

Start-up: metodi valutativi

Introduzione

In finanza esistono diversi metodi per valutare quale sia il valore teorico di un investimento. La valutazione di start-up risulta particolarmente complessa a causa della maggiore incertezza rispetto alle aziende ormai da tempo stabilite sul mercato. Tali società, infatti, non hanno a disposizione dati storici, come bilanci o altre informazioni finanziarie, su cui basarsi. Di conseguenza, il processo di valutazione si basa su supposizioni relative alle prospettive future del progetto, che potrebbero rivelarsi sia ottimiste che pessimiste. Per tali ragioni il seguente elaborato vuole indagare sul metodo valutativo più appropriato per una newco.

Metodi di valutazione

1. DCF

Il metodo dei DCF (Discounted Cash Flows) è uno dei più utilizzati nella valutazione aziendale, poiché, se applicato correttamente, consente di ottenere una stima precisa del potenziale Enterprise Value e dell'Equity Value. Questo approccio si basa sull'analisi dei **flussi di cassa generati dall'attività aziendale**, che vengono attualizzati a un tasso prestabilito, il WACC (Weighted Average Cost of Capital), per calcolare il valore attuale dell'azienda.

Il metodo DCF può essere applicato anche a società che non hanno ancora generato flussi di cassa, come le start-up. In questi casi, **i calcoli devono essere basati su valori prospettici**. Tuttavia, qui emerge il principale limite di questo approccio: la dipendenza da una serie di assunzioni future, che potrebbero differire significativamente dai risultati effettivi. Questa discrepanza può portare a una valutazione distorta, influenzata da ipotesi che, per quanto conservative, potrebbero non rappresentare con precisione il valore reale futuro dell'azienda.

2. Multipli di mercato

Nella valutazione con i multipli di mercato, si utilizzano i dati di diversi competitor per calcolare **indici proporzionali**, come EV/EBITDA o P/E, **che descrivono vari aspetti delle performance aziendali**. Questo approccio offre grande flessibilità e consente alle start-up di mettere in evidenza elementi distintivi, valorizzando asset intangibili di rilievo accanto al valore aziendale misurabile.

Una volta individuati i multipli più adatti alle caratteristiche della start-up, si procede al **confronto con i competitor** selezionati durante l'analisi di settore. Tuttavia, questa **fase è particolarmente delicata**, poiché la scelta dei competitor è cruciale per la **credibilità della valutazione**. Per le start-up, la complessità aumenta a causa di modelli di business spesso innovativi e difficilmente comparabili con quelli di altre aziende. Per questo è fondamentale individuare competitor che siano coerenti con il proprio business plan, evitando selezioni opportunistiche che potrebbero compromettere l'affidabilità del confronto.

3. First Chicago

Il metodo si basa sulla **valutazione di diversi scenari futuri** (ottimistico, realistico e pessimistico) dell'azienda, **associando a ciascuno una probabilità**. La valutazione finale si ottiene **ponderando i risultati** di ciascun scenario in base alla probabilità. Il processo include:

- Creazione di tre scenari che riflettono sviluppi diversi del business (vendite, costi, crescita).
- Calcolo del valore dell'azienda per ogni scenario, utilizzando previsioni finanziarie.
- Assegnazione di probabilità a ciascun scenario in base alla sua plausibilità.
- Ponderazione dei risultati ottenuti per ciascun scenario.
- Somma delle valutazioni ponderate per determinare il valore complessivo dell'impresa.

4. Metodo Berkus

È utilizzato nelle fasi iniziali di un'azienda, quando non ha ancora generato significativi ricavi o flussi di cassa. Si basa **sull'attribuzione di un valore monetario** a vari fattori qualitativi, analizzati separatamente. I fattori considerati sono:

- Idea e concetto di business (originalità e solidità)
- Prototipo o prodotto
- Qualità e esperienza del team di gestione

- Dimensione e potenziale di crescita del mercato
- Entrate, finanziamenti o partnership ottenute

Ogni fattore riceve una valutazione separata, e la somma di questi valori fornisce la valutazione complessiva dell'impresa.

5. Metodo Venture Capital

In base a tale modello, “il valore di una startup dipende dal rendimento atteso dall'investitore e dalla stima del valore di liquidazione dell'investimento al termine dell'holding period”¹. Più nello specifico per stimare il valore della società al momento dell'exit si utilizza il secondo modello citato, ovvero quello dei multipli. Tale valore verrà scontato ad oggi sulla base di un rendimento (TIR) richiesto dall'investitore (che solitamente si aggira tra il 25% e il 60%).

In base a questo metodo, quindi, nel momento in cui una start-up si interfaccia con fondi di VC per la raccolta di capitale, per calcolare la quantità di equity da cedere all'investitore, si utilizza la seguente equazione:

$$\frac{\text{Investimento programmato}}{\text{Exit value attualizzato}}$$

Life-cycle delle start-up e adattamento valutativo

La valutazione di start-up varia a seconda della sua fase di vita, con metodi diversi per ciascuna fase. Per quanto il percorso di crescita delle start-up si possa suddividere in diverse fasi: pre-seed; seed ; ecc...; **ciò che più incide**, all'atto pratico, **sulla scelta del metodo di valutazione** di una start-up, è la **possibilità di basarsi su dati storici oppure previsionali**.

- **Nelle prime fasi di vita** di una start-up (fase seed), quando esiste solo l'idea e nulla di tangibile, è **inevitabile** che i metodi di valutazione si basino su **dati previsionali**, caratterizzati da un'affidabilità limitata. In questa fase, il **Metodo Berkus** può rappresentare una scelta ideale. Questo approccio si concentra sulla **valutazione di variabili qualitative**, come il team e l'innovazione, eliminando così l'incertezza legata ai dati.

- Una volta raggiunta la **fase di ingresso nel mercato** (go-to-market), è possibile adottare metodi di valutazione più quantitativi, come il **Metodo dei Multipli o il First Chicago**. In questa fase, l'interazione con il mercato consente di effettuare **confronti concreti con i concorrenti** e individuare con maggiore precisione il settore e il mercato di riferimento. Inoltre, il primo impatto con il mercato aiuta a comprendere il grado di attrattiva del prodotto e fornisce dati iniziali grezzi, utili per costruire i primi **scenari probabilistici**.

- Quando si dispone di uno **storico di risultati economico-finanziari**, anche solo di un anno, diventa possibile integrare il **Metodo DCF** (Discounted Cash Flow). Con una base consuntiva, i dati prospettici acquisiscono maggiore significato. **L'integrazione di informazioni storiche con quelle previsionali fornisce un supporto più solido per le analisi e le valutazioni future.**

Conclusione

In conclusione, la valutazione di una start-up è un processo complesso che richiede l'uso di metodi adatti a ciascuna fase di sviluppo dell'impresa. Approcci come DCF, multipli di mercato, First Chicago, Berkus e Venture Capital offrono strumenti diversi, che combinano analisi quantitative e qualitative. La scelta del metodo dipende dalle caratteristiche della start-up e dalle informazioni disponibili, ma è essenziale per attrarre investimenti e supportare decisioni strategiche.

Fonti

[La-valutazione-delle-startup_20240627.pdf](#)

<https://www.venionaire.com/first-chicago-method-valuation/>

<https://capitalventureconsulting.com/valutazione-startup-il-metodo-berkus/>

¹ KPMG (2024)