

## La prospettiva di valutazione con il metodo DCF:

### Asset side o Equity side?

Di Angelo Fiori

#### Premessa – Il metodo DCF

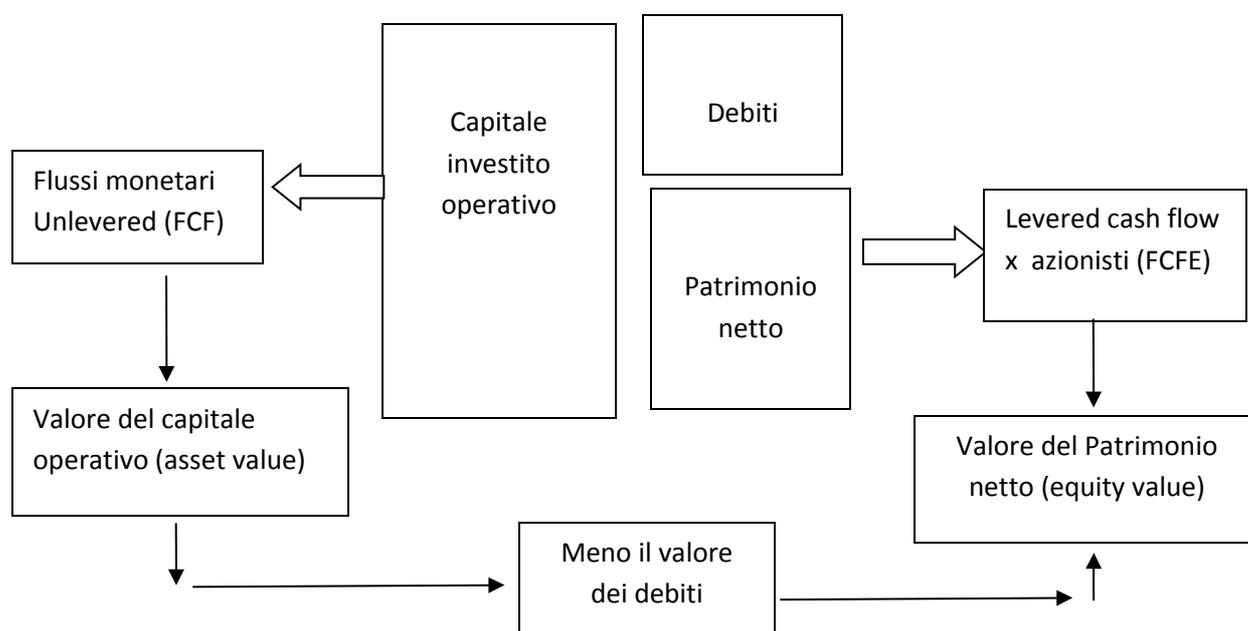
Come noto il metodo DCF (Discounted Cash Flow) si è affermato da tempo, soprattutto nella prassi M&A, come metodo principe utilizzato per le **valutazioni d'azienda**. Esso fa parte dei cd metodi assoluti e viene spesso abbinato ad una seconda valutazione effettuata con un metodo basato sui cd. multipli.

La **prima scelta** che deve effettuare il perito valutatore, utilizzando il metodo DCF nel valutare un'azienda, è se assumere la prospettiva **Asset side** o la prospettiva **Equity side**. Con la prospettiva **Asset side** si stima il valore dell'Equity in modo indiretto, valutando prima il capitale operativo dell'azienda e detraendo da esso la posizione finanziaria netta. Nella terminologia anglosassone si chiama **Unlevered DCF**. Con questo approccio:

- si opera nell'ottica di stimare il **capitale investito nell'impresa**, indipendentemente da come è finanziata l'impresa, che può essere: utilizzando Equity (Capitale proprio) ovvero utilizzando la Leva finanziaria, cioè facendo debiti a medio-lungo termine per finanziare lo sviluppo
- i flussi finanziari considerati nel calcolo del Discounted Cash Flow (DCF) sono quelli **a disposizione di tutti i finanziatori dell'impresa**, sia capitale proprio che di terzi, si tratta in questo caso del cd Free cash flow (FCF = Free Cash Flow ovvero Unlevered Cash flow)
- il **tasso di attualizzazione** dei flussi è il costo medio ponderato del capitale (sia proprio che di terzi); questo è il **WACC** (Weighted Average Cost of Capital)

Con la prospettiva **Equity side** invece si stima il valore dell'Equity in modo diretto. Nella terminologia anglosassone si chiama **Levered DCF**. Con questo approccio:

- si considerano i **flussi finanziari** che **spettano ai soli azionisti** (FCF = Free Cash Flow to Equity o Levered cash flow)
- il tasso di attualizzazione dei flussi tiene conto solamente del costo del capitale proprio; questo è il **CAPM** (Capital Asset Pricing Model)



**In teoria** i due approcci dovrebbero dare risultati uguali, in pratica ciò succede raramente a causa dei molteplici parametri utilizzati nei conteggi; se si presta molta attenzione all'uso dei parametri la differenza nell'utilizzo fra i due metodi può essere contenuta in termini ragionevoli

Facendo **un po' di storia**, si può aggiungere che nella dottrina e prassi italiana fino agli anni 90 inoltrati del secolo scorso predominava l'approccio Equity side. Solamente negli ultimi 15-20 anni circa, l'approccio Asset side è diventato di uso comune ed ha gradualmente soppiantato l'approccio Equity side.

**L'approccio Asset side** è largamente **preferito** dalle Banche d'affari e dal mondo del Private equity, ove la leva finanziaria viene ampiamente utilizzata per lo sviluppo delle aziende. L'inconveniente dell'approccio Asset side è **nell'indebitamento aziendale**, se esso non è organizzato e usato in modo intelligente, può essere un vincolo che gioca sulla

redditività e quindi sul futuro dell'azienda: in questo caso l'utilizzo dell'approccio Asset side non funziona in alternativa all'Equity side. In altre parole il metodo Asset side funziona solamente se vale il seguente assunto: un'azienda vale in funzione dei flussi prodotti dai suoi asset, non in funzione di come essi si ripartiscono fra azionisti e titolari del debito

Vediamo ora nel merito **le variazioni fra i due approcci** nella determinazione sia del **cash flow** che del **tasso di attualizzazione**

### **Flussi monetari**

#### **Asset side. Flussi monetari Unlevered (FCF)**

- Reddito operativo (EBIT)
- meno, Imposte sul reddito (queste sono imposte figurative, perché la base imponibile è diversa da quella effettiva)
- più, ammortamenti e accantonamenti
- uguale, Flusso circolante della gestione
- più o meno, variazione del capitale circolante netto (cd working capital)
- più o meno, variazione degli investimenti, al netto dei disinvestimenti
- uguale, Flusso di cassa free (FCFO)

Questi sono flussi di cassa disponibili per tutti i portatori di risorse finanziarie in azienda, siano esse capitale proprio o debito

#### **Equity side. Flussi monetari Levered (FCFE)**

- Flusso di cassa free (FCFO)
- Meno, Oneri finanziari netti
- Più o meno, Variazione dell'indebitamento finanziario netto (- rimborsi, + nuovi debiti)

- Uguale, Flusso di cassa per gli azionisti (FCFE)

Come si vede i flussi monetari Equity side partono dai flussi monetari Asset side e vengono depurati dal servizio del debito aziendale. In altre parole essi danno i flussi di cassa disponibili per i soli azionisti

### IL tasso di attualizzazione

Con l'ottica **asset side**, viene utilizzato 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 **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. Con l'ottica **Equity side** si usa il **CAPM (Capital Asset Pricing Model)**. In pratica si utilizza solamente **la prima parte della formula** del WACC sopraesposta, che riguarda il solo costo dell'Equity

Può essere utile a questo punto inserire un'immagine, ricavata dal sito di Borsa italiana sui metodo DCF, sui flussi levered (equity side) e unlevered (asset side), nonchè sui relativi Cash flows

## IL METODO DISCOUNTED CASH FLOW

### ► Come funziona

È basato sulla determinazione del valore attuale dei flussi di cassa attesi da una specifica attività

$$\text{VALORE DEI FLUSSI DI CASSA ATTUALIZZATI} = \sum_{i=0}^n \frac{\text{CF}_i}{(1+r)^i}$$

Flusso di cassa  
Tasso di sconto

$$\text{VALORE DELL'AZIENDA} = \text{VALORE DEI FLUSSI DI CASSA ATTUALIZZATI} + \text{Posizione finanziaria netta} + \text{Assets}$$

### ► Determinazione dei flussi di cassa

#### FLUSSI LEVERED (disponibili agli azionisti)

- Utile netto
- +/- Variazione capitale fisso e circolante
- +/- Variazione TFR
- +/- Versamenti o rimborsi di capitale
- +/- Accensione o estinzione finanziamento

#### FLUSSI UNLEVERED (disponibili per gli azionisti e i creditori)

- Risultato operativo (Ebit)
- imposte sul reddito operativo
- + ammortamenti e accantonamenti
- +/- variazione capitale fisso e circolante



CENTIMSTRI.it



15 novembre 2014

Angelo Fiori

[www.commercialistatelematico.com](http://www.commercialistatelematico.com)

E' vietata ogni riproduzione totale o parziale di qualsiasi tipologia di testo, immagine o altro.  
Ogni riproduzione non espressamente autorizzata è violativa della Legge 633/1941 e pertanto perseguibile penalmente