

Idee di valore – la newsletter di ACB Valutazioni – n. 17 – Maggio 2024

Ebitda: è una buona base per misurare il valore?

Non c'è valutazione che non consideri i multipli dell'Ebitda. Spesso si fa riferimento a multipli medi di settore, sulla base del presupposto sbagliato che gli Ebitda siano tutti di eguale qualità. Così non è.

L'Ebitda non è una misura riportata in bilancio e va calcolata. Come? La via più semplice consiste nel sommare all'Ebit (ossia alla differenza fra le voci A e B di conto economico) la voce ammortamenti. Tuttavia così facendo non si coglie la vera natura dell'Ebitda.

È più utile ricavare l'Ebitda muovendo dai ricavi (cioè, dall'alto di un conto economico scalare) e dall'utile netto (cioè, dal basso). È bene considerare entrambi i metodi perché uno (dall'alto) permette di comprendere cosa l'Ebitda esprime, mentre l'altro (dal basso) ciò che l'Ebitda esclude.

La composizione dell'Ebitda dall'alto è la seguente:

(+) Ricavi
(-) Costi operativi monetari
= Ebitda

La composizione dell'Ebitda dal basso è la seguente:

(+) utile netto
(+) Imposte
(+) oneri finanziari netti
(-) dividendi da partecipazioni
(-) utili di collegate consolidate con il criterio del patrimonio netto
(-) componenti straordinari positivi di reddito
(+) componenti straordinari negativi di reddito
= Ebitda

Vediamo quali sono i vantaggi ed i limiti dell'Ebitda.

Perché l'Ebitda è usato così spesso e quali sono i suoi limiti?

Le ragioni di un uso così frequente dell'Ebitda vanno ricercate nella sua versatilità. Infatti, gli usi sono molteplici e fanno tutti perno su ciò che l'Ebitda comprende (differenza fra ricavi e costi operativi monetari):

- *Valutazioni di performance.* È una misura di efficienza operativa della società.
- *Benchmarking.* È una misura che non risente delle politiche di ammortamento/accantonamento, ecc. e quindi gode di una maggiore comparabilità.
- *Valutazioni d'azienda.* È usato come base del multiplo Enterprise Value/Ebitda.
- *Merito del credito.* È usato come base per individuare un rapporto di indebitamento accettabile, sulla base del multiplo Debito finanziario/Ebitda.

A fronte di questa versatilità vi sono anche dei limiti dell'Ebitda, che discendono dal fatto che l'Ebitda trascura tutti gli elementi evidenziati dal calcolo dal basso. Infatti, l'Ebitda:

- non fornisce indicazioni sulla capacità di reddito dell'impresa, in quanto trascura imposte, oneri finanziari ed ammortamenti (ossia la fiscalità, la struttura finanziaria e l'intensità di capitale del business);

- fornisce indicazioni parziali sui flussi di cassa operativi, in quanto pur essendo ottenuto per differenza fra ricavi e costi monetari, trascura le variazioni di capitale circolante e gli investimenti, che concorrono a formare i flussi di cassa operativi.

Gli Ebitda non sono tutti eguali

Due imprese con uno stesso Ebitda possono caratterizzarsi per livelli di utile netto e di flussi di cassa operativi molto diversi. Questa circostanza fa sì che due imprese con lo stesso Ebitda, ma di qualità diversa, non possano essere valutate sulla base dello stesso multiplo.

Vediamo perché attraverso un semplice esempio.

Le società A e B presentano uno stesso Ebitda (pari a 100), che si traduce in flussi di cassa operativi molto diversi (vedi tabella).

La società B è in grado di convertire l'Ebitda in un maggiore flusso di cassa operativo. La *cash conversion* dell'Ebitda è pari al 47% per B e del solo al 29% per A.

		Società A	Società B
(+)	Ebitda	100	100
(-)	Capex	50	40
(-)	Incremento di circolante	10	0
(-)	Imposte	11	13
(=)	Flusso di cassa operativo	29	47

Se l'Ebitda della società B si traduce in maggiore flusso di cassa, significa che è di maggiore qualità e che conseguentemente deve valere di più. Di fronte a tanta differenza nella *cash conversion* dell'Ebitda qualsiasi investitore valuterebbe A e B sulla base della rispettiva capacità di generare cash flow operativi. L'investitore potrebbe utilizzare un multiplo EV/FCO (Enterprise Value/ Flusso di cassa operativo) pari a 15x.

Entrambe le società sarebbero valutate 15 volte il cash flow operativo e quindi l'*enterprise value* per la società A sarebbe pari a 435 (15 x 29) mentre per la società B sarebbe pari a 705 (= 15 x 47).

I multipli *Enterprise value* /Ebitda sarebbero rispettivamente pari a 4,3x (= 435/100) per la società A ed a 7,0x (705/100) per la società B.

Questa diversità di multipli *asset side* potrebbe tradursi in una differenza ancora più vistosa dei multipli *equity side* quando si considerasse la traduzione dell'Ebitda in utile netto.

		Società A	Società B
(+)	Ebitda	100	100
(-)	Ammortamenti	35	40
(-)	Oneri finanziari	20	10
(-)	Imposte	11	13
(=)	Utile netto	34	37

Nell'esempio gli utili netti delle due società sono molto simili, ma la società A è molto più indebitata della società B (gli oneri finanziari sono doppi) e dunque gli utili sono molto più rischiosi. Un investitore applicherebbe un multiplo inferiore agli utili più rischiosi. Supponiamo che il debito della società A sia pari a 220 ed il debito della società B sia la metà (110). Il valore dell'*equity* della società sarà allora pari a 215 (Enterprise value – debito = 435 – 220) ed il valore dell'*Equity* della società B sarà pari a 595 (= 705 – 110).

Il multiplo P/E (Equity/Utile netto) per la società A sarebbe pari a 6,3x (= 215/34) e per la società B 16,0x (=595/37).

Con buona pace della eguaglianza dei valori di due imprese con stesso Ebitda.

Come non cadere nella trappola degli Ebitda tutti eguali

Gli investitori guardano alla capacità dell'Ebitda di trasformarsi in flusso di cassa operativo e in utile netto. Prova ne sia che i multipli *Enterprise Value/Ebitda* impliciti nei prezzi dei *deal* realizzati in uno stesso settore presentano differenze anche importanti, tanto più importanti quanto maggiore è la diversità di traduzione dell'Ebitda in flussi di cassa operativi ed in utili netti.

Per questa ragione imprese che hanno Ebitda di buona qualità (elevata *cash conversion* ed elevata conversione in utili netti) non dovrebbero accontentarsi di valutazioni fondate su multipli medi.

Se le società o le transazioni comparabili mostrassero: (i) multipli medi EV/Ebitda pari a 5x (ii) una *cash conversion* dell'Ebitda in media del 50% ed (iii) una conversione dell'ebitda in utile netto del 30%, mentre la specifica azienda mostrasse una *cash conversion* del 75% ed una conversione in utili netti del 40%, il multiplo da applicare alla specifica impresa dovrebbe essere molto superiore alla media di settore.

Attenti a non cadere nella trappola degli Ebitda tutti eguali!

ACB Valutazioni

Chi siamo

ACB Valutazioni è una società che unisce le competenze del Prof. Mauro Bini con quelle 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, individuamo 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!

Nel caso non si voglia più ricevere la presente newsletter è sufficiente inviare una email a info@acb-valutazioni.it indicando nel campo oggetto «disiscriviti».