

Il Terminal Value nelle valutazioni d'azienda con il metodo Discounted Cash Flow

di Angelo Fiori

Il Calcolo del **Terminal Value**, nelle valutazioni d'azienda con il **metodo DCF** (Discounted Cash Flow), viene normalmente dato per scontato senza un'opportuna analisi critica.

Come noto il metodo DCF si è affermato da tempo, soprattutto nella prassi di 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 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 parti 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.

Ci soffermiamo qui sulla seconda parte della formula, cioè sul Terminal value.

Si tenga presente che il peso relativo delle due componenti, pur variando ovviamente da caso a caso, è comunque decisamente a favore della seconda. Infatti il Terminal Value può assumere valori che mediamente sono pari a circa due/terzi dell'intero Enterprise Value. Tuttavia il calcolo Terminal value, come vedremo di seguito, soffre di una maggiore **aleatorietà degli input**, soprattutto perché si tratta di flussi più lontani nel tempo. E' necessario pertanto che il calcolo del Terminal Value posseda delle adeguate condizioni di coerenza che ne giustificano l'applicazione.

Vediamo quindi come viene calcolato il Terminal Value e quali sono le variabili che entrano nel calcolo. Il terminal value viene calcolato normalmente prendendo a base il cash flow l'ultimo anno della previsione esplicita (3/5 anni) e applicando ad esso **una percentuale di sviluppo**, chiamata **g** (acronimo per **growth**) per una rendita perpetua.

E' quindi evidente che la premessa tecnica e metodologica, per il calcolo del Terminal Value, è che l'azienda abbia raggiunto, alla fine del periodo di previsione esplicita, una fase di sostanziale **stazionarietà nella crescita**, che sia credibile se riportata su un orizzonte temporale infinito. Risulta evidente come le difficoltà connesse al sostenimento di questa tesi non siano trascurabili

Si svolgono di seguito alcune osservazioni, che si ritengono utili per orientare il professionista valutatore nel processo di valutazione del Terminal Value:

- bisogna considerare e valutare la **fase di sviluppo** in cui si trova l'azienda al momento della valutazione; trattasi di un'azienda costituita da pochi anni e in crescita, di un'azienda nella fase della propria maturità o di un'azienda in declino che sta cercando nuovi sbocchi nei prodotti o di mercato: la piena sostenibilità di un Terminal Value su un orizzonte temporale infinito incontra maggiori o minori difficoltà nei diversi casi
- si tenga presente che i flussi di cassa sono generalmente più esposti rispetto ai **risultati reddituali**, a oscillazioni di natura transitoria e/o imprevista; in qualche caso si potrebbe quindi prendere in considerazione l'utilizzo di dati reddituali in sostituzione di quelli di cash flow
- il tasso di crescita g va confrontato con un **tasso di crescita dell'economia e del settore di business** del paese in cui opera l'azienda: non ci possono essere divergenze significative con essi
- bisogna tenere conto che l'azienda, per sostenere il tasso di crescita g previsto, deve continuare ad **investire** attingendo dal conto economico e quindi anche dal cash flow, quindi i cash flow futuri ne saranno influenzati negativamente
- al fine di smorzare l'aleatorietà delle previsioni di crescita è possibile considerare l'opzione di **restringere l'orizzonte temporale** dall'infinito ad un numero, pur elevato, ma limitato di anni (ad esempio fra 10 e 20 anni), eventualmente a più stadi con differenti trattamenti di crescita g e/o di tasso di attualizzazione
- è opportuno effettuare, come spesso si opera nelle valutazioni più complesse, **un'analisi di sensitività**; in pratica si calcolano i valori alternativi risultanti al variare di alcune variabili sensibili; nel caso del terminal value, le 2 variabili potranno essere il tasso di crescita g e gli anni di durata, ovvero il tasso di crescita g e il tasso di attualizzazione; qui ci vengono in aiuto gli strumenti dell'office automation: con lo strumento tabella di microsoft excel è possibile effettuare il calcolo in automatico con 2 variabili, con lo strumento scenari di microsoft excel è possibile utilizzare anche più di 2 variabili



- come sappiamo, normalmente la valutazione d'azienda termina con un **range (forchetta) di valori**, invece che con un valore secco; utilizziamo in modo intelligente questa forchetta di valori, in modo che sia collegata soprattutto alla componente calcolata con il Terminal Value

21 maggio 2014
Angelo Fiori