

La prospettiva di valutazione con il metodo DCF: Asset side o Equity side?

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.

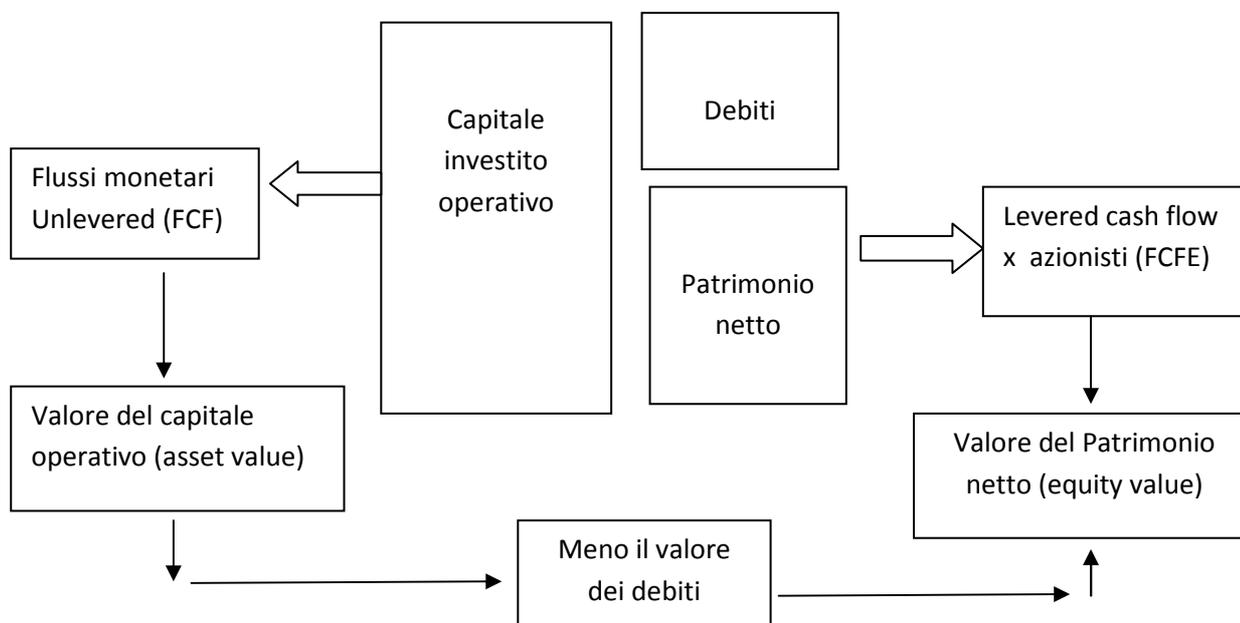
La **prima scelta** che deve effettuare il perito valutatore, utilizzando il metodo DCF nel valutare un'azienda, è se assumere la prospettiva **Asset side** o la prospettiva **Equity side**.

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), nonché 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

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

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

