Le istruzioni dei Piv per il calcolo del valore terminale. Crescita e risorse da valutare insieme

Aziende, piani al banco di prova

È necessaria la coerenza tra i reinvestimenti e i flussi di cassa

Pagina a cura
DI RAFFAELE MARCELLO

La crescita attesa dell'impresa va misurata anche dagli investimenti necessari a sostenerla. Nelle valutazioni finanziarie occorre verificare quanta parte dei risultati dovrà essere reinvestita e quali flussi resteranno effettivamente disponibili anche in futuro. La verifica, stando alle indicazioni contenute nei Piv (Principi italiani di valutazione), assume particolare rilievo nel calcolo del valore terminale (terminal value), che può incidere in misura significativa sulla stima complessiva, in quanto i risultati previsti oltre la fine del piano devono tenere conto della ciclicità dell'attività, del fabbisogno di capitale e della possibile erosione dei vantaggi competitivi.

Il valore terminale esprime, infatti, i risultati attesi dopo il periodo per il quale sono state formulate previsioni analitiche. La sua incidenza richiede particolare attenzione quando i flussi a regime risultano molto superiori a quelli correnti. In queste condizioni, il giudizio dell'esperto deve concentrarsi sulla distanza fra ciò che l'azienda produce oggi e quanto dovrebbe generare stabilmente in futuro.

Dal piano ai flussi di cassa. Il metodo dei flussi di cassa attualizzati richiede la disponibilità di un piano aziendale. Ma il piano non può essere trasferito meccanicamente nel modello, pertanto, occorre esaminarne finalità, provenienza e ipotesi e verificare come i risultati economici si traducano in risorse monetarie.

Un'impresa in espansione può migliorare il conto economico e assorbire risorse per finanziare immobilizzazioni e capitale circolante. Anche la contrazione degli investimenti può determinare differenze fra redditi e flussi monetari. I metodi finanziari permettono di considerare questa dinamica, così che a disposizione dei finanziatori resta ciò che residua dopo il fabbisogno dell'attività.

La corretta individuazione dei flussi dipende dalla prospettiva adottata. Il Dcf (Discounted cash flow ovvero metodo dei flussi di cassa attualizzati) considera le risorse operative per l'insieme dei finanziatori, nella versione asset side (approccio al capitale complessivo), oppure quelle per gli azionisti, nella versione equity side (approccio al capitale proprio).

Si utilizzano, rispettivamente, il costo medio ponderato del capitale, il Wacc (Weighted average cost of capital ovvero costo medio ponderato del capitale) e il costo del capitale proprio. I flussi operativi sono calcolati al netto delle imposte che l'impresa pagherebbe in assenza di indebitamento.

> ***Il valore terminale esprime i risultati attesi oltre il periodo per cui sono state formulate previsioni. La sua incidenza rileva quando i flussi a regime risultano superiori ai correnti***

Fra i metodi finanziari figura anche il Ddm (Dividend discount model), fondato sui dividendi attesi. Per aziende e rami il suo impiego è più raro; per le banche assumono invece rilievo i risultati distribuibili nel rispetto dei requisiti patrimoniali.

Il denaro trasferibile ai soci dipende anche dalle risorse da conservare nell'attività. L'eventuale distribuzione di capitale eccedente i requisiti patrimoniali deve inoltre essere valutata considerando le conseguenze sui redditi futuri.

Il piano va messo alla prova. La verifica parte dalla funzione del piano. Finanziamenti, incentivi ai dirigenti e programmazione degli investimenti sono finalità diverse che incidono sulla costruzione del documento. L'esperto deve accertare chi lo abbia elaborato e se l'azienda lo abbia approvato. Va chiarito se esprima una strategia che il management ha deciso di perseguire oppure descriva soltanto risultati che l'impresa potrebbe conseguire.

All'interno del documento, le condizioni future assunte come riferimento, comprese quelle dello scenario economico, sono ipotesi. I risultati attribuiti alle azioni dell'impresa sono invece oggetto di stima. Un programma di riduzione dei costi può consentire di valutare i risparmi attesi; conservare negli anni la struttura di costo raggiunta richiede un'ulteriore ipotesi.

L'esame si estende alla durata delle previsioni. La programmazione aziendale può esaurirsi prima che l'attività abbia raggiunto condizioni stabili. Il piano può chiudersi durante un'espansione, al culmine di un ciclo favorevole o mentre sono ancora in corso gli investimenti necessari alla crescita. Assumere quell'ultimo risultato come riferimento permanente significa attribuirgli una capacità rappresentativa che va dimostrata.

Per questo occorre considerare la ciclicità dell'attività e verificare se il periodo previsto conduca a un livello di risultato sostenibile.

Il valore dell'azienda non può dipendere meccanicamente dal numero di anni scelto dal management. L'estensione dell'orizzonte di previsione incide sulla stima soprattutto quando la crescita dei flussi supera il costo opportunità del capitale. L'orizzonte deve rispondere alle caratteristiche dell'attività e alle sue prospettive. Se occorre prolungarlo, l'estensione può essere costruita con estrapolazioni motivate. Devono però restare riconoscibili la fonte delle previsioni aggiuntive e la loro eventuale condivisione da parte dei responsabili aziendali.

L'esperto può contribuire a questo lavoro con le proprie competenze, ma non sostituirsi alla dirigenza nella quantificazione dei fattori da cui dipende il valore. Il prolungamento del piano deve condurre a condizioni di redditività, reinvestimento, crescita e costo del capitale compatibili con il lungo periodo.

Se tali condizioni sono distanti da quelle raggiunte alla fine del piano, è possibile introdurre anni intermedi di avvicinamento, i cosiddetti fading period (periodi di transizione). Anche gli anni di transizione richiedono ipotesi motivate, valutando gli effetti che la loro durata produce sulla stima.

La crescita richiede nuovi investimenti. Le prospettive di crescita devono essere valutate insieme alle risorse necessarie per sostenerle. Un incremento dei risultati economici non si traduce per forza in maggiori disponibilità finanziarie, soprattutto quando l'espansione dell'attività richiede nuovi investimenti e un maggiore impiego di capitale circolante.

Anche nella determinazione del valore terminale occorre quindi considerare la quota di risorse che l'impresa dovrà continuare a reinvestire per mantenere i livelli di attività e di crescita previsti. Trascurare questo fabbisogno può comportare una sovrastima dei flussi futuri e, conseguentemente, del valore aziendale.

Il valore terminale richiede flussi sostenibili. Il valore terminale può essere determinato partendo dall'ultimo flusso previsto dal piano, purché questo rifletta condizioni di redditività, crescita e reinvestimento sostenibili nel lungo periodo. Bisogna verificare che i risultati siano sostenibili nel tempo, considerando la ciclicità dell'attività, gli investimenti necessari e i rischi. Particolare attenzione va riservata alla durata dei vantaggi competitivi, che possono dipendere dalla forza del marchio, dalle barriere all'ingresso o dalla posizione di mercato. La pressione concorrenziale e l'evoluzione tecnologica possono infatti ridurre progressivamente la redditività.

Anche le ipotesi di crescita di lungo periodo devono risultare coerenti con le prospettive del settore e dell'economia, tenendo conto dell'inflazione e del costo del capitale. Parametri non adeguatamente coordinati possono condurre a una sovrastima del valore aziendale.

Il confronto con i multipli di mercato. Il valore terminale può essere confrontato con quello ottenuto attraverso i multipli di società comparabili, purché il confronto tenga conto delle condizioni economiche e finanziarie attese alla fine del piano. I multipli correnti, infatti, possono incorporare aspettative di crescita destinate a esaurirsi negli anni successivi. È quindi necessario utilizzare parametri prospettici coerenti con le caratteristiche future dell'impresa.

Eventuali differenze significative tra i valori ottenuti richiedono un approfondimento delle ipotesi di crescita, redditività e reinvestimento. Per cui non basta ricorrere alla media dei risultati, poiché lo scostamento può dipendere da differenti presupposti valutativi che devono essere esaminati e motivati.

Le verifiche nelle valutazioni finanziarie

Passaggio	Verifica
Flussi e tassi	Distinguere flussi operativi e flussi per gli azionisti; applicare, rispettivamente, Wacc e costo del capitale proprio
Scelta del metodo	Considerare gli effetti degli investimenti fissi e del circolante, soprattutto nelle fasi non stabilizzate
Piano aziendale	Verificarne provenienza, approvazione e finalità; distinguere ipotesi di scenario e stime delle azioni aziendali
Orizzonte di previsione	Considerare ciclo economico e stabilizzazione dei risultati; motivare le eventuali estensioni del piano
Crescita sostenibile	Verificare che le prospettive di crescita siano coerenti con i reinvestimenti necessari e con la redditività attesa del capitale investito
Valore terminale	Stimare un risultato sostenibile dopo i reinvestimenti, considerando rischio ed erosione dei vantaggi competitivi
Passaggio al regime	Evitare la proiezione automatica dell'ultimo flusso; valutare periodi di avvicinamento se le condizioni non sono stabilizzate
Confronto di mercato	Usare multipli coerenti con le condizioni a fine piano; approfondire divergenze rilevanti senza risolverle con una media

© Riproduzione riservata