

## La valutazione con il metodo Dcf. Riflessioni successive all'introduzione dei Principi italiani di valutazione

di Giovanni Cugnasca - partner Theseus Dottori Commercialisti Associati  
e Massimo Buongiorno - docente di Finanza aziendale presso l'Università Bocconi di Milano e Ca' Foscari di Venezia

*Il presente lavoro è il terzo di una serie che si interroga circa i metodi valutativi (patrimoniali, misti, fondato sui flussi attesi e comparativi di mercato), le fondamentali metodologie sottostanti di applicazione e il relativo trattamento che ricevono nei Principi italiani di valutazione (Piv) per individuare eventuali momenti di criticità applicativa nella prassi degli stessi principi.*

*Nel caso di specie ci si soffermerà su un aspetto particolare: la valutazione mediante l'attualizzazione dei flussi di cassa attesi con specifico riguardo al c.d. metodo del Dcf - Discounted cash flow e l'impatto che l'introduzione dei Piv nel nostro ordinamento ha comportato per gli operatori del settore.*

### Il metodo Dcf secondo i Principi italiani di valutazione. Considerazioni generali

Il metodo Dcf *Discounted cash flow* è uno dei principali, se non il più importante, tra i diversi metodi utilizzabili nell'ambito delle valutazioni aziendali.

Tale rilevanza è stata acquisita in quanto le funzioni del valore basate dei flussi monetari attesi sono ritenute dalla maggioranza della prassi e della dottrina<sup>1</sup> le uniche sempre accettabili, indipendentemente dal fine valutativo (anche se naturalmente la stessa deve essere necessariamente contestualizzata e, pertanto, non sempre può apparire opportuna).

Secondo questo approccio valutativo, un esperto può determinare il valore di un'attività tramite l'attualizzazione dei flussi che la stessa potrà generare in futuro. Tale metodologia può essere sinteticamente rappresentato dalla seguente formula:

$$W = \sum_{t=1}^{t=\infty} \frac{F_t}{(1+k)^t}$$

dove

$F_t$  rappresenta il flusso di cassa atteso in un determinato periodo  $t$

$k$  rappresenta il costo del capitale.

Partendo dal presupposto che l'obiettivo del processo valutativo è sempre la determinazione del valore del patrimonio aziendale a disposizione della proprietà (azionisti, soci, imprenditori, secondo la forma giuridica che l'impresa viene ad assumere) in ottica di funzionamento<sup>2</sup>, nel caso delle funzioni basate sui

flussi di cassa attesi si può pervenire al valore del patrimonio aziendale attraverso due modalità, una indiretta e una diretta.

La prima modalità definita approccio *asset side* determina il valore del patrimonio netto derivandolo dal valore complessivo delle attività d'impresa (*vasset*) al netto dell'indebitamento finanziario complessivo; l'approccio *equity side* consente di pervenire in via immediata al valore del patrimonio netto (*vequity*) utilizzando i flussi che a esso pertengono.

Al punto 35 del gruppo 1 della sezione III dei Principi italiani di valutazione sono illustrate le due diverse formule da applicare nella valutazione a seconda dell'approccio scelto:

$$V_{asset} = \sum_{t=1}^n \frac{F_o}{(1+k)^t} + \frac{V_{on}}{(1+wacc)^n}$$

$$V_{equity} = \sum_{t=1}^n \frac{F_e}{(1+ke)^t} + \frac{V_{en}}{(1+ke)^n}$$

dove

$F_o$ : indica i flussi monetari operativi, generalmente identificabili nel NOPAT<sup>3</sup>;

$F_e$ : indica i flussi monetari disponibili per gli azionisti, generalmente identificabili nei dividendi attesi;

$k$  o  $wacc$ : indica il costo medio ponderato del capitale;

$ke$ : indica il costo dei mezzi propri;

$V_{on}$  e  $V_{en}$ : indicano i rispettivi valori terminali al tempo  $n$ .

nel concetto di valore del capitale economico d'impresa.

<sup>3</sup> *Net Operating Profit After Tax*, altrimenti detto risultato operativo al netto delle relative imposte

<sup>1</sup> AIRA 2014, Damodaran 2002 e 2009, Guatri e Bini 2005

<sup>2</sup> Tale posizione, ripetutamente ribadita da L. Guatri, trova espressione

# CONTABILITÀ E BILANCIO

Esistono varie definizioni di “flusso monetario” e, conseguentemente, differiscono anche le relative modalità di calcolo. Le nozioni storicamente più condivisibile, e rinvenibili anche nei Piv, sono:

- per l'approccio *asset side*, il flusso monetario operativo *unlevered* cioè al netto degli effetti della struttura finanziaria (debito e capitale di rischio);
- per l'approccio *equity side* il flusso monetario disponibile per gli azionisti *levered* cioè al netto degli effetti della struttura finanziaria per il solo lato debito.

Pertanto, più in generale, si può osservare come il valore di un'impresa sia determinato dalla somma dei flussi di cassa che la stessa, presumibilmente, sarà capace di generare nel futuro più prossimo, scontandoli a un tasso rappresentativo del costo del capitale dell'impresa. Al valore così ottenuto dovrà poi essere aggiunto un valore terminale ( $V_0$ , ovvero  $V_e$ ).

Sintetizzando, nell'applicazione del metodo Dcf possiamo evidenziare le seguenti aree di interesse nelle quali l'esperto dovrà porre la sua attenzione:

- la stima dei flussi di cassa e la determinazione dell'orizzonte temporale della valutazione;
- la determinazione e il peso del valore terminale;
- la stima del costo del capitale.

## La stima dei flussi di cassa e la scelta dell'arco temporale

La stima dei flussi di cassa è un processo per cui si possono seguire 2 diverse strade<sup>4</sup>:

- si possono effettuare delle ipotesi sui tassi di crescita dei flussi di cassa (crescita costante o a stadi) e, successivamente, si applica una formula sintetica per attualizzare il valore futuro dei flussi riportandolo alla data della valutazione;
- si può costruire un modello finanziario dei flussi di cassa più o meno dettagliato.

Al fine di poter consentire all'esperto di applicare il metodo Dcf, così come richiesto dal punto III.1.36 dei Piv, la stima dei flussi di cassa dovrebbe essere formalizzata in un piano aziendale pluriennale, possibilmente elaborato dal *management* dell'azienda oggetto di valutazione.

Fondamento di un tale piano è, necessariamente, la stima dei ricavi attesi nei diversi periodi. Tradizionalmente questa stima viene effettuata in base al passato

<sup>4</sup> Il primo metodo è quello più caro al mondo accademico, il secondo invece è il preferito dagli operatori.

dell'impresa (esaminando le serie storiche e le regressioni su variabili macroeconomiche) prendendo poi in considerazioni ipotesi qualitative che, approssimando la domanda futura del potenziale mercato di riferimento, permettono di proiettare i ricavi nel tempo.

Una volta conclusa tale proiezione si potranno in serie: applicare i margini economici al fine di definire le grandezze fondamentali nel calcolo dei flussi di cassa, stabilire l'investimento prospettico in capitale operativo (CO) e in attività fisse e stimare così i flussi di cassa operativi dell'impresa (FO). Al risultato così ottenuto, sommando l'apporto derivante dalla gestione finanziaria si otterranno i flussi monetari disponibili per gli azionisti (FE).

Restando nell'ambito dell'individuazione dei flussi di cassa, le raccomandazioni dei Piv si estendono anche all'orizzonte temporale da considerare per lo sviluppo del piano.

Secondo la miglior dottrina e prassi, tale lasso temporale dovrebbe essere funzione della capacità, da parte del *management* aziendale, di stimare in maniera attendibile i flussi di cassa. Secondo l'approccio teoricamente più corretto, tale spazio temporale dovrebbe essere identificato come il periodo in cui il tasso di rendimento del capitale della società supera il costo medio ponderato del capitale<sup>5</sup>.

Nella realtà dei fatti, però, tale strada non è sempre percorribile. Nelle realtà più importanti e strutturate è infatti già difficile trovare piani aziendali che coprono un orizzonte temporale di oltre 3 anni: la maggioranza delle imprese italiane difficilmente ritiene necessaria la produzione di un *budget* di conto economico relativo ai 12/24 mesi successivi; espandere tale orizzonte oltre i 3 anni appare pura utopia.

Ciononostante, la miglior prassi, richiede un arco temporale più esteso al fine di consentire la stabilizzazione dei flussi di cassa. In questi casi, secondo il parere dell'Oiv, sarà compito dell'esperto sollecitare il *management* a effettuare un'estensione dei *budget*, (economici e patrimoniali) basata su ipotesi ragionevoli, fino al periodo convenzionale di 5-8 anni.

Passato questo periodo, infatti, si ritiene che i flussi di cassa non possano più essere determinati con affidabilità e, per questo motivo, nei periodi successivi è solitamente ipotizzata una crescita dei flussi a un tasso costante<sup>6</sup>.

<sup>5</sup> Secondo la più accettata teoria economica, infatti, questi due valori tendono, nel lungo periodo, a convergere.

<sup>6</sup> Vale la pena di ricordare che ai fini della redazione del bilancio e

## Il valore terminale

Il valore terminale (TE ovvero TO a seconda dell'approccio scelto) raffigura il valore stimato dell'impresa al termine dell'orizzonte temporale oggetto di sviluppo analitico. Tale periodo dovrebbe coincidere con l'entrata a regime dell'impresa oggetto di valutazione.

La stima di tale grandezza coincide con il momento di massimo sforzo e attenzione da parte dell'esperto chiamato a valutare una società in quanto, nella generalità dei casi, il flusso di cassa a regime è significativamente superiore a quello basato sui flussi analitici.

La questione è talmente delicata che i Piv dedicano una trattazione molto approfondita della questione (punto III.1.37) consigliando due modalità alternative per determinare il valore terminale:

- la prima basata sulla crescita costante dei flussi di cassa nel lungo periodo;
- la seconda, invece, basata sui moltiplicatori di mercato di società confrontabili.

Mutuando la prassi degli operatori del settore, l'Oiv consiglia l'adozione del primo metodo (crescita costante dei flussi di cassa) in quanto metodologicamente più corretto. Infatti, seguendo tale metodologia è possibile mantenere l'impostazione alla base del metodo Dcf. L'utilizzo dei multipli, infatti, sebbene trovi grande diffusione grazie alla sua semplicità di applicazione e di comprensione, a causa delle semplificazioni che per propria natura lo stesso comporta, sarebbe incoerenti con la metodologia dei flussi di cassa, creando di fatto un procedimento valutativo "ibrido"<sup>7</sup>.

Per mantenere la coerenza della valutazione si è quindi soliti avvalersi, nel calcolo del valore terminale, del modello di Gordon (c.d. metodo della *perpetuity*) utilizzando, a seconda dell'approccio scelto, un flusso di cassa diverso.

Le due diverse varianti sono espresse dalle seguenti formule:

$$VTA = \frac{Nopat_{n+1} \cdot (1-IR)}{(k-g)}$$

$$VTE = \frac{R_{n+1} \cdot (1-IR)}{k_e - g}$$

dove,

- IR indica il rapporto tra la variazione del capitale

dell'*impairment test*, gli IFRS espressamente limitano ad un periodo di 5 anni l'orizzonte temporale per le previsioni esplicitate.

<sup>7</sup> I Piv stessi però riconoscono la fondamentale utilità dell'utilizzo dei multipli come metodo di controllo.

operativo (CO) in un dato periodo t ed il Nopat prodotto nello stesso periodo;

- g indica il tasso di crescita della società oggetto di valutazione.

Se IR è un dato intrinseco nel piano aziendale, lo stesso non può dirsi per il tasso di crescita g.

La sua valorizzazione è infatti uno degli aspetti più critici e delicati di tutto il processo valutativo.

Gli stessi Piv non forniscono una metodologia univoca e certa. Infatti, in un primo momento, nel commento del punto III.1.36 relativo all'individuazione dei flussi, forniscono un "calcolo plausibile" del tasso di crescita dato dalla seguente formula:

$$g = IR \times ROIC^8$$

salvo poi affermare che "nel lungo periodo è generalmente da escludere che un'azienda possa avere un tasso di crescita superiore a quello del settore di appartenenza", ponendo pertanto un primo limite "ideologico" ai valori risultanti dall'applicazione di tale formula.

Tale concetto viene successivamente ribadito nel punto III.1.37 relativo al valore terminale dove, dopo una particolareggiata e dettagliata analisi dei fondamentali<sup>9</sup> sottostanti al tasso di crescita g, viene affermato che "nel lungo periodo il tasso di crescita di un'azienda tende a quello tipico del settore di appartenenza".

## Il costo del capitale

L'ultima variabile fondamentale di ogni modello di valutazione delle imprese effettuato col metodo Dcf è il tasso da utilizzare nell'attualizzazione dei flussi di cassa. La determinazione del capitale, e più in generale, la determinazione dei tassi di sconto nelle valutazioni e dei conseguenti aggiustamenti al fine della corretta indicazione del rischio d'impresa, sono oggetto di ampia trattazione nei Piv (paragrafi da I.19 a I.23) ma, ai fini del metodo Dcf, solo alcuni di queste nozioni possono definirsi rilevanti.

Nel metodo Dcf, il tasso di attualizzazione dei flussi di cassa è da intendersi come il rendimento che i diversi finanziatori (banche, obbligazionisti e azionisti) richiedono a fronte dei rispettivi apporti in una società.

<sup>8</sup> ROIC indica il rapporto tra Nopat e capitale operativo (CO).

<sup>9</sup> Per l'Oiv la crescita è direttamente correlata ai vantaggi competitivi di cui gode l'azienda valutata e, pertanto, soggetto a variazione per effetto della naturale dinamica competitiva del settore di riferimento (a titolo esemplificativo ma non esaustivo i principi citano tra gli aspetti da considerare le barriere all'entrata, intensità competitiva del settore, la forza del *brand*, potere contrattuale dei clienti, dei fornitori e dei canali distributivi).

# CONTABILITÀ E BILANCIO

Il costo del capitale è rappresentato, nell'approccio *asset side*, dal *Wacc* (*Weighted Average Cost of Capital*), ovvero la media ponderata del costo del capitale di debito<sup>10</sup> e del costo del capitale azionario, media riassunta dalla seguente formula

$$K = wacc = K_D \times (1 - t) \times \frac{D}{D+E} + K_E \times \frac{E}{D+E}$$

dove

$K_D$ : indica il costo del debito;

$t$ : indica l'aliquota fiscale societaria;

$D$ : indica il debito;

$K_E$ : indica il costo del capitale proprio;

$E$ : indica il capitale proprio;

mentre, nell'approccio *equity side* il tasso di attualizzazione è limitato al solo  $K_E$ .

Nella prassi aziendalistica, così come nei Piv (punto I.21.2), il modello più utilizzato per la stima di tale valore è il c.d. CAPM<sup>11</sup>.

Tale modello, sintetizzato dalla seguente formula:

$$r_V = r_f + \beta \times (r_M - r_f)$$

dove

$r_f$ : indica il tasso di rischio di un'attività priva di rischi (tale tasso è generalmente pari al rendimento di un titolo di stato di durata coerente con l'orizzonte temporale della valutazione);

$\beta$ <sup>12</sup>: indica il rischio sistematico intrinseco nel flusso

<sup>10</sup> Al netto della variabile fiscale.

<sup>11</sup> *Capital Asset Pricing Model*.

<sup>12</sup> il coefficiente  $\beta$  è a sua volta frutto della seguente relazione  $\beta = \rho \frac{\sigma}{\sigma_M}$  dove  $\sigma$  è la deviazione standard dell'attività da valutare,  $\sigma_M$  è la deviaz-

zione standard del portafoglio di mercato e  $\rho$  è il coefficiente di correlazione tra il rendimento dell'attività da valutare e il rendimento del portafoglio di mercato.

$r_M$ : indica il rendimento atteso da un portafoglio esplicativo dal mercato di riferimento.

## Conclusioni

Da un punto di vista meramente pratico, l'introduzione dei Principi italiani di valutazione non ha comportato alcuna novità o innovazione, per gli operatori del settore, con riguardo al metodo Dcf.

Nel caso di specie, infatti, gli esperti continueranno a applicare le metodologie che, nel corso degli anni, sono state codificate dalla prassi e dalla dottrina.

Ciò è dovuto al fatto che gli stessi Piv non hanno la pretesa di insegnare, o innovare, le singole metodologie valutative ma, al contrario, voglio fornire ai loro utilizzatori, gli esperti valutatori, un insieme di procedure che, se ben utilizzate, consentono di sfruttare in maniera più efficiente gli strumenti già in loro possesso e di evitare significative difformità che rendono le singole valutazioni non comparabili.

Come più volte affermato su queste pagine, i Piv non sono nati con la presunzione di soppiantare i numerosi manuali di valutazione presenti sul mercato ma, semmai, di fornire una serie di comportamenti "virtuosi" che, se seguiti, tenderanno a rendere universalmente condivisibili i risultati della valutazione.

zione standard del portafoglio di mercato e  $\rho$  è il coefficiente di correlazione tra il rendimento dell'attività da valutare e il rendimento del portafoglio di mercato.