

STUDIO BERETTA DOTTTARELLI  
DOTTORI COMMERCIALISTI ASSOCIATI

SERGIO BERETTA

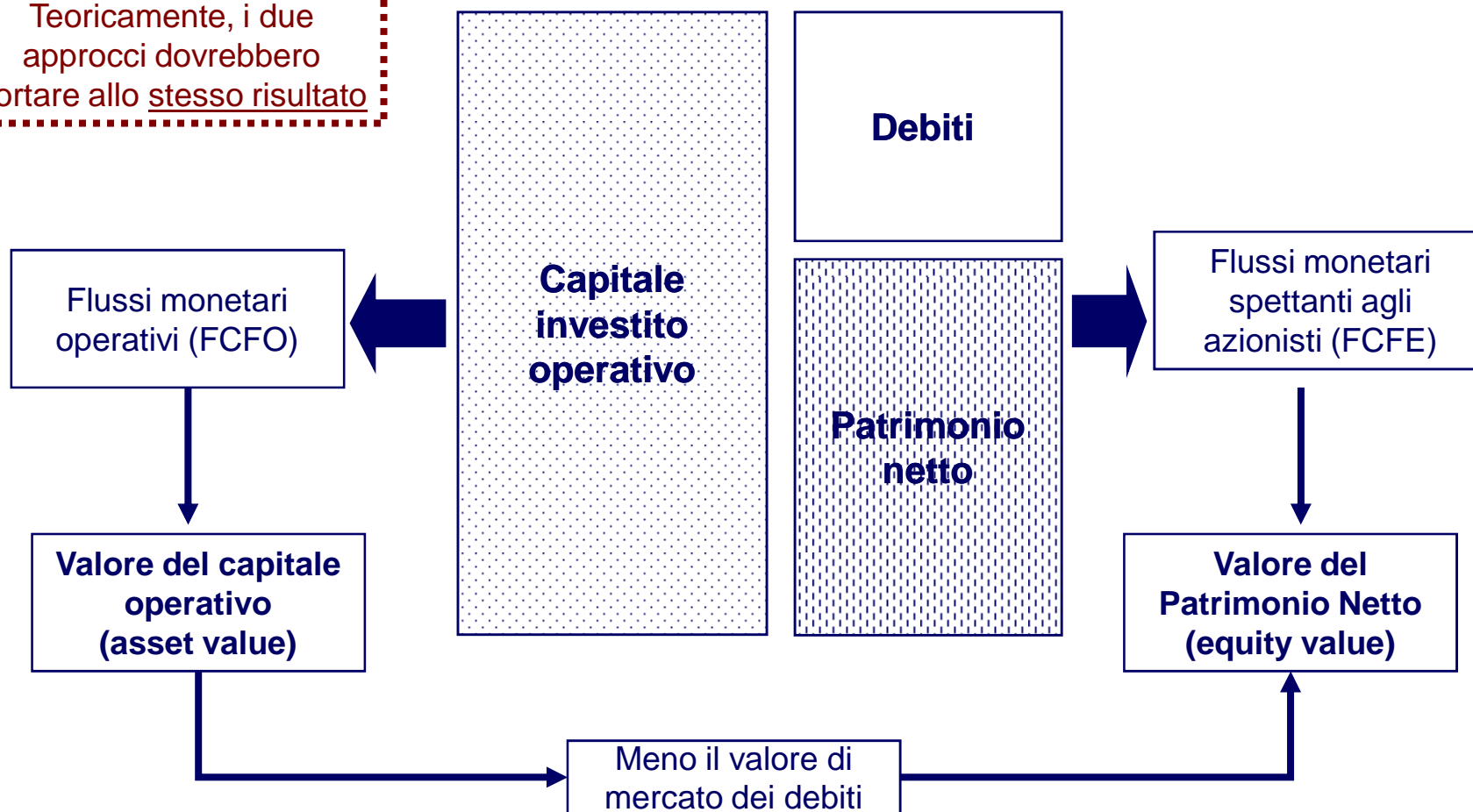
*La valutazione finanziaria*

# Premessa

- Il valore del capitale economico viene stimato considerando i flussi di cassa prodotti in futuro dall'impresa
- Vi sono due approcci di analisi:
  - Asset side
  - Equity side

# Premessa

Teoricamente, i due approcci dovrebbero portare allo stesso risultato



# Asset side

## ASSET SIDE (ottica dell'impresa):

- stima del valore del capitale economico in modo **indiretto** (valore del capitale operativo meno valore di mercato della posizione finanziaria netta)
- si considerano i **flussi finanziari operativi** (FCFO), ossia i flussi finanziari disponibili per tutti i finanziatori dell'impresa a titolo di credito e di capitale
- tasso di attualizzazione pari al **costo medio ponderato del capitale** (WACC)

$$\begin{array}{|c|} \hline \text{Valore del} \\ \text{capitale} \\ \text{economico (} W_e \text{)} \\ \hline \end{array} = \begin{array}{|c|} \hline \text{Valore del capitale operativo} \\ \text{come attualizzazione dei} \\ \text{FCFO con il WACC} \\ \text{(Enterprise Value)} \\ \hline \end{array} - \begin{array}{|c|} \hline \text{Valore di mercato} \\ \text{della posizione} \\ \text{finanziaria netta (} W_d \text{)} \\ \hline \end{array}$$

# Asset side

- La **gestione industriale** comprende tutta l'attività commerciale e produttiva corrente nonché le scelte d'investimento funzionali alla stessa
- La **gestione finanziaria** ingloba le operazioni che intervengono con i finanziatori (azionisti e creditori) e gli investimenti di carattere monetario o finanziario
- La **separazione** tra la gestione industriale e quella finanziaria non è sempre agevole. Ad esempio, nel caso delle **imposte**, alla gestione finanziaria compete lo scudo fiscale sugli oneri finanziari e alla gestione industriale tutto il resto.

# Asset Side

## Il Free Cash Flow from Operations (FCFO)

### **Margine operativo lordo (EBITDA)**

- Ammortamenti e Accantonamenti

### **= Reddito operativo (EBIT)**

- Imposte sul reddito operativo

Sono dette imposte figurative, dal momento che la base imponibile è diversa da quella effettiva su cui si calcolano le imposte

### **= NOPAT (Net Operating Profit After Taxes)**

- + Ammortamenti e Accantonamenti

### **= Flusso di circolante della gestione caratteristica**

- Variazione del capitale circolante netto commerciale
- Incremento degli investimenti operativi (al netto dei disinvestimenti)

### **= Flusso di cassa operativo al netto di imposte (FCFO)**

# Equity side

## EQUITY SIDE (ottica dell'azionista):

- stima del valore del capitale economico in modo **diretto**
- si considerano i **flussi finanziari** che spettano agli azionisti (FCFE)
- tasso di attualizzazione pari al **costo del capitale proprio** ( $k_e$ )

$$\boxed{\text{Valore del capitale economico } (W_e)} = \boxed{\text{Valore del capitale proprio come attualizzazione dei FCFE con il } K_e \text{ (Equity Value)}}$$

# Equity side

## II Free Cash Flow to Equity (FCFE)

### Margine operativo lordo (EBITDA)

– Ammortamenti e Accantonamenti

= **Reddito operativo (EBIT)**

– Imposte sul reddito operativo

= **NOPAT (Net Operating Profit After Taxes)**

+ Ammortamenti e Accantonamenti

= **Flusso di circolante della gestione caratteristica**

– Variazione del capitale circolante netto commerciale

– Incremento degli investimenti operativi (al netto dei disinvestimenti)

= **Flusso di cassa operativo al netto di imposte (FCFO)**

– Oneri finanziari netti

± Variazione dell'indebitamento finanziario netto (- rimborsi + nuovi debiti)

= **Flusso di cassa netto per gli azionisti (FCFE)**

Se il grado di indebitamento varia nel tempo, il FCFE può essere diverso dal FCFO



# Tasso di attualizzazione

- Il **costo del capitale** ( $k$ ) (WACC) è la **media ponderata** del costo del capitale di credito (solo passività finanziarie) e del costo del capitale proprio
- Il **costo del capitale** ( $k$ ) (WACC) è il **tasso di rendimento minimo** che l'impresa deve ottenere dai propri investimenti per soddisfare le attese dei propri finanziatori (azionisti e creditori)

$$k = \frac{D}{(D + E)} \times k_d \times (1 - t) + \frac{E}{(D + E)} \times k_e$$

- **Costo del capitale di credito ( $k_d$ )** → spesso il costo storico
- **Costo del capitale proprio ( $k_e$ )** → talvolta il ROE (in realtà CAPM)

# Differenza asset ed equity side

- Gli approcci riflettono procedure **teoricamente equivalenti**
- Il **metodo indiretto** (asset side) ha il pregio di evitare di stimare la dinamica dell'indebitamento e degli oneri finanziari e delle relative conseguenze in termini di scudo fiscale
- Il **metodo diretto** consente di evitare la valutazione esplicita del costo del debito ed è quindi preferibile se il compito si rivela arduo. Esso può essere più conveniente nel caso di imprese quotate. Si confonde però la sfera industriale da quella finanziaria relativa ai rapporti con i debitori.

# Metodi sintetici

Sono utili in caso di imprese in condizioni di **equilibrio**:

- ricavi e costi unitari costanti
- assenza di crescita (variazioni del CCNC  $\cong 0$ )
- investimenti di rinnovo uguali agli ammortamenti
- rapporto di indebitamento costante

ASSET SIDE	EQUITY SIDE
$W_e = \frac{FCFO}{WACC} - W_d$	$W_e = \frac{FCFE}{k_e}$

$W_d$  = valore di mercato della posizione finanziaria netta al momento della valutazione

# Metodi sintetici

- A ben vedere...
  - il FCFO tende ad essere uguale al **reddito operativo al netto delle imposte**
  - il FCFE tende ad essere uguale **all'utile netto**
- Si possono **modificare** le formule per considerare, ad esempio, tassi di crescita dei flussi di cassa stabili nel tempo per un tempo illimitato, ovvero tassi di crescita costanti per un periodo definito, ovvero tassi di crescita a due stadi

# Metodi Analitici

Le valutazioni hanno un orizzonte temporale definito e i flussi di cassa sono prevedibili periodo per periodo

E' utile per le imprese con vita limitata in cui è noto il periodo finale di attività (ad esempio le imprese che operano con una concessione non rinnovabile)

ASSET SIDE	EQUITY SIDE
$W_e = \sum_{t=1}^n \frac{FCFO_t}{(1 + WACC)^t} - W_d$	$W_e = \sum_{t=1}^n \frac{FCFE_t}{(1 + k_e)^t}$

# Metodi Analitici con Terminal Value

Il valore del capitale economico si ottiene considerando

- il **valore attuale dei flussi finanziari analitici** (anni del business plan analitico, di solito 7-10 anni)
- il valore dopo la previsione analitica (**terminal value**) che può essere stimato in differenti modi (ad esempio metodi finanziari sintetici utilizzando l'ultimo flusso di cassa ovvero multipli)

ASSET SIDE	EQUITY SIDE
$W_e = \sum_{t=1}^T \frac{FCFO_t}{(1+WACC)^t} + \frac{TV_T}{(1+WACC)^T} - W_d$	$W_e = \sum_{t=1}^T \frac{FCFE_t}{(1+k_e)^t} + \frac{TV_T}{(1+k_e)^T}$