



Valutare una PMI

I tre metodi classici

Patrimoniale rettificato · Reddittuale · Finanziario (DCF)

Impostazione tecnica, formule, esempio numerico completo e foglio di calcolo allegato.

Autore	Marco Baldoni
Società	Strategica SRL
Contatto	mbaldonistrategica@gmail.com
Sito	strategicasrl.com
File allegato	VAL_PMI_Metodi_Valutazione.xlsx
Versione	1.0 — settembre 2026

Indice

In Word: clicca dentro l'indice e premi F9 per generarlo o aggiornarlo.

1. Che cosa si valuta, e perché il risultato è un intervallo.....	4
1.1 Equity value ed enterprise value	4
1.2 Le tre famiglie di metodi	4
1.3 Che cosa serve avere in mano prima di cominciare	4
2. Il caso di esempio: Meccanica Nova Srl	6
2.1 Stato patrimoniale al 31/12/2025.....	6
2.2 Conto economico degli ultimi tre esercizi	6
2.3 La normalizzazione: il passaggio che nelle PMI conta più di tutti	7
Le quattro categorie di rettifica	7
Dal reddito storico al reddito atteso	8
3. Il tasso: dove si gioca metà del risultato	9
3.1 Costo del capitale proprio (Ke).....	9
3.2 Costo medio ponderato del capitale (WACC)	9
3.3 La regola di coerenza che non si può violare.....	10
4. Metodo patrimoniale rettificato	11
4.1 La logica.....	11
4.2 Le rettifiche tipiche in una PMI	11
4.3 La fiscalità potenziale	11
4.4 Esempio numerico	12
4.5 La variante complessa.....	12
4.6 Quando usarlo e che cosa non dice.....	12
5. Metodo reddituale.....	13
5.1 La logica.....	13
5.2 Le tre varianti	13
a) Rendita perpetua senza crescita	13
b) Rendita perpetua con crescita.....	13
c) Rendita a durata limitata	13
5.3 Esempio numerico	13
5.4 Sensibilità al tasso	14
5.5 Quando usarlo e che cosa non dice.....	14
6. Metodo finanziario (Discounted Cash Flow)	15
6.1 La logica.....	15
6.2 FCFF o FCFE: due strade, un solo risultato se si fa bene.....	15
6.3 Le ipotesi di piano.....	15
6.4 Costruzione dei flussi	15
6.5 Il terminal value, ovvero i due terzi del risultato	16
6.6 Sensibilità dell'equity value.....	17
6.7 Quando usarlo e che cosa non dice.....	17
7. Mettere insieme i tre risultati	18

7.1 I numeri a confronto.....	18
7.2 Perché il DCF dà 1.000 k€ in più del reddituale.....	18
7.3 La ponderazione e il suo unico criterio.....	18
7.4 Le controprove.....	18
Metodo misto patrimoniale-reddituale (UEC)	18
Multipli di mercato (EV/EBITDA).....	19
7.5 La conclusione.....	19
8. Appendice — gli errori che si vedono più spesso.....	20

1. Che cosa si valuta, e perché il risultato è un intervallo

Valutare un'azienda vuol dire stimare quanto vale il capitale investito dai soci a una data precisa, sulla base di ipotesi dichiarate. Non vuol dire prevedere il prezzo. Il prezzo nasce dalla trattativa fra due persone con forze negoziali diverse, informazioni diverse e fretta diversa; la valutazione serve a sapere dove ci si può muovere e quando conviene alzarsi dal tavolo.

Nelle PMI questa distinzione è particolarmente pratica. Il venditore ha in testa il valore di quello che ha costruito in trent'anni; il compratore guarda quanta cassa quell'azienda genererà senza il venditore dentro. Sono due numeri diversi e lo sono legittimamente. Il lavoro tecnico serve a rendere espliciti i motivi della differenza.

1.1 Equity value ed enterprise value

Due grandezze, da non confondere mai.

Enterprise Value (EV)	Valore dell'azienda come complesso operativo, indipendentemente da come è finanziata. È il valore di pertinenza di tutti i finanziatori: soci e banche.
Equity Value (W)	Valore del capitale di proprietà dei soci. È quello che si scambia in una compravendita di quote.
Il ponte	$W = EV - \text{Posizione Finanziaria Netta}$. Se ci sono attività non operative (immobili non strumentali, liquidità in eccesso, partecipazioni), si sommano a parte.

Dire «l'azienda vale 5 milioni» senza specificare quale dei due numeri si sta citando è la prima fonte di malintesi in trattativa.

1.2 Le tre famiglie di metodi

I metodi classici rispondono a tre domande diverse sulla stessa azienda.

Metodo	Domanda a cui risponde	Grandezza di partenza	Adatto quando
Patrimoniale rettificato	Quanto valgono i beni che ci sono dentro, a prezzi di oggi?	Patrimonio netto contabile	Azienda immobiliare, holding, società in liquidazione, redditività nulla o erratica
Reddituale	Quanto rende, in condizioni normali e ripetibili?	Reddito netto normalizzato	Azienda matura, stabile, senza piani di sviluppo rilevanti
Finanziario (DCF)	Quanta cassa produrrà, e quando?	Flussi di cassa operativi prospettici	Azienda con un piano credibile, investimenti o crescita da rappresentare

Non esiste il metodo giusto. Esiste il metodo coerente con l'azienda che si ha davanti e con i dati che si riescono a ottenere. La prassi professionale, e i Principi Italiani di Valutazione, chiedono di applicarne almeno due e di spiegare gli scostamenti: un solo metodo non si controlla.

1.3 Che cosa serve avere in mano prima di cominciare

- Bilanci degli ultimi tre esercizi completi di nota integrativa, con dettaglio dei costi per natura.
- Libro cespiti, per capire quanto è vecchio l'apparato produttivo e quanto capex serve solo per stare in piedi.
- Dettaglio crediti per scadenza e anzianità, dettaglio rimanenze per data di ultimo movimento.
- Contratti con le parti correlate: affitti, compensi, consulenze, finanziamenti soci. Nelle PMI qui si nasconde metà del reddito reale.
- Elenco dei contenziosi, delle garanzie prestate e degli impegni fuori bilancio.
- Perizie o stime aggiornate degli immobili e dei macchinari principali.

- Concentrazione del portafoglio clienti e dipendenza da persone chiave.

Il limite da dichiarare subito

Una valutazione vale quanto i dati su cui è costruita. Se il magazzino non è mai stato inventariato seriamente, se i crediti non hanno un'anzianità documentata, se il compenso dell'amministratore non ha un riferimento di mercato, il risultato resta un ordine di grandezza. Scriverlo nella relazione non è un'ammissione di debolezza: è la condizione perché il numero sia credibile.

2. Il caso di esempio: Meccanica Nova Srl

Tutti gli esempi di questo documento sono costruiti su un'unica azienda fittizia ma internamente coerente, così che i tre metodi siano confrontabili fra loro. È una PMI metalmeccanica emiliana che fa carpenteria e lavorazioni meccaniche conto terzi: 8,5 milioni di ricavi, 34 dipendenti, capannone di proprietà, due soci fratelli di cui uno amministratore operativo.

Gli importi sono in migliaia di euro. Il foglio di calcolo allegato contiene gli stessi numeri in forma di modello: tutte le celle gialle sono modificabili e il risultato si ricalcola.

2.1 Stato patrimoniale al 31/12/2025

Voce	31/12/2025
ATTIVO	
Immobilizzazioni immateriali	180
Immobilizzazioni materiali	2.950
Immobilizzazioni finanziarie	70
Rimanenze	1.450
Crediti verso clienti	2.100
Altri crediti	180
Disponibilità liquide	320
Totale attivo	7.250
PASSIVO E PATRIMONIO NETTO	
Capitale sociale	100
Riserve	1.885
Utile d'esercizio	285
Fondo TFR	480
Fondo rischi e oneri	60
Debiti v/banche m/l termine	1.350
Debiti v/banche a breve	900
Debiti v/fornitori	1.780
Altri debiti (tributari e previdenziali)	410
Totale passivo e patrimonio netto	7.250

Grandezze derivate	Valore
Patrimonio netto contabile (capitale + riserve + utile)	2.270
Posizione finanziaria netta (debiti bancari – liquidità)	1.930
Capitale circolante netto operativo (rimanenze + clienti – fornitori)	1.770

Verifica di quadratura: totale attivo – totale passivo e netto = 0. Nel foglio allegato è la prima riga del foglio «Controlli».

2.2 Conto economico degli ultimi tre esercizi

Voce	2023	2024	2025
Ricavi delle vendite e delle prestazioni	7.800	8.150	8.500
Altri ricavi e proventi	55	58	60
Valore della produzione	7.855	8.208	8.560
Consumi di materie e variazione rimanenze	3.400	3.520	3.620
Costi per servizi	1.750	1.795	1.900
Godimento beni di terzi	115	118	120
Costo del personale	1.820	1.895	1.950
Oneri diversi di gestione	70	65	70
EBITDA	700	815	900
EBITDA % sui ricavi	9,0%	10,0%	10,6%
Ammortamenti	350	360	380
Accantonamenti e svalutazioni	20	25	30
EBIT	330	430	490
Oneri finanziari netti	85	80	75
Risultato ante imposte	245	350	415
Imposte sul reddito	80	112	130
Utile netto d'esercizio	165	238	285

Letto così, il quadro è quello di un'azienda che si è ripresa: EBITDA dal 9,0% al 10,6% sui ricavi in tre anni, utile netto quasi raddoppiato. Ma questi non sono i numeri da cui si parte per valutare. Prima vanno normalizzati.

2.3 La normalizzazione: il passaggio che nelle PMI conta più di tutti

Il bilancio di una PMI non è costruito per misurare la redditività: è costruito per pagare il meno possibile e per remunerare i soci nel modo fiscalmente più conveniente. Normalizzare significa rifare il conto economico come se l'azienda fosse gestita da un terzo a condizioni di mercato, tolti gli eventi che non si ripeteranno.

Le quattro categorie di rettifica

- **Componenti non ricorrenti.** Plusvalenze e minusvalenze da cessioni, sopravvenienze, contenziosi chiusi, indennizzi, contributi una tantum, costi di ristrutturazione. Si eliminano, con il loro segno.
- **Operazioni con parti correlate fuori mercato.** Compensi agli amministratori, affitti di immobili intestati ai soci o a loro società, consulenze familiari, interessi su finanziamenti soci. Si riportano al valore che pagherebbe un terzo.
- **Costi non inerenti.** Auto, utenze, viaggi, beni a uso personale dei soci transitati in azienda. Si eliminano.
- **Politiche di bilancio.** Ammortamenti accelerati o sospesi, capitalizzazioni discrezionali, accantonamenti prudenziali o assenti, valutazione delle rimanenze. Si riallineano a un criterio economico costante.

Nell'esempio le rettifiche individuate sono queste. Segno positivo = costo da eliminare, quindi reddito che migliora; segno negativo = provento da eliminare.

Rettifica	2023	2024	2025
Plusvalenza non ricorrente da cessione macchinario	-45	—	—
Spese legali una tantum per contenzioso chiuso	—	55	—
Eccedenza compenso amministratore rispetto al mercato	—	—	60
Canone immobile da società del socio sopra mercato	—	—	30
Costi extra-aziendali del socio (auto, utenze)	15	15	15
Totale rettifiche	-30	70	105
EBIT normalizzato	300	500	595
EBITDA normalizzato	670	885	1.005
Oneri finanziari netti	85	80	75
Reddito ante imposte normalizzato	215	420	520
Imposte figurative (28%)	60,2	117,6	145,6
Reddito netto normalizzato (R)	154,8	302,4	374,4

L'effetto è netto: nel 2025 l'EBIT passa da 490 a 595, cioè +21%. Se si valuta sul bilancio non normalizzato si regala al compratore la differenza, capitalizzata.

Dal reddito storico al reddito atteso

I tre esercizi normalizzati non hanno lo stesso valore informativo: il più recente dice di più. Si usa una media ponderata con pesi crescenti.

	2023	2024	2025
Reddito netto normalizzato	154,8	302,4	374,4
Peso	1	2	3

$$R = (154,8 \times 1 + 302,4 \times 2 + 374,4 \times 3) / 6 = 313,8 \text{ k€}$$

Attenzione al senso della media

La media ponderata guarda indietro. Va bene per un'azienda matura che continuerà a fare quello che ha fatto. Se l'azienda ha appena finito un investimento che cambierà la capacità produttiva, oppure ha perso il cliente che pesava il 30%, la media storica è il numero sbagliato: in quel caso il reddito da capitalizzare è quello prospettico di regime, e conviene passare al metodo finanziario.

3. Il tasso: dove si gioca metà del risultato

Il reddituale e il finanziario hanno bisogno di un tasso. Il tasso non si sceglie a sentimento: si costruisce per addendi, ciascuno con una giustificazione. Nelle PMI il metodo più difendibile è il build-up: si parte dal CAPM e si aggiungono i premi che il CAPM, calibrato su società quotate, non cattura.

3.1 Costo del capitale proprio (Ke)

$$K_e = r_f + \beta_L \times ERP + \text{premio dimensionale} + \text{premio specifico}$$

Componente	Valore	Come si giustifica
r_f — tasso privo di rischio	4,00%	Rendimento lordo del BTP decennale. Essendo un titolo italiano incorpora già il rischio Paese: aggiungere un country risk premium sopra è doppio conteggio.
ERP — premio per il rischio azionario	5,00%	Premio di un mercato maturo. Fonti: serie storiche Damodaran, survey sui practitioner.
β_u — beta unlevered di settore	0,80	Mediana di un campione di comparabili quotate del settore, deleveraggiata. Una PMI non ha un beta proprio: non è quotata.
D/E obiettivo	0,67	Struttura finanziaria di riferimento del settore, non quella contabile puntuale dell'azienda.
β_L — beta levered	1,18	$\beta_L = \beta_u \times [1 + (1-t) \times D/E] = 0,80 \times [1 + 0,72 \times 0,67]$
Premio dimensionale	2,50%	Ricavi sotto i 10 milioni: minore capacità di assorbire shock, minore accesso al credito, minore diversificazione di clienti e prodotti.
Premio per rischio specifico	1,50%	Concentrazione della clientela, dipendenza dall'amministratore (key man), non negoziabilità della quota.
Ke	13,92%	4,00% + 1,18 × 5,00% + 2,50% + 1,50%

I premi dimensionale e specifico sono i più discrezionali del calcolo. Vanno motivati per iscritto voce per voce, altrimenti diventano la maniglia con cui la controparte smonta l'intera valutazione.

3.2 Costo medio ponderato del capitale (WACC)

$$WACC = W_e \times K_e + W_d \times K_d \times (1 - t)$$

Componente	Valore	Nota
K_d — costo lordo del debito	5,50%	Tasso medio ponderato dei finanziamenti in essere
$K_d \text{ netto} = K_d \times (1 - \text{IRES } 24\%)$	4,18%	Lo scudo fiscale degli interessi entra qui, non nei flussi
W_e — peso del capitale proprio	60,0%	Struttura obiettivo, coerente con il D/E usato per il beta
W_d — peso del debito	40,0%	
WACC	10,02%	60% × 13,92% + 40% × 4,18%

3.3 La regola di coerenza che non si può violare

Flusso e tasso devono guardare la stessa tasca

Flusso di pertinenza dei soci (reddito netto, FCFE) → si sconta al K_e , e il risultato è già equity value: non si sottrae il debito.

Flusso di pertinenza di tutti i finanziatori (FCFF, prima degli oneri finanziari) → si sconta al WACC, il risultato è enterprise value, e da lì si sottrae la PFN.

Scontare un flusso netto al WACC, o un FCFF al K_e , è l'errore più frequente e produce scostamenti nell'ordine del 30-40%. Non è un dettaglio accademico: è la differenza fra fare bene e fare un numero sbagliato con molte cifre decimali.

4. Metodo patrimoniale rettificato

4.1 La logica

Il metodo patrimoniale risponde a una domanda semplice: se dovessi ricostituire questa azienda da zero comprando uno per uno i beni che ha e accollandomi i debiti che ha, quanto spenderei oggi? Si parte dal patrimonio netto contabile e si porta ogni voce dell'attivo e del passivo al suo valore corrente, aggiungendo quello che il bilancio non registra e togliendo quello che registra per eccesso.

$$K = \text{Patrimonio netto contabile} \pm \text{rettifiche a valori correnti} - \text{fiscalità potenziale}$$

È il metodo più verificabile dei tre, perché ogni rettifica poggia su un documento: una perizia, un estratto conto, un'anzianità di magazzino. Ed è anche il più cieco, perché non guarda affatto la redditività: due aziende con lo stesso capannone e gli stessi macchinari valgono lo stesso, che guadagnino o che perdano.

4.2 Le rettifiche tipiche in una PMI

Dove guardare	Che cosa salta fuori di solito
Immobili	Il capannone comprato negli anni Novanta è a bilancio al costo storico ammortizzato. Vale molto di più (o, in aree industriali svuotate, molto meno). Serve una perizia, non una stima a occhio.
Impianti e macchinari	Il contrario: cespiti a bilancio con valore residuo ma tecnicamente fuori mercato, e macchinari già interamente ammortizzati ancora perfettamente funzionanti e vendibili.
Immobilizzazioni immateriali	Costi di impianto, spese di pubblicità capitalizzate, software obsoleti: valore autonomo zero, si azzerano. Attenzione a non confonderli con marchi e brevetti veri, che invece possono valere più del bilancio.
Crediti	Anzianità e recuperabilità reale. Il credito a 400 giorni verso un cliente in concordato non è un credito.
Rimanenze	Giacenze a lenta rotazione, materiale obsoleto, semilavorati di commesse abbandonate. Si guarda la data dell'ultimo movimento, non il valore a inventario.
Partecipazioni	Al patrimonio netto della partecipata, non al costo.
Fondi e passività latenti	Contenziosi non accantonati, garanzie prestate, TFR calcolato senza attualizzazione, oneri di bonifica, contestazioni fiscali.
Leasing e beni di terzi	Beni utilizzati in leasing: valore del bene e debito residuo vanno rappresentati, altrimenti l'attivo è sottostimato e il debito sparisce.

4.3 La fiscalità potenziale

Se il capannone iscritto a 1.800 vale 2.400, la plusvalenza latente è 600. Ma quei 600 non arrivano netti al socio: alla cessione si pagano le imposte. La prassi è dedurre una fiscalità potenziale sulle plusvalenze latenti, modulando l'aliquota in funzione della probabilità e della lontananza della cessione.

Situazione	Quota di aliquota da applicare
Cessione già decisa o imminente	100% dell'aliquota
Cessione possibile, senza orizzonte definito	40-60% dell'aliquota (sconto per differimento)
Bene strumentale che non sarà ceduto	0-20%, oppure nessuna deduzione con motivazione

Nell'esempio si applica il 24% ridotto al 50%, cioè un 12% effettivo sulle plusvalenze latenti.

4.4 Esempio numerico

Voce	Importo	Plusvalenza latente
Patrimonio netto contabile al 31/12/2025	2.270	
Rettifiche di valore		
Fabbricato industriale: valore di perizia 2.400 contro valore contabile 1.800	+600	sì
Partecipazione in collegata valutata a patrimonio netto	+35	sì
Impianti tecnicamente obsoleti, da svalutare	-120	—
Costi di impianto e ampliamento privi di valore autonomo	-40	—
Crediti verso clienti inesigibili non svalutati	-95	—
Rimanenze a lenta rotazione (giacenza > 24 mesi)	-110	—
Contenzioso con ex dipendente non accantonato	-70	—
Adeguamento attuariale del fondo TFR	-20	—
Totale rettifiche	+180	
di cui plusvalenze latenti tassabili	635	
Fiscalità potenziale (24% × 50% su 635)	-76,2	
K — PATRIMONIO NETTO RETTIFICATO	2.373,8	

Il patrimonio netto rettificato è 2.373,8 k€ contro 2.270 contabili: solo +4,6%. Poco spettacolare, e del tutto normale: la plusvalenza sul capannone (+600) viene quasi interamente mangiata dalle svalutazioni di impianti, crediti e magazzino, dal contenzioso e dalla fiscalità potenziale (-531 in tutto). Nelle PMI succede spesso: la perizia dell'immobile serve a tappare buchi che nessuno aveva contato.

4.5 La variante complessa

Aggiunge i beni immateriali che il bilancio non registra perché generati internamente: portafoglio clienti, certificazioni, know-how, autorizzazioni. Nell'esempio si stimano 150 k€, e K passa a 2.523,8 k€.

Variente delicata: stimare a parte il portafoglio clienti duplica quello che il reddituale già cattura come avviamento. Usare insieme patrimoniale complesso e reddituale nella media finale significa contare due volte la stessa cosa.

4.6 Quando usarlo e che cosa non dice

Funziona quando	Non funziona quando
L'attivo è il cuore del valore: immobiliari, holding di partecipazioni, aziende agricole.	L'azienda vale per quello che produce e non per quello che possiede: servizi, software, consulenza.
La redditività è nulla, negativa o troppo erratica per essere capitalizzata.	La redditività è buona e stabile: il patrimoniale la ignora e sottostima sistematicamente.
Si ipotizza la liquidazione, la cessazione o lo scioglimento.	Si valuta un'azienda in funzionamento con prospettive.
Serve un pavimento difendibile al valore.	Serve un numero di trattativa: senza rendimento nessuno paga il patrimonio.

5. Metodo reddituale

5.1 La logica

Il metodo reddituale ribalta la prospettiva: l'azienda vale quanto rende, non quanto possiede. Si prende il reddito che l'azienda è in grado di produrre in condizioni normali e ripetibili, e si capitalizza al tasso di rendimento che un investitore pretende per correre quel rischio.

È la traduzione in formula di un ragionamento che qualunque imprenditore fa istintivamente: «se metto questi soldi qui dentro e mi rendono il 14% all'anno, quanto devo metterci per portarmi a casa 314 mila euro l'anno?». La risposta è l'inverso del tasso.

5.2 Le tre varianti

a) Rendita perpetua senza crescita

Si assume che il reddito normalizzato si ripeta indefinitamente allo stesso livello. È l'ipotesi più prudente e la più usata per le PMI mature.

$$W = R / i$$

b) Rendita perpetua con crescita

Si assume che il reddito cresca a un tasso costante g per sempre. Il modello è quello di Gordon.

$$W = R / (i - g)$$

g va tenuto basso e giustificato: è una crescita che dura per sempre, quindi non può superare la crescita nominale attesa dell'economia in cui l'azienda opera. Un g del 3% su un tasso del 14% gonfia il valore del 27% rispetto alla rendita semplice; un g del 5% lo gonfia del 56%. È la leva più facile da tirare per far uscire il numero che si vuole, e quella che una controparte attenta controlla per prima.

c) Rendita a durata limitata

Si assume che il reddito duri solo n anni, oltre i quali l'azienda non produce più sovraredditi. Ha senso quando il vantaggio competitivo è legato a un contratto, a una concessione, a un brevetto o a una persona con una data di scadenza.

$$W = R \times a(n;i) \quad \text{con} \quad a(n;i) = [1 - (1+i)^{-n}] / i$$

5.3 Esempio numerico

Parametro	Simbolo	Valore
Reddito netto medio normalizzato	R	313,8 k€
Tasso di capitalizzazione (= K_e)	i	13,92%
Tasso di crescita di lungo periodo	g	1,00%
Orizzonte della variante a durata limitata	n	8 anni

Variante	Calcolo	W (k€)
a) Rendita perpetua	$313,8 / 13,92\%$	2.254,3
b) Rendita perpetua con crescita	$313,8 / (13,92\% - 1,00\%)$	2.428,8
c) Rendita a 8 anni	$313,8 \times 4,6513$	1.459,6

Lo scarto fra la prima e la terza variante è del 35%: la stessa azienda, lo stesso reddito, lo stesso tasso, e un valore che cambia di oltre un terzo solo per l'ipotesi su quanto dura il vantaggio. La scelta della variante non è un dettaglio tecnico, è una tesi sull'azienda e va scritta come tale.

5.4 Sensitività al tasso

Il valore reddituale è l'inverso di una differenza fra due numeri piccoli. Piccole variazioni del tasso producono grandi variazioni del valore.

i \ g	0,00%	0,50%	1,00%	1,50%	2,00%
11,92%	2.633	2.748	2.874	3.012	3.163
12,92%	2.429	2.527	2.633	2.748	2.874
13,92%	2.254	2.338	2.429	2.527	2.633
14,92%	2.103	2.176	2.254	2.338	2.429
15,92%	1.971	2.035	2.103	2.176	2.254

Riga evidenziata: i parametri del caso ($i = 13,92\%$, $g = 1,00\%$), che restituiscono i 2.428,8 k€ della variante b. Un punto di tasso in meno vale 204 k€ in più, un punto in più -174 k€. Il tasso va argomentato voce per voce, non scelto per far quadrare un'aspettativa.

5.5 Quando usarlo e che cosa non dice

Funziona quando	Non funziona quando
L'azienda è matura, il fatturato è stabile, il mercato è prevedibile.	L'azienda è in forte crescita o in svolta: il passato non dice niente sul futuro.
Non ci sono investimenti rilevanti in programma e il capex serve solo al mantenimento.	Serve un piano di investimenti pesante: il reddituale non lo vede, il DCF sì.
I dati storici sono affidabili e normalizzabili con documenti.	Il circolante assorbe o libera cassa in modo significativo: il reddito non è cassa.
Serve un metodo rapido, comprensibile e difendibile in trattativa.	L'azienda ha stagionalità o ciclicità forti: la media storica appiattisce tutto.

Il limite strutturale del reddituale

Il reddito non è cassa. Un'azienda può avere un utile eccellente e non generare un euro, perché tutto l'utile finisce in magazzino, in crediti verso clienti che pagano a 150 giorni e in macchinari da sostituire. Il reddituale non vede niente di tutto questo. È il motivo per cui esiste il terzo metodo.

6. Metodo finanziario (Discounted Cash Flow)

6.1 La logica

Il metodo finanziario dice che un'azienda vale la somma dei flussi di cassa che distribuirà in futuro, ciascuno riportato a oggi in base a quando arriva e a quanto è incerto. È il metodo teoricamente più corretto dei tre, perché la cassa è l'unica cosa che un socio può effettivamente portarsi a casa. Ed è il più fragile, perché richiede di scrivere un piano, e un piano è per definizione un'opinione.

6.2 FCFF o FCFE: due strade, un solo risultato se si fa bene

	FCFF (asset side)	FCFE (equity side)
Che flusso	Cassa disponibile per tutti i finanziatori, prima degli oneri finanziari	Cassa disponibile per i soli soci, dopo interessi e movimenti di debito
Tasso di sconto	WACC	Ke
Risultato diretto	Enterprise Value	Equity Value
Passaggio finale	– PFN → Equity Value	nessuno
Quando conviene	Struttura finanziaria stabile. È lo standard.	Struttura finanziaria che cambia molto nel piano, banche, immobiliari

Qui si usa l'FCFF, che è la prassi. La costruzione è questa:

$$\text{FCFF} = \text{EBIT} \times (1 - t) + \text{ammortamenti} - \Delta \text{CCN} - \text{investimenti} + \Delta \text{TFR}$$

Tre osservazioni sulla formula, tutte importanti:

- Gli oneri finanziari non compaiono. Il costo del debito è già dentro il WACC. Metterli anche nei flussi li conta due volte.
- Le imposte sono figurative sull'EBIT, non quelle di bilancio: non devono contenere il beneficio fiscale degli interessi, che sta nel WACC.
- Gli ammortamenti si sommano perché sono un costo non monetario, e gli investimenti si sottraggono perché sono un'uscita vera. Se capex e ammortamenti coincidono per tutto il piano, non si sta rappresentando un'azienda: si sta facendo una semplificazione, e va dichiarata.

6.3 Le ipotesi di piano

L'orizzonte esplicito è di cinque anni, 2026-2030. Più lungo non aumenta la precisione: aumenta solo il numero di ipotesi indimostrabili. Il piano parte dai dati normalizzati 2025 e non da quelli di bilancio.

Ipotesi	2026	2027	2028	2029	2030
Crescita dei ricavi	4,0%	3,5%	3,0%	2,5%	2,0%
Margine EBITDA sui ricavi	11,8%	12,0%	12,2%	12,3%	12,3%
Ammortamenti (k€)	400	415	425	435	440
Investimenti (k€)	450	430	440	445	445
Variazione fondo TFR (k€)	15	15	15	15	15
CCN operativo in % dei ricavi	20,5%	20,5%	20,5%	20,5%	20,5%

Crescita decrescente (dal 4,0% al 2,0%), margine che migliora di mezzo punto in cinque anni, capex leggermente superiore agli ammortamenti. Sono ipotesi di continuità, non di rilancio: è la scelta prudente quando non c'è un piano industriale formalizzato dall'azienda.

6.4 Costruzione dei flussi

Voce (k€)	2026	2027	2028	2029	2030
Ricavi	8.840	9.149	9.424	9.659	9.853
EBITDA	1.043	1.098	1.150	1.188	1.212
– Ammortamenti	–400	–415	–425	–435	–440
EBIT	643	683	725	753	772
– Imposte figurative (28%)	–180	–191	–203	–211	–216
NOPAT	463	492	522	542	556
+ Ammortamenti	+400	+415	+425	+435	+440
CCN operativo di fine anno	1.812	1.876	1.932	1.980	2.020
– Variazione del CCN	–42	–63	–56	–48	–40
– Investimenti	–450	–430	–440	–445	–445
+ Variazione fondo TFR	+15	+15	+15	+15	+15
FCFF	386	428	466	499	526

Attualizzazione	2026	2027	2028	2029	2030
Periodo t	1	2	3	4	5
Fattore di sconto $1/(1+10,02\%)^t$	0,9089	0,8261	0,7508	0,6824	0,6202
Valore attuale del FCFF	351	354	350	340	326

6.5 Il terminal value, ovvero i due terzi del risultato

Oltre il quinto anno si assume che l'azienda continui a generare l'ultimo flusso, crescendo a un tasso costante g per sempre. La formula è di nuovo quella di Gordon, applicata ai flussi di cassa.

$$TV = FCFF_{2030} \times (1 + g) / (WACC - g)$$

Passaggio	Valore (k€)
Somma dei valori attuali del periodo esplicito 2026-2030	1.720,8
Terminal Value nominale al 2030 ($g = 1,00\%$)	5.888,9
Valore attuale del Terminal Value ($\times 0,6202$)	3.652,5
ENTERPRISE VALUE	5.373,4
– Posizione finanziaria netta	–1.930
W — EQUITY VALUE	3.443,4

Il numero da guardare con sospetto

Il valore attuale del terminal value è 3.652,5 k€ su un enterprise value di 5.373,4: il 68% del totale. Vuol dire che due terzi della valutazione non dipendono dal piano che abbiamo costruito con cura, ma da due parametri scelti a tavolino: il WACC e il g perpetuo.

Non è un difetto del modello, è la sua natura: i flussi lontani pesano molto perché sono infiniti. Ma è il motivo per cui un DCF senza tabella di sensitività non è una valutazione, è un'opinione con la calcolatrice. Sopra il 75% conviene accorciare il piano, rivedere il g , o affiancare un metodo che non dipenda dalla perpetuità.

6.6 Sensitività dell'equity value

WACC \ g	0,00%	0,50%	1,00%	1,50%	2,00%
9,02%	3.623	3.866	4.138	4.446	4.799
9,52%	3.320	3.532	3.770	4.037	4.340
10,02%	3.046	3.234	3.443	3.677	3.939
10,52%	2.799	2.966	3.151	3.356	3.585
11,02%	2.575	2.724	2.888	3.070	3.271

Cella evidenziata: i parametri del caso, che restituiscono i 3.443,4 k€ del paragrafo 6.5. Mezzo punto di WACC in meno e mezzo punto di g in più portano il valore oltre i 4.000 k€, cioè +17%. Chi presenta un DCF senza questa tabella sta nascondendo qualcosa, anche a sé stesso.

6.7 Quando usarlo e che cosa non dice

Funziona quando	Non funziona quando
Esiste un piano industriale credibile, fatto dall'azienda e non dal valutatore.	Il piano non esiste e va inventato: allora il DCF misura la fantasia di chi lo scrive.
Ci sono investimenti, crescita o cambi di perimetro da rappresentare.	L'azienda è in perdita strutturale o i flussi sono negativi per tutto l'orizzonte.
Il circolante si muove in modo significativo con il fatturato.	I dati contabili non permettono di ricostruire il circolante in modo attendibile.
Serve poter discutere le ipotesi una per una con la controparte.	Serve un numero rapido e difendibile in mezz'ora.

7. Mettere insieme i tre risultati

7.1 I numeri a confronto

Metodo	W (k€)	Peso	Contributo
Patrimoniale rettificato	2.373,8	25%	593,5
Reddituale (perpetua con crescita)	2.428,8	35%	850,1
Finanziario (DCF)	3.443,4	40%	1.377,3
Media ponderata		100%	2.820,9

7.2 Perché il DCF dà 1.000 k€ in più del reddituale

Questo scostamento va spiegato, non nascosto sotto una media. Le ragioni sono tre, tutte identificabili.

- **Il reddituale guarda indietro, il DCF guarda avanti.** $R = 313,8$ è la media ponderata di tre esercizi, di cui il 2023 debole (154,8). Il DCF parte dal 2025 normalizzato e proietta in avanti: il reddito netto implicito del 2026 è circa 409 k€, il 30% in più della media storica.
- **Il DCF incorpora la crescita del piano.** Cinque anni di crescita dal 4,0% al 2,0% e mezzo punto di margine in più: nel reddituale tutto questo semplicemente non c'è.
- **I tassi sono diversi per costruzione.** Il reddituale capitalizza al K_e (13,92%), il DCF sconta al WACC (10,02%), che è più basso perché include il debito e il suo scudo fiscale. A parità di tutto il resto, un tasso più basso dà un valore più alto — e poi il debito si sottrae alla fine.

La lettura corretta è questa: il patrimoniale dice il pavimento, il reddituale dice quanto vale l'azienda se continua a fare esattamente quello che ha fatto, il DCF dice quanto vale se il piano si realizza. La differenza fra reddituale e DCF è il prezzo della crescita, e in trattativa è esattamente il pezzo che si negozia — tipicamente con un earn-out, cioè facendo dipendere una parte del prezzo dal fatto che il piano si avveri davvero.

7.3 La ponderazione e il suo unico criterio

I pesi non hanno una regola matematica. Hanno una regola logica: pesa più il metodo che usa i dati più affidabili per quell'azienda. Qui i pesi 25 / 35 / 40 riflettono tre giudizi:

- Il patrimoniale pesa poco (25%) perché l'azienda vale per la sua capacità produttiva, non per i suoi beni; resta come pavimento.
- Il reddituale pesa 35% perché i tre esercizi storici sono documentati e la normalizzazione è solida.
- Il DCF pesa 40% perché è il metodo teoricamente corretto, ma non di più perché il piano non è dell'azienda ed è per due terzi terminal value.

In alternativa alla media si può presentare solo l'intervallo, lasciando alla trattativa il compito di posizionarsi. È la scelta più onesta quando gli scostamenti fra metodi sono ampi. Una media che nasconde un range del 40% comunica una precisione che non esiste.

7.4 Le controprove

Due verifiche indipendenti, che non entrano nella media ma dicono se la media è plausibile.

Metodo misto patrimoniale-reddituale (UEC)

È il metodo della Unione Europea degli Esperti Contabili: si parte dal patrimonio rettificato e si aggiunge il valore attuale del sovrareddito, cioè di quanto l'azienda rende in più rispetto a un rendimento normale del capitale investito. È l'avviamento, calcolato invece che stimato.

$$W = K + a(n; i') \times (R - i \times K)$$

Passaggio	Valore
K — patrimonio netto rettificato	2.373,8 k€
R — reddito medio normalizzato	313,8 k€
i — rendimento normale del capitale investito	8,0%
Rendimento normale atteso = $i \times K$	189,9 k€
Sovrareddito annuo = $R - i \times K$	123,9 k€
n — durata dell'avviamento	5 anni
i' — tasso di attualizzazione del sovrareddito	12,0%
Avviamento = $a(5;12\%) \times \text{sovrareddito}$	446,6 k€
W misto = $K + \text{avviamento}$	2.820,4 k€

Il metodo misto dà 2.820,4 k€ contro una media ponderata di 2.820,9: uno scostamento di 0,5 k€, cioè lo 0,02%. Una convergenza di questo tipo, ottenuta con logiche del tutto diverse, è il miglior controllo di coerenza disponibile.

Multipli di mercato (EV/EBITDA)

Si applica all'EBITDA normalizzato 2025 (1.005 k€) il multiplo osservato su transazioni comparabili.

EV/EBITDA	Enterprise Value	– PFN	Equity Value
4,5x	4.523	–1.930	2.592,5
5,5x	5.528	–1.930	3.597,5
6,5x	6.533	–1.930	4.602,5

L'intervallo dei multipli (2.593 – 4.603) contiene comodamente tutti i risultati dei tre metodi. È una conferma debole ma utile: nessuno dei tre metodi produce un numero fuori mercato.

I multipli sulle PMI vanno usati con prudenza: le transazioni comparabili sono poche, poco documentate e riguardano aziende che di solito hanno dimensioni maggiori. Un multiplo preso da un database di società quotate va scontato per dimensione e per non negoziabilità, tipicamente del 25-35%.

7.5 La conclusione

Intervallo di valore del capitale economico	2.374 – 3.443 k€
Valore di sintesi (media ponderata)	2.821 k€
Controprova con metodo misto UEC	2.820 k€
Multiplo EV/EBITDA implicito nel valore di sintesi	4,73x

In sintesi: Meccanica Nova vale fra 2,4 e 3,4 milioni di euro, con un punto centrale intorno a 2,8 milioni, corrispondente a un EV/EBITDA di 4,73x sull'EBITDA normalizzato. Il pavimento è il patrimonio rettificato; il tetto lo paga solo chi crede al piano e lo mette per iscritto.

8. Appendice — gli errori che si vedono più spesso

Errore	Conseguenza e rimedio
Valutare sul bilancio non normalizzato	Nelle PMI il reddito dichiarato è quasi sempre più basso di quello economico. Si regala al compratore la differenza, moltiplicata per il fattore di capitalizzazione. Rimedio: normalizzare prima, sempre, con documenti alla mano.
Scontare l'FCFF al Ke (o il reddito netto al WACC)	Scostamenti del 30-40% sul risultato. Rimedio: la regola del capitolo 3.3, verificata prima di guardare il numero.
Sottrarre la PFN da un equity value	Doppio conteggio del debito. Succede quando si sconta un flusso netto e poi si applica il ponte per abitudine.
Mettere gli oneri finanziari dentro l'FCFF	Il costo del debito viene contato due volte, una nei flussi e una nel WACC.
g del terminal value troppo alto	Un g del 3-4% su una PMI metalmeccanica significa ipotizzare che cresca per sempre più dell'economia in cui opera. Rimedio: tetto all'inflazione attesa, e controllo che g sia molto minore del WACC.
Terminal value oltre il 75-80% dell'EV	La valutazione non dipende più dal piano. Rimedio: allungare l'orizzonte esplicito fino al regime, abbassare g, o cambiare metodo.
Piano industriale a forma di hockey stick	Tre anni piatti e poi il raddoppio. Rimedio: chiedere all'azienda i budget degli ultimi tre anni e confrontarli con i consuntivi. Se sbaglia sistematicamente del 30%, il piano vale zero.
Capex uguale agli ammortamenti per tutto il piano	È un'ipotesi di stato stazionario, non un dato. Con impianti vecchi il capex di mantenimento è più alto degli ammortamenti storici. Rimedio: libro cespiti e piano di sostituzione.
Ignorare il circolante	Un'azienda che cresce del 10% assorbe cassa. Rimedio: legare il CCN ai ricavi con una percentuale storica verificata.
Dimenticare le passività potenziali	Contenziosi, garanzie prestate, contestazioni fiscali, oneri di bonifica. Non stanno in bilancio e si scaricano sul compratore. Rimedio: elenco firmato dagli amministratori.
Non applicare gli sconti di minoranza e di illiquidità	Una quota del 20% non vale il 20% del valore dell'intera azienda. Sconto di minoranza tipico 20-30%, sconto di illiquidità 20-30%; non sono cumulabili meccanicamente.
Confondere valore e prezzo	Il valore è una stima tecnica, il prezzo è l'esito di una negoziazione. Scriverlo in relazione evita metà delle discussioni successive.

Che cosa questo documento non fa

Non è una perizia, non è una relazione di stima ex art. 2343 c.c., non sostituisce una due diligence contabile, fiscale e legale. L'azienda dell'esempio è inventata e i parametri di mercato (tasso privo di rischio, premio azionario, beta, multipli) sono indicativi alla data di redazione e vanno riverificati a ogni incarico.

Non tratta i casi speciali: start-up senza storia, aziende in crisi o in concordato, valutazione di quote di minoranza con patti parasociali, conferimenti, operazioni straordinarie, opzioni reali. Ognuno di questi richiede un impianto diverso.

Marco Baldoni

Strategica SRL

mbaldonistrategica@gmail.com

strategicasrl.com

Strategia & Calcolo — una collaborazione solida, delle soluzioni flessibili.