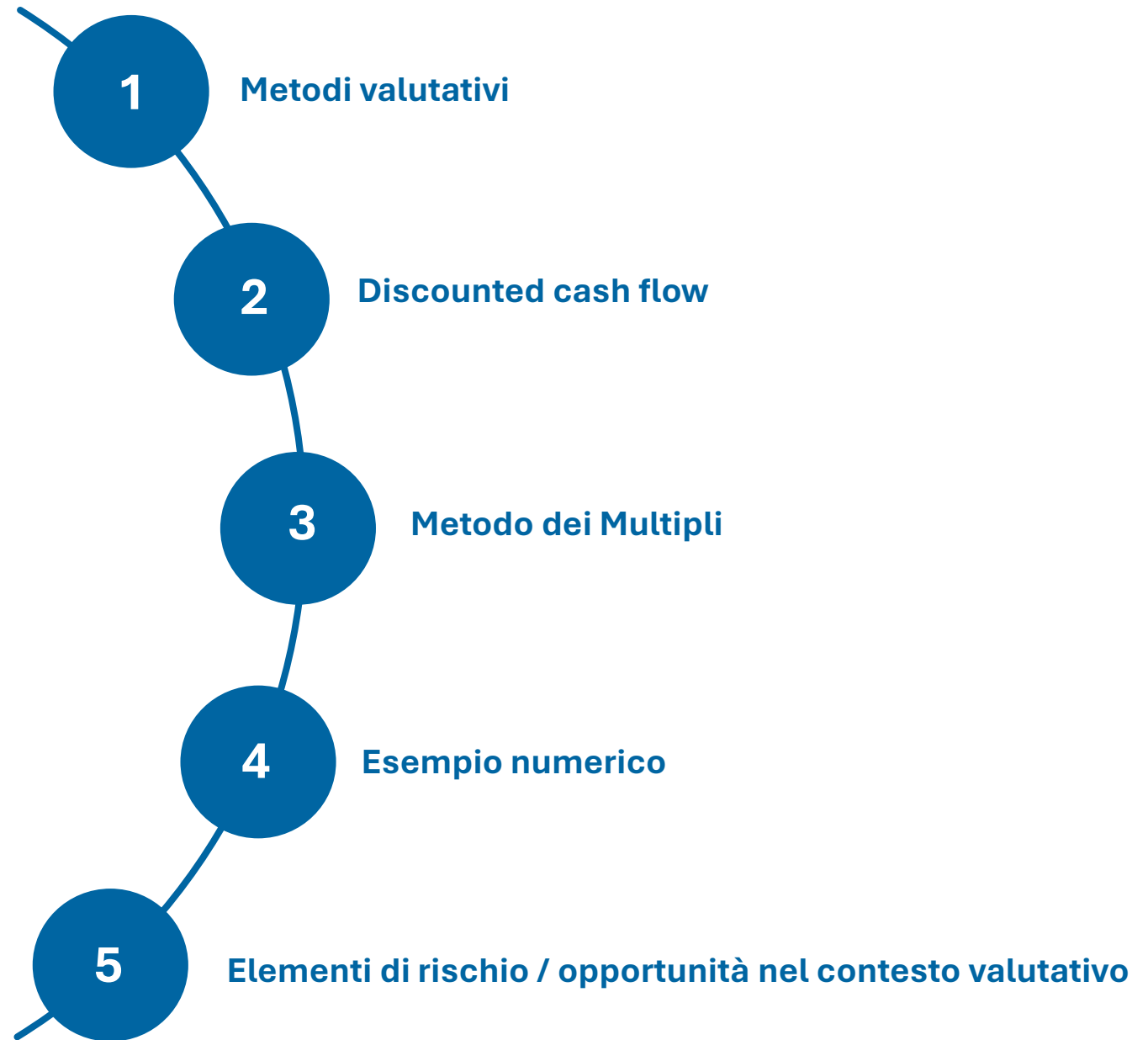


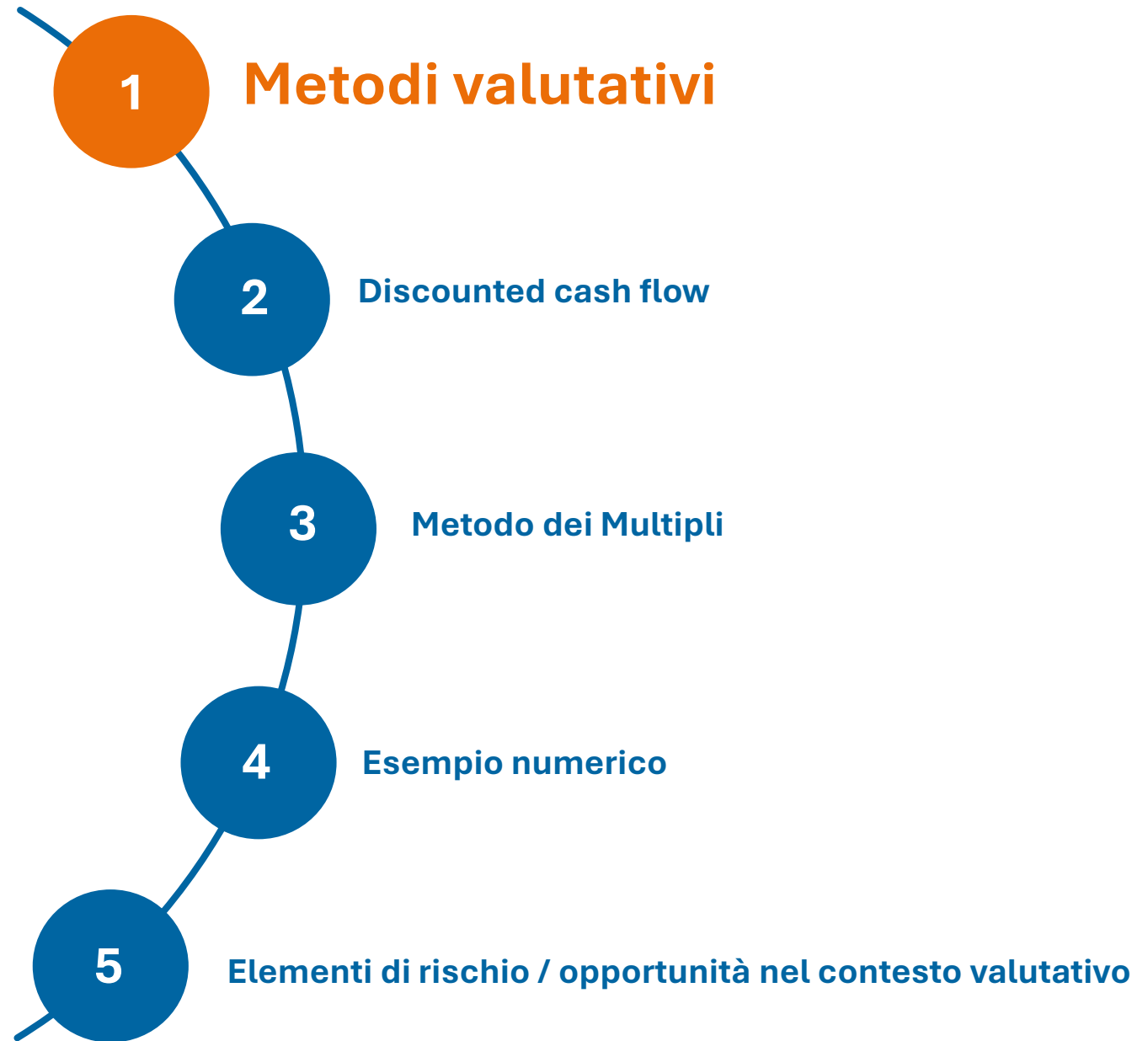


Quanto vale la mia azienda?

Luigi de Lillo | Founding Partner di EpyonVivida

TRUST EXCELLENCE





1. Metodi valutativi

Approcci e metodi per la determinazione del capitale economico

Metodi diretti

Metodi indiretti



BOOK VALUE

Criteria Patrimoniali

Azienda vista come entità scindibile

- Obiettivo e verificabile — valori riscontrabili
- Valori correnti di attività e passività
- Include intangibili: marchi, brevetti, autorizzazioni
- Ridotta attenzione alle prospettive reddituali



INCOME / DCF

Criteria Economico Finanziari

Metodi più attenti alle prospettive

- Privilegiano prospettive reddituali o di generazione di cassa
- Metodi reddituali: adatti all'uso su risultati storici o prospettici
- DCF: attualizzazione dei flussi di cassa prospettici
- Richiedono analisi di investimenti e/o del circolante



PATRIMONIALE + REDDITUALE

Criteria Misti

Soluzione ibrida tra i due approcci

- Bilancia obiettività dei valori contabili e generazione reddituale
- Capitale netto rettificato a valori correnti
- Goodwill/badwill: reddito differenziale attualizzato
- Adatto a valutare aziende in perdita

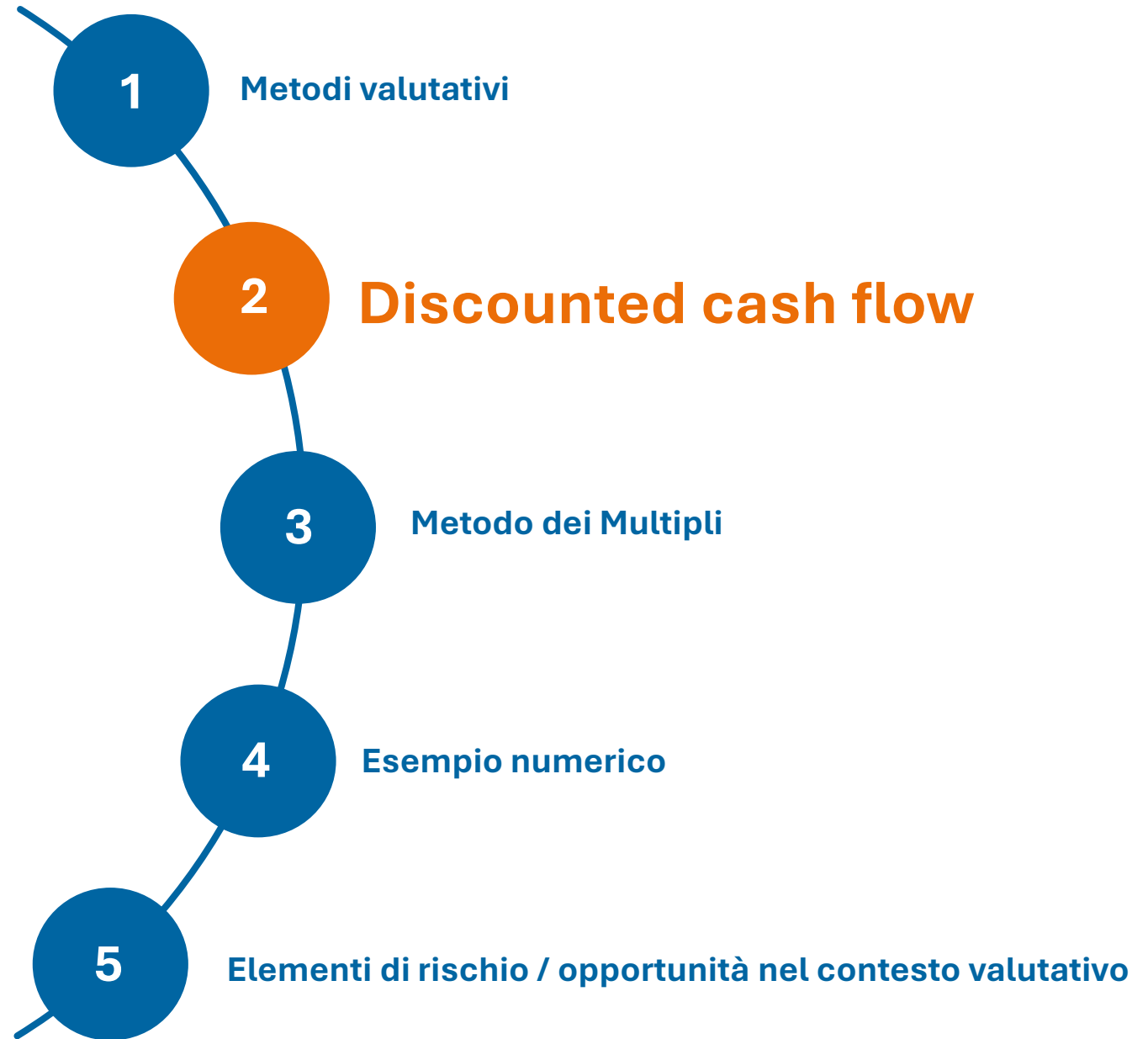


MARKET-BASED

Criteria di Mercato

Riflette andamenti di mercato

- Transazioni comparabili: multipli su operazioni simili
- Quotazioni di Borsa: valore espresso dal mercato
- Usati a supporto dei metodi analitici principali
- Multipli utilizzati: EV/EBITDA, P/E su società comparabili, etc.



2. Discounted cash flow – Formula ed elementi essenziali

La valutazione è pari alla somma del Terminal Value e dei FCF nel periodo di previsione esplicita, scontati al WACC

FORMULA DCF

$$EV = \sum FCF_t / (1+WACC)^t + TV$$

dove TV = valore attualizzato dei FCF successivi all'ultimo anno di previsione esplicita

FORMULA FREE CASH FLOW

$$FCF = EBIT_t - \text{imposte figurative} + \text{ammortamenti} \\ +/- \Delta CCN_t - \text{Capex}$$

I FCF non includono flussi da gestione finanziaria — solo cassa operativa disponibile per azionisti e creditori

FORMULA TERMINAL VALUE

$$TV = FCF_{n+1} / (WACC - g)$$

g = tasso di crescita perpetua (tipicamente 1–2%). Il TV pesa il 60–80% dell'EV: +0,5% su g sposta il valore in modo significativo

1

Piano industriale

Il DCF richiede un piano pluriennale attendibile: i FCF vengono proiettati anno per anno nel periodo di previsione esplicita

2

Capacità di generare cassa

Distinta dall'utile contabile: il FCF consente di valutare l'azienda sulla base della capacità della azienda stessa di generare cassa operativa disponibile per azionisti e creditori

3

Investimenti (Capex) e Capitale Circolante

Il Capex assorbe cassa; il Capitale Circolante può generarla (se si riduce) o assorbirla — entrambi influenzano direttamente il FCF

4

Terminal Value

Cattura il going concern oltre l'orizzonte esplicito. Pesa tipicamente il 60–80% dell'EV: sensibilissimo al tasso g e al WACC

2. Discounted cash flow – Formula ed elementi essenziali

Il WACC è il rendimento minimo che la società deve riconoscere per soddisfare creditori, azionisti e altri apportatori di capitale

FORMULA WACC

$$\text{WACC} = K_e \cdot E/(D+E) + K_d \cdot (1-t) \cdot D/(D+E)$$

D Debito totale

E Patrimonio netto

t Scudo fiscale sul debito

K_e / K_d Costo equity / Costo debito

5

WACC

Il WACC è il tasso di attualizzazione utilizzato nel DCF: esprime il rendimento richiesto dall'insieme dei portatori di capitale (azionisti e/o finanziatori terzi), ponderato per il peso di ciascuna fonte di capitale (equity e debito)

PASSAGGIO ALL'EQUITY VALUE

$$\text{Equity Value} = \text{EV} - \text{PFN}$$

EV Enterprise value

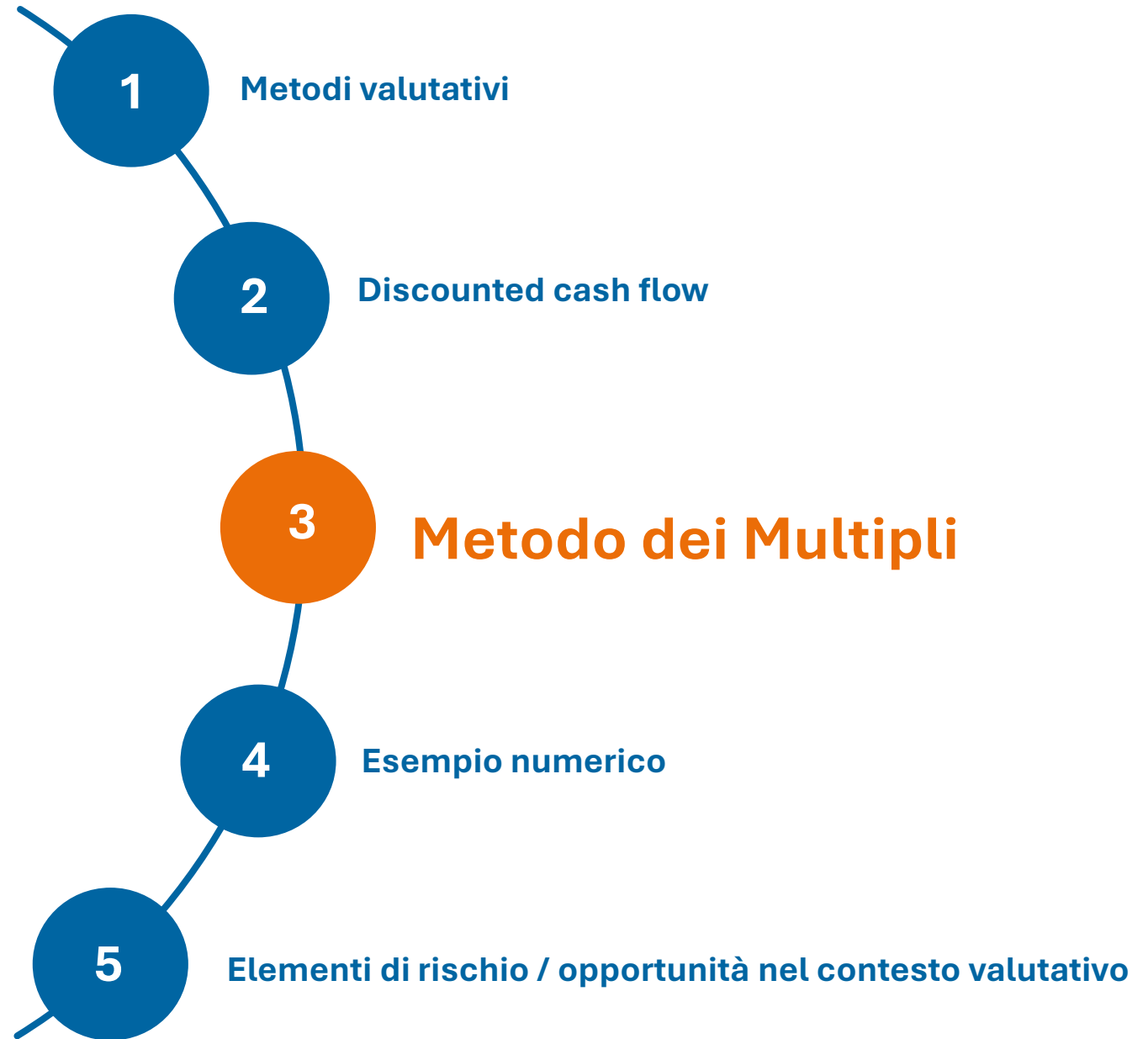
PFN Posizione finanziaria netta (debiti – cassa). Include leasing, TFR, earn-out, contenziosi fiscali

6

PFN — Passaggio all'Equity Value

Dall'Enterprise Value (DCF) all'Equity Value si sottrae la Posizione Finanziaria Netta

DCF ↔ Multipli: Il multiplo EV/EBITDA implicito nel DCF — ottenuto dividendo l'EV per l'EBITDA «rettificato» — deve essere confrontato con quello delle transazioni comparabili. La convergenza tra i due metodi rafforza la valutazione; uno scostamento significativo segnala ipotesi da rivedere o un elemento di specificità da approfondire in via negoziale.



3. Il Metodo dei Multipli

Il valore emerge dal confronto con operazioni simili o con il mercato borsistico — sintetico, immediato, ancorato a dati osservabili

$$EV = EBITDA \times \text{Multiplo}$$

$$\text{Equity Value} = EV - PFN$$

Da dove viene il multiplo?

1 Transazioni comparabili

Prezzi pagati in deal recenti e simili — fonte preferita perché include il premio di controllo e riflette condizioni reali di mercato.

La selezione segue una logica a **cerchi concentrici**: si parte dalle transazioni più vicine per data, area geografica, dimensione e business specifico, allargando progressivamente il perimetro solo quando le comparabili più prossime non sono disponibili.

2 Multipli di Borsa

Usati quando mancano transazioni comparabili: EV/EBITDA, P/E, EV/Sales di società quotate nello stesso settore

Il multiplo non è sempre uguale

Cambia in base a settore, area geografica, mercato, stadio di sviluppo e dimensione dell'azienda

Settore di attività

Tech e healthcare → multipli alti. Manifatturiero maturo → multipli contenuti. Ogni settore ha i propri benchmark

Area geografica e mercato

I mercati europei trattano generalmente a sconto rispetto agli USA; la liquidità locale incide sul livello del multiplo

Ciclo di vita dell'impresa

Alta crescita → multipli sul fatturato (EV/Sales). Maturità → multipli sull'EBITDA o sull'utile operativo

Dimensione — size discount

Più l'azienda è piccola, più è rischiosa e meno liquida: il multiplo si riduce in modo significativo

3. Il Metodo dei Multipli – Multipli e Negoziazione

Perché i multipli dominano nella prassi — e perché prima di vendere conviene conoscere il proprio valore fondamentale

Perché i multipli nella negoziazione?

Il DCF, per quanto più preciso, richiede un piano industriale condiviso e ipotesi sul futuro che le controparti raramente concordano. In fase di trattativa questo lo rende di difficile utilizzo.

Vantaggi:

Immediato

Un multiplo si calcola in pochi minuti su dati pubblici — entrambe le parti possono verificarlo

(«Abbastanza») Oggettivo

Si basa su prezzi realmente pagati in transazioni di mercato, non su proiezioni future

(«Facilmente») Negoziabile

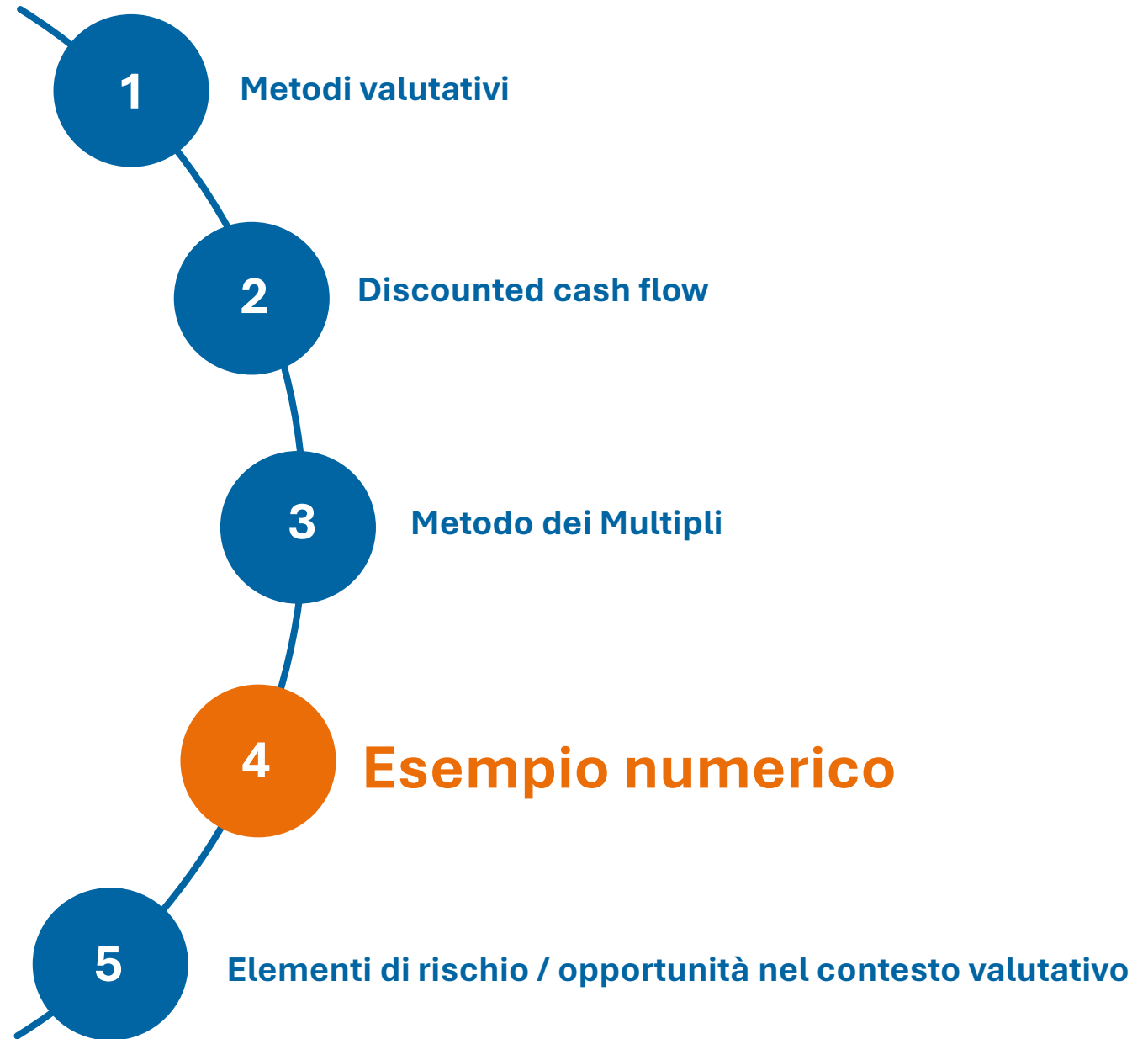
Il range di multipli osservabili diventa il perimetro naturale entro cui si svolge la trattativa

Nota operativa

In un processo di vendita, disporre di una valutazione DCF consente di conoscere il valore fondamentale dell'azienda prima di avviare la negoziazione — una base solida per affrontare il confronto con la controparte.

La **convergenza** tra metodo dei multipli e DCF conferma la solidità della valutazione. Ogni scostamento significativo rappresenta un elemento negoziale da approfondire. La verifica della **convergenza** richiede il calcolo del multiplo implicito nella valutazione con un DCF e confronto con i valori di mercato. Si veda l'esempio successivo.





4. Esempio numerico – Calcolo DCF

Valuta €/000	FY26FC	FY27BP	FY28BP	FY29BP	FY30BP	TV
EBITDA	2.340	2.401	2.460	2.550	2.579	2.579
- Ammortamenti	(300)	(300)	(300)	(300)	(300)	(300)
EBIT	2.040	2.101	2.160	2.250	2.279	2.279
- Imposte teoriche	(569)	(586)	(603)	(628)	(636)	(636)
NOPAT	1.471	1.515	1.557	1.622	1.643	1.643
+ Ammortamenti	300	300	300	300	300	300
- Δ CCN	(200)	(176)	(180)	(220)	(229)	(300)
- Capex	(250)	(300)	(300)	(250)	(400)	(300)
Free cash flow (FCF)	1.321	1.339	1.377	1.452	1.314	1.643

Periodo	1	2	3	4	5
Fattore di sconto	0,91	0,83	0,75	0,68	0,62

FCF attualizzato	1.201	1.106	1.035	992	816
-------------------------	--------------	--------------	--------------	------------	------------

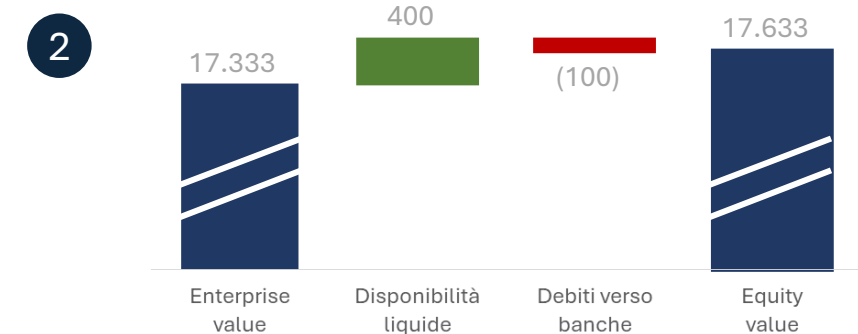
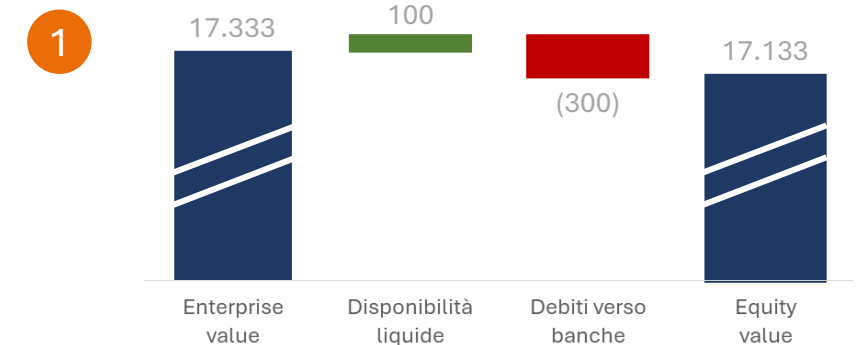
WACC	10,0%
g	1,5%

Discounted cash flows 29,7% 5.150

Terminal value 70,3% 12.183

Enterprise value	100,0%	17.333	17.333
Disponibilità liquide		100	400
Debiti verso banche		(300)	(100)
+ PFN		(200)	300
Equity value	1	17.133	17.633

Da Enterprise Value a Equity Value (€/000)	
FCF att. 29,7% — 5.150	Term. Value 70,3% — 12.183



4. Esempio numerico – Multiplo implicito vs Transazioni Comparabili

Il multiplo implicito che emerge dal DCF deve essere coerente con quello osservato nelle transazioni comparabili

① Dal DCF al multiplo implicito

	1	2
Enterprise Value (EV)	€ 17.333	€ 17.333
+ PFN	€ (200)	€ 300
Equity Value	€ 17.133	€ 17.633
EBITDA FY26	€ 2.340	€ 2.340

Multiplo implicito EV / EBITDA:

€ 17.333 / € 2.340

7,4x

EV / EBITDA
implicito DCF

② Transazioni comparabili

Manifatturiero italiano / europeo — aziende di dimensione simile, area geografica comparabile:

Transazione	Anno	Settore	EV/EBITDA
Alfa SpA → Beta Srl	2022	Manifattura	8,1x
Gamma SpA → Delta SpA	2023	Industria	6,2x
Epsilon Srl → Zeta Srl	2024	Manifattura	6,5x
Eta SpA → Theta Stl	2025	Manifattura	7,4x
Lamda SpA → Kappa Group	2025	Industria	6,7x
Media			7,0x

Range osservato: 6,2x – 8,1x

7,4x (DCF) ≈ **7,0x** (media comparabili)

Il multiplo implicito del DCF rientra nel range delle transazioni comparabili: la valutazione fondamentale e quella derivata da transazioni comparabili si avvicinano o comunque convergono.



5. Elementi di rischio / opportunità nel contesto valutativo

Nella valutazione di un'azienda esistono fattori che possono avere un impatto quantitativo sul prezzo, anche significativo, o rimanere solo a livello qualitativo

Imprenditore o manager?

RISCHIO CHIAVE

L'imprenditore è il fulcro di tutto, o l'azienda è managerializzata e funziona senza di lui?

Il management è solido?

RETENTION

Ci sono manager chiave che restano dopo l'operazione? Sono legati? Hanno incentivi?

Controllo di gestione?

VISIBILITÀ

L'azienda monitora i propri numeri? Ha un sistema di reporting affidabile e aggiornato?

Base clienti concentrata?

RISCHIO CLIENTE

I ricavi dipendono da pochi clienti o sono distribuiti? Qual è la distribuzione geografica?

Brevetti o Proprietà Intellettuale?

INTANGIBILI

Esistono brevetti, know-how proprietario o altre forme di proprietà intellettuale che tutelano il business?

C'è un marchio?

BRAND VALUE

Il marchio ha valore riconoscibile dal mercato? È registrato? Quanto contribuisce alla marginalità?

Sinergie dall'operazione?

UPSIDE

Esistono sinergie di costo o ricavo attivabili post-acquisizione? Sono realisticamente quantificabili?

Temi fiscali in sospeso?

FISCALE

Ci sono contenziosi fiscali, periodi aperti, strutture ottimizzate che potrebbero essere contestate?

Altre rettifiche all'EBITDA?

NORMALIZZAZIONE

Ci sono costi personali, spese non ricorrenti, transazioni con parti correlate o poste che impattano l'EBITDA senza essere legati al business?

5. Mettiamo un po' di ordine nei rischi e nelle opportunità: possibili impatti

Elemento di rischio / opportunità	EBITDA	PFN	Fattibilità deal
Imprenditore o manager?	✓	—	✓
Il management è solido?	—	—	✓
Controllo di gestione?	✓	✓	—
Base clienti concentrata?	—	—	✓
Brevetti o Proprietà Intellettuale?	—	—	✓*
C'è un marchio?	—	—	✓*
Sinergie dall'operazione?	✓	—	—
Temi fiscali in sospeso?	—	✓	—
Altre rettifiche all'EBITDA?	✓	—	—

(*) In assenza di adeguate forme di tutela della proprietà intellettuale o di registrazione del marchio, la sostenibilità della marginalità storica può risultare compromessa, con potenziale impatto sulla fattibilità del deal.

5. Elementi di rischio / opportunità nel contesto valutativo – applicazione pratica

EBITDA Rettificato	
EBITDA forecast FY26	2.340
– Compenso CFO mancante	- 70
<i>(compenso a valori di mercato del CFO, non presente in contabilità)</i>	
+ Spese personali non connesse al business	+ 60
<i>(spese familiari, viaggi privati, etc)</i>	
– Ricavo non ricorrente	- 120
<i>(plusvalenza su vendita immobile nel FY26)</i>	
+ Spese legali straordinarie	+ 95
<i>(contenzioso con ex dipendente, chiuso nel FY26)</i>	
EBITDA Rettificato	2.305

L'EBITDA rettificato (€2.305K) è la base su cui applicare il multiplo di valutazione

PFN Rettificata	
PFN contabile (cassa - debiti) a Dic25	(200)
– TFR maturato	- 240
<i>(passività stratificatasi negli anni verso dipendenti)</i>	
– Debiti scaduti vs fornitori	- 40
<i>(>60 giorni)</i>	
– Leasing operativi (IFRS 16)	- 60
<i>(canoni residui attualizzati)</i>	
– Debiti fiscali rateizzati	- 90
<i>(rateizzazione di debiti fiscali scaduti)</i>	
PFN Rettificata	(630)

La PFN rettificata (€630K) riduce l'Equity Value di ulteriori €430K rispetto alla PFN contabile

5. Elementi di rischio / opportunità nel contesto valutativo – applicazione pratica

Versione non rettificata	Versione rettificata	Δ
EBITDA	EBITDA Rettificato	
EBITDA FY26 2.340	EBITDA FY26 Rettificato 2.305	- 35
<i>× Multiplo da transazioni comparabili: 7,0x</i>	<i>× Multiplo da transazioni comparabili: 7,0x</i>	
Enterprise Value	Enterprise Value	
Enterprise Value 16.380	Enterprise Value 16.135	- 245
<i>– Posizione Finanziaria Netta (PFN)</i>	<i>– Posizione Finanziaria Netta (PFN)</i>	
PFN	PFN Rettificata	
PFN Dic25 (200)	PFN Dic25 Rettificata (630)	- 430
= Equity Value	= Equity Value	
16.180	15.505	- 675 - 4%