un multiplo (implicito) ma che è il risultato, non l'input della valutazione.

Vi è poi una scuola intermedia: i copernicani camuffati da tolemaici, che valutano l'azienda sulla base dei fondamentali, ma poi usano la lingua semplificata dei multipli. Attraggono l'imprenditore con multipli elevati che poi progressivamente smontano in sede di *due diligence*, proprio sulla base dell'analisi fondamentale. Con buona pace degli illusi della precisione!

ACB Valutazioni

Chi siamo

ACB Valutazioni è una società che unisce le competenze del Prof. Mauro Bini con quelle proprie dei titolari di 12 studi professionali di commercialisti di grande rilevanza a livello nazionale tutti con più di 30 anni di esperienza (veterani), dedicata alle valutazioni ed alle attività complementari alle valutazioni (riorganizzazioni societarie e ristrutturazioni fiscali, due diligence, attestazioni di piani, ecc.). La missione di ACB Valutazioni consiste nel colmare un vuoto di offerta nel nostro paese nelle valutazioni di alta qualità da parte di soggetti indipendenti, coniugando fra loro tre elementi qualificanti: le competenze *best in class* nel campo delle valutazioni, anni di esperienza di professionisti qualificati nella soluzione di problemi societari complessi e l'energia imprenditoriale di una struttura societaria.

Come lavoriamo

ACB Valutazioni assiste le aziende in tutti i percorsi di crescita esterna, di razionalizzazione della compagine azionaria, di cambio di governance, di vendita, di aumenti di capitale con rinuncia al diritto di opzione. Partiamo dall'analisi fondamentale dell'azienda, individuiamo i percorsi in grado di valorizzarla al meglio in relazione agli scopi del management e forniamo assistenza qualificata in tutte le fasi dei processi di acquisto, di vendita, di ricapitalizzazione.

La nostra peculiarità è che utilizziamo solo professionisti senior, perché crediamo che, quando la posta in gioco è alta, non ci sia nulla di più pericoloso del non avvalersi di un team altamente esperto!

MODULO DI ISCRIZIONE ALLA NEWSLETTER

Per ricevere direttamente la newsletter mensile "Idee di Valore" e altre informazioni riguardanti il mondo delle valutazioni potete registrarvi al seguente link

<https://mailchi.mp/acb-valutazioni/iscriviti>