

Il Tasso di attualizzazione nelle valutazioni d'azienda con il metodo DCF

Di Angelo Fiori

Esaminiamo un altro importante aspetto nelle valutazioni con il metodo DCF: la determinazione del **tasso di attualizzazione** dei **flussi di cassa**

Premessa – Il metodo DCF

Come noto il metodo DCF si è affermato da tempo, soprattutto nella prassi M&A, come metodo principe utilizzato per le **valutazioni d'azienda**. Esso fa parte dei cd metodi assoluti e viene spesso abbinato ad una seconda valutazione effettuata con un metodo basato sui cd. multipli.

Il metodo DCF si basa sulla valutazione dei **flussi di cassa prospettici** in un'ottica "**asset side**". Ciò significa che si calcola in valore dell'azienda (**EV Enterprise Value**) in funzione dello svolgimento della sua attività operativa. **Il valore dell'Equity** si ottiene **sottraendo** dal valore dell'azienda il valore attuale del debito finanziario netto (cd **leva finanziaria**).

La formula per il calcolo dell'Enterprise Value (EV) è la seguente:

$$EV \equiv \sum_{t=1}^T FCF_t (1+i)^{-t} + VR_{T+1} (1+i)^{-(T+1)}$$

EV = valore dell'attivo industriale della società (Enterprise Value)

FCF_t = flusso di cassa disponibile per azionisti e finanziatori (free cash flow)

i = tasso di attualizzazione dei flussi di cassa

T = numero di anni di forecast esplicito dei flussi di cassa

VR = valore Residuo della Società (Terminal Value)

La formula sopraesposta è composta da 2 componenti separate dal segno +; essa è detta anche a **due stadi**, in quanto il valore di Enterprise Value viene dato da 2 componenti: **primo** componente il **valore attuale** dei flussi di cassa del periodo di sviluppo delle previsioni di cash flow (generalmente da 3 a 5 anni di **budget** o di **business plan**), **secondo** componente il valore residuo detto Terminal Value, calcolato normalmente come il valore attuale di una **rendita perpetua** di flussi di cassa, a partire dal 4° o dal 6° anno.

Come è possibile vedere sia la prima componente della formula sopraesposta che la seconda attualizzano **flussi di cassa**, pur con **orizzonti temporali differenti**, che vanno **attualizzati** utilizzando un **tasso i**.

Flussi di cassa da attualizzare - Tasso "i"

Le formule per l'attualizzazione sono note dalla **matematica finanziaria**; esse in genere prendono in considerazione tassi in condizioni certe, quali ad esempio i tassi per le rate di un mutuo. **Il valore attuale di una rendita** è pari alla somma di tutti i valori attuali delle singole rate:

$$VAN = -C_0 + \frac{C_1}{1+i} + \frac{C_2}{(1+i)^2} + \dots + \frac{C_n}{(1+i)^n}$$

ovvero da:

$$[1] \quad \sum_{t=0}^n \frac{C_t}{(1+i)^t}$$

t: scadenze temporali;

C_t: flusso finanziario al tempo *t*;

i: tasso di interesse al quale viene effettuata l'operazione

Microsoft excel ci viene in aiuto per i calcoli con le formule **VAN (Valore attuale netto)** e **VA (valore attuale)**. La funzione VAN è simile alla funzione VA. Le differenze tra le due sono che in VA i flussi di cassa possono cominciare sia dall'inizio che dalla fine del periodo; inoltre i valori di cassa possono essere variabili nella funzione VAN, in VA i flussi di cassa devono invece rimanere costanti durante tutto il periodo.

Ci soffermiamo in questo articolo sulla problematica dei **tassi** da utilizzare per **l'attualizzazione** nel calcolo con il metodo DCF; essi introducono le variabili relative all'incertezza, infatti i cash flow aziendali utilizzati nel calcolo sono soggetti alle **incertezze** legate **all'attività imprenditoriale**.

In linea di principio qualunque attività, è soggetta a **2 tipi di rischio**. Il primo rischio (**default risk**) è quello di default, cioè il rischio di inadempienza, rischio principale e tipico dei titoli a **reddito fisso**, come le obbligazioni. Il secondo rischio (**Equity risk**) è più connesso agli investimenti di **tipo azionario**. Chi investe in azioni si aspetta dei flussi di cassa, che sono gli utili distribuiti, ma questi sono flussi di cassa che residuano dopo aver pagato tutti gli altri portatori di interesse, principalmente i creditori.

WACC (Weighted Average Cost of Capital)

Con l'ottica asset side viene utilizzato, nella pratica valutativa, come riferimento del tasso da utilizzare, il cd. **WACC (Weighted Average Cost of Capital)**, costo medio ponderato del capitale. Nell'ottica asset side si remunerano infatti **tutti i portatori** di finanziamenti all'impresa, sia in **Capitale proprio** (Equity), che in **Capitale di terzi** (leva finanziaria).

La logica del WACC presuppone la presenza di condizioni di **mercato efficiente**. Un mercato si dice efficiente quando i prezzi vengono correttamente determinati tenendo conto di tutta l'informazione disponibile. Con ciò si intende dire che il livello di prezzo è fissato tenendo conto delle **aspettative future** dei prezzi e dei dividendi pagati dai titoli, scontati mediante un tasso che incorpora il tasso senza rischio e il premio al rischio. Si può anche dire che il prezzo è fissato tenendo conto delle aspettative sulla dinamica di tutte le variabili fondamentali per un orizzonte lungo di tempo.

La **formula** prende in considerazione **separatamente** sia il rischio cui è soggetto l'Equity che quello cui è soggetto la leva finanziaria.

La formula del WACC è la seguente:

$$WACC = K_e \frac{E}{(D+E)} + K_d (1-t) \frac{D}{(D+E)} \quad [1]$$

WACC = Weighted Average Cost of Capital

K_e = costo del capitale proprio

E = patrimonio netto (*Equity*)

D = indebitamento (*Debt*)

K_d = costo dell'indebitamento

t = aliquota fiscale sulle imposte sui redditi

La formula indica 2 componenti, separate dal segno + : il **costo dell'Equity** e il **costo dell'indebitamento**, ciascuno con il proprio peso rispetto al totale del capitale investito. Vediamo separatamente le 2 componenti.

Costo dell'Equity.

Trattasi di un componente non certo, come ad esempio il costo di tassi di rendimento su obbligazioni, ma di un "costo-opportunità", cioè l'opportunità di investire in modo differente. Questo **costo-opportunità** viene normalmente calcolato, sulla base di stime ragionate, secondo il modello **CAPM (Capital Asset Pricing Model)**.

La formula del CAPM è la seguente:

$$K_e = K_f + \beta \text{MRP}$$

K_e = costo del capitale proprio

K_f = rendimento dei titoli a rischio nullo

β = coefficiente di rischio sistematica non diversificabile

MRP = premio per il rischio aziendale (*market risk premium*)

Con il CAPM il costo del capitale proprio viene definito dalla somma del rendimento dei **titoli privi di rischio** e un **premio per il rischio**, stimato dalla rischio di dell'azienda in quanto esercita un'attività imprenditoriale, poi corretta da un **coefficiente "Beta"**.

Come titoli a rischio basso o nullo vengono di solito considerati i **titoli dello Stato**. Le recenti crisi sui titoli sovrani di alcune nazioni fra cui l'Italia, ha spostato la scelta su titoli di paesi considerati meno rischiosi, ad esempio la Germania o gli USA. Il premio per il rischio aziendale **MRP** (o EP Equity Premium) viene inteso come un maggior rendimento atteso da un'attività imprenditoriale rispetto ad un investimento in titoli sostanzialmente privi di rischio. L'MRP è anch'esso collegato al **rischio paese**.

Il coefficiente Beta misura il **grado di rischio** che l'investitore decide di sopportare a fronte dell'investimento in una specifica società. Esso è pertanto usato per misurare il rischio d'impresa, infatti indica il modo in cui il rendimento di un titolo varia in funzione dei rendimenti di mercato. Azioni con un beta **superiore a 1** tendono ad amplificare i movimenti di mercato (l'attività svolta dall'azienda è più rischiosa del mercato): trattasi di società con politiche imprenditoriali aggressive o con elevati livelli di indebitamento ovvero start up nelle prime fasi di vita. Al contrario, azioni con beta compresi **tra 0 e 1** tendono a muoversi nella stessa direzione del mercato (l'attività è meno rischiosa del mercato): si tratta generalmente di titoli emessi da società che operano nei settori tradizionali dell'economia, cosiddetti "**cash cow**".

Da un punto di vista statistico-matematico il coefficiente Beta è calcolato come covarianza tra i rendimenti attesi del titolo e quelli del mercato, diviso per la varianza del rendimento atteso dal mercato

Di fatto il **coefficiente Beta** si comporta come un **moltiplicatore del premio per il rischio**.

E' disponibile, sia per Ke, sia per MRP che per tassi risk free una statistica per differenti paesi nel 2013, ottenuta sulla base di appositi **survey** effettuati nelle singole **nazioni**. Il survey è stato ottenuto intervistando sia il mondo accademico che il mondo della finanza che compagnie industriali nei diversi settori. I dati relativi sono da prendere ovviamente con le dovute cautele, ma possono costituire un **punto di riferimento** per ulteriori approfondimenti e considerazioni.

Per **l'Italia** si hanno i dati sotto indicati¹:

- Ke - media 10,0% (mediana(10,0%), deviazione standard 1,6%, valore massimo 16,5%, valore minimo 7,0%.
- Tasso risk free - media 4,4% (mediana 4,5%), deviazione standard 0,6%, valore massimo 8,0%, valore minimo 1,5%.
- MRP - media 5,7% (mediana 5,5%), deviazione standard 1,5%, valore massimo 12,0%, valore minimo 3,0%.

Costo dell'indebitamento

Il costo dell'indebitamento K_d può essere definito come il tasso che l'azienda pagherebbe nelle attuali condizioni di mercato per ottenere un finanziamento. Se l'azienda non possiede un **rating (indice di solidità creditizia)** pubblicamente disponibile, come per la maggior parte delle PMI, occorre fare delle stime o simulazioni, ovvero effettuare dei confronti con aziende simili. Il costo dell'indebitamento viene quindi diminuito dalla deducibilità degli interessi passivi. In altri termini il costo del debito è in funzione di tre elementi: a) il livello dei **tassi di interesse presenti sul mercato** in cui opera l'azienda, b) il **rischio di insolvenza** dell'azienda, c) il **beneficio fiscale** associato **all'indebitamento**

Uno degli indici aziendali utili per valutare la solidità creditizia dell'azienda è l'**indice EBIT/Oneri finanziari**. Come noto EBIT sta per Earnings before Interest & tax. L'indice esprime pertanto la **capacità di sostenere degli oneri finanziari**, intesa come unità di reddito a disposizione di un'unità di onere finanziario.

1 Link: www.netcoag.com/.../pablo_fernandez_mrp2013

www.commercialistatelematico.com

Il peso relativo del capitale proprio e dell'indebitamento

Il peso relativo (D/D+E), che rappresenta il grado di leva finanziaria, viene normalmente riferito al **peso contabile** che hanno sul bilancio i mezzi propri rispetto ai debiti. Da un punto di vista concettuale, anche se più difficile da applicare nella pratica valutativa, bisognerebbe fare riferimento ad una **struttura finanziaria futura** poiché l'attualizzazione si basa su flussi futuri, mentre dati storici prelevati dal bilancio potrebbero risentire di operazioni, più o meno straordinarie, di ristrutturazione finanziaria effettuate recentemente.

In alternativa, può essere anche accettabile utilizzare la struttura finanziaria di **aziende comparabili** sul piano dell'attività svolta, pur con le difficoltà che si hanno quasi sempre nell'individuare aziende comparabili

Si osserva infine che il grado di leva finanziaria rappresenta un dato sensibile che potrebbe dar luogo, **entro certi limiti**, ad **incongruenze**. Infatti un aumento del Debito D rispetto al capitale proprio E farebbe diminuire il tasso di sconto WACC, stante che il costo del debito è normalmente inferiore al costo del Capitale proprio. La diminuzione del tasso di sconto WACC farebbe aumentare in modo improprio il valore dell'impresa EV. Ciò tuttavia, come precisato, entro certi limiti, in quanto un eccessivo aumento del Debito farebbe, prima o poi, aumentare il tasso al quale le banche concedono prestiti, riequilibrando la formula

Un'ultima osservazione sul WACC applicato alle aziende italiane. Come noto il **TFR (trattamento di fine rapporto)** costituisce di fatto, per la parte rimasta in azienda, un finanziamento di terzi. Potrebbe di conseguenza essere assimilato ai finanziamenti di terzi e variare così i termini della formula. Una decisione in proposito va tuttavia presa di caso in caso, con un'attenta valutazione delle situazione esistente

In definitiva quindi il **WACC** contiene alcuni **limiti teorico-pratici** e richiede per alcuni aspetti stime e valutazioni. Esso tuttavia è attualmente **la più gettonata formula di calcolo** del tasso di attualizzazione, offerta dalla prassi valutativa nazionale e internazionale.

Qualche indicazione di carattere pratico

- Si ricorda preliminarmente che il tasso di sconto è **l'ultimo parametro** che si introduce nel calcolo della formula dell'EV (Enterprise Value); esso influisce **sull'intero importo della valutazione**, il suo impatto è pertanto tutt'altro che trascurabile;
- Occorre valutare la opportunità di adottare **2 valori di WACC differenti**, per le due parti di cui si compone la formula del calcolo DCF esposta all'inizio: i cash flow contenuti nei piani aziendali, normalmente a 3-5 anni hanno sicuramente un **grado di rischio inferiore** rispetto allo sviluppo del cash flow nel calcolo del terminal value; minore rischio significa un tasso di attualizzazione più basso e quindi un valore attuale più alto
- Come possibile antidoto alle incertezze valutative sopraesposte si consiglia di effettuare opportune **analisi di sensitività**. In pratica si calcolano i valori alternativi risultanti al variare di alcune variabili sensibili. Se le variabili, che si vogliono muovere, sono al massimo due è possibile utilizzare la funzionalità Tabella di microsoft excel, se le variabili sono più di due, è da utilizzare lo **strumento scenari**. Verificando e indagando come si **muovono i risultati, cambiando i valori delle diverse variabili in gioco** è possibile pertanto avere elementi supplementari al fine di orientarsi verso decisioni nella valutazione più corrette e responsabili
- Infine è consigliabile un uso intelligente del **range (forchetta) di valori**, che si utilizza normalmente nelle valutazioni d'azienda al posto di un valore secco. Maggiori sono le incertezze, maggiore potrà essere, entro certi limiti, il range di valori. Non bisogna tuttavia eccedere nella forchetta, quindi range di valori **fra 20% e 40-50%** possono essere ritenuti accettabile. Al di fuori di questi limiti possono diventare inopportuni e devono avere giustificazioni molto solide a supporto

16 giugno 2014

Angelo Fiori