

RISTRUTTURAZIONE DELLE IMPRESE (3CFU)

I METODI DI VALUTAZIONE D'IMPRESA:

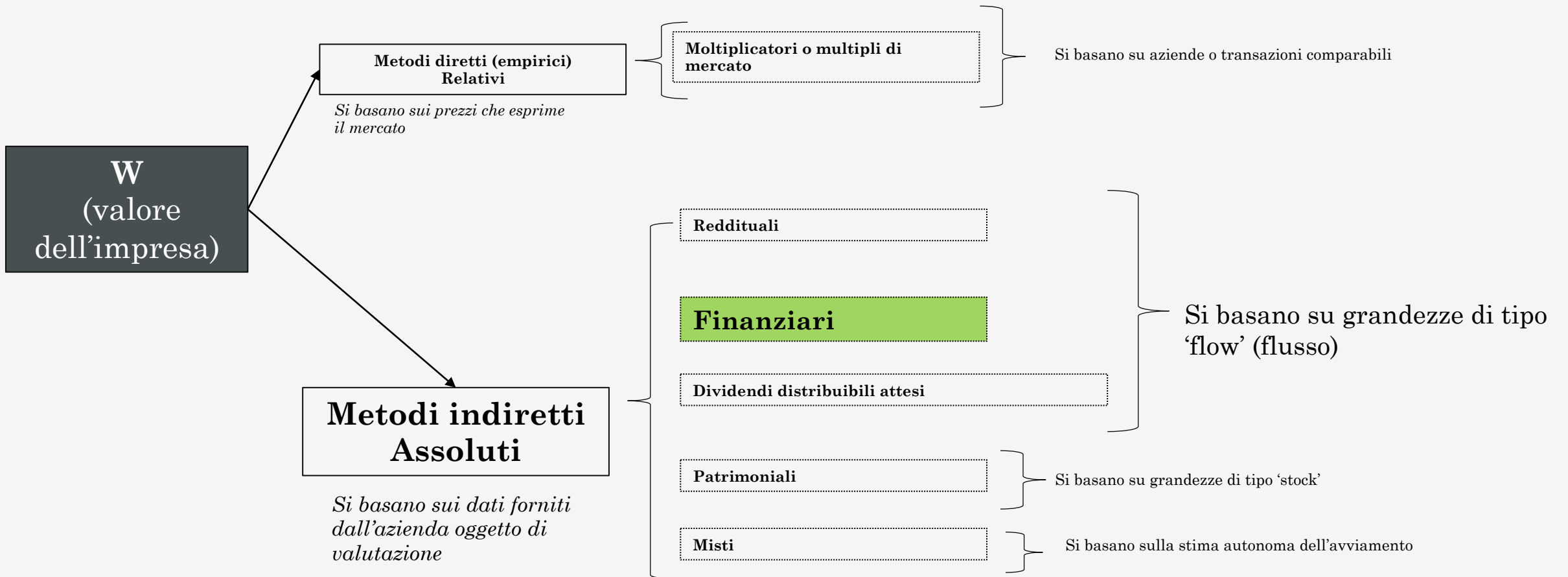
I METODI FINANZIARI

ESERCITAZIONI DI VERIFICA

Prof. Raffaele D'Amore

email: raffaele.damore@uniroma1.it

I METODI DI VALUTAZIONE



EVOLUZIONE DEI CRITERI

- **Fine '800:** aziende valutate sulla base del loro patrimonio (capitale); (prospettiva della banca)
- **Anni '30-'60:** metodo reddituale (puro o semplice) -> mercati non turbolenti, aziende stabili, valutazione di 'cessione'; (considerazione di contesto: post guerra; filosofia dell'acquirente)
- **Fine anni '70- anni '80:** inizia l'armonizzazione dei mercati (globalizzazione), che è basata sulla finanza, si diffondono metodi anglosassoni (prospettiva del mercato).
- **Anni '90:** si distingue per obiettivi di gestione (es. metodo finanziario-valutazione strategica), l'apertura dei mercati ha reso necessario l'utilizzo di tali procedure.

IL CONTRIBUTO DI RAPPAPORT (1986)

Ritiene che l'obiettivo dell'impresa sia la **creazione di valore a favore degli azionisti** misurabile tramite i flussi di cassa operativi attesi ed attualizzati rispetto al valore iniziale;

elemento innovativo: non è tanto aver ribadito che le imprese hanno come obiettivo centrale la generazione di valore a favore degli azionisti quanto aver sottolineato il legame tra strategia e valore

➤ *la fattibilità di determinate traiettorie strategiche deve essere valutata sulla base dell'incremento di valore per gli azionisti che esse possono produrre*

LA CONCEZIONE ANGLOSASSONE

Massimizzazione del valore a favore degli azionisti: modello di organizzazione imprenditoriale più diffuso è la *public company*, l'accesso dei risparmiatori al capitale di rischio avviene, sovente, tramite **investitori istituzionali** ed è in linea con una **concezione contrattualista** dell'impresa.

Si possono individuare una *pluralità di portatori di interessi* aventi l'obiettivo di massimizzare i propri risultati e disponibili ad *abbandonare l'impresa* nel caso sia possibile ottenere una remunerazione più elevata.

L'impresa è un **mero oggetto di investimento** che deve presentare connotazioni di competitività non solamente per i prodotti da collocare sul mercato, ma anche per i capitali da acquisire sui mercati finanziari.

LA TEORIA IN ITALIA (GUATRI)

- **Creare valore** vuol dire accrescere la dimensione del **capitale economico** ossia il valore dell'impresa intesa come investimento;
- l'obiettivo di massimizzazione del valore per l'azionista è meno condiviso in quanto si tende ad attribuire rilevanza anche agli **interessi di altri soggetti portatori di interessi** verso l'impresa;
- Richiama un'idea forte di **impresa** qualificabile come **istituto socio-economico sovraordinato** con un proprio finalismo ed orientato ad appagare gli interessi della molteplicità di attori che partecipano alla sua attività.

METODI FINANZIARI

L'impresa viene considerata alla stregua di un investimento che genera flussi finanziari, per cui il suo *valore* è determinato dal *valore attuale dei flussi di cassa che è in grado di generare nel tempo*.

L'applicazione dei Metodi Finanziari richiede l'individuazione dell'esatta configurazione del flusso di cassa prescelta.

Il flusso finanziario rappresenta *la migliore approssimazione dei benefici attesi da una strategia*.

➤ *DCF = Discounted Cash Flow*

**M E T O D O
F I N A N Z I A R I O
P U R O**

$$W = F/i$$

M E T O D O F I N A N Z I A R I O A N A L I T I C O

$$W = \sum_{t=1}^n FC / (1+i)^t$$

$$\text{con } 3 \leq n \leq 5$$

**M E T O D O F I N A N Z I A R I O A N A L I T I C O
C O N T E R M I N A L V A L U E**

$$W = \sum_{t=1}^n FC / (1+i)^t + TV / (1+i)^n$$

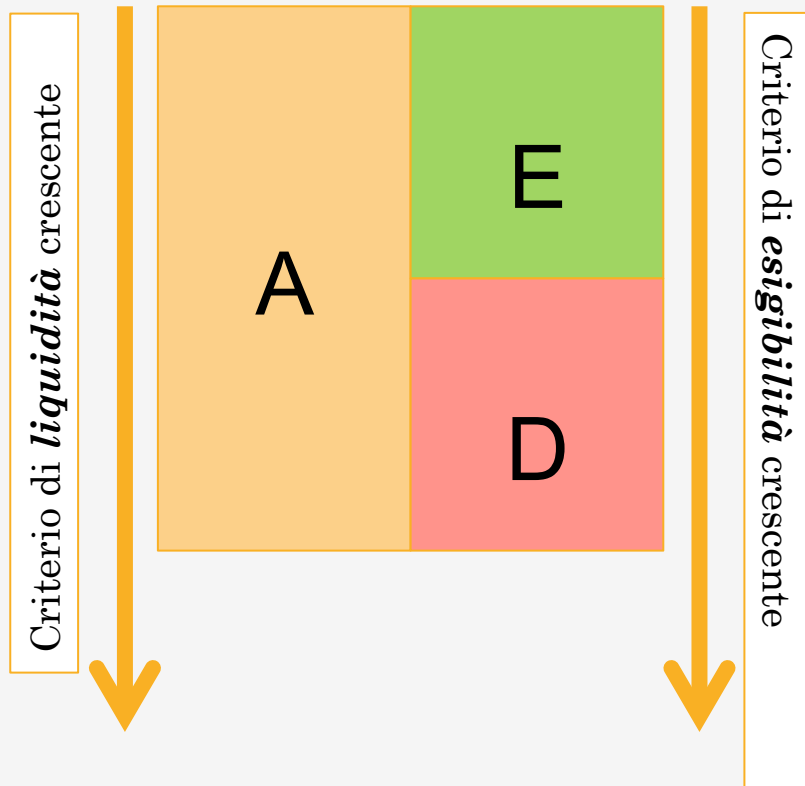
$$\text{con } 3 \leq n \leq 5$$

TV= valorizzazione perpetua dei flussi di cassa
(generalmente l'ultimo)

METODI FINANZIARI

Diventa fondamentale individuare:

- 1) *l'esatta configurazione di flusso prescelta;*
- 2) *il tasso di sconto adeguato e coerente.*



Due prospettive:

“EQUITY SIDE” = si calcola il valore dell'equity
($E = A - D$) (*equity value*)

“ASSET SIDE” = si calcola il valore dell'intera
impresa
($A = E + D$) (*enterprise value*)

METODI FINANZIARI

METODO FINANZIARIO LEVERED

“**equity side**”= si calcola il valore dell’equity
($E = A - D$) (*equity value*)

il flusso di cassa *levered* / *equity value*:

METODO FINANZIARIO UNLEVERED

“**asset side**”= si calcola il valore dell’intera impresa
($A = E + D$) (*enterprise value*)

I flussi finanziari sono tutti quelli a disposizione dei finanziatori indipendentemente da come viene finanziata l’impresa .

il flusso di cassa *unlevered* / *enterprise value*:

- **ENTERPRISE VALUE (CAPITALE INVESTITO NETTO)**: indica il valore complessivo di una determinata società o di un suo assets;
- **EQUITY VALUE (VALORE DI MERCATO DEL PATRIMONIO NETTO)** : indica il valore di Mercato della società, vale a dire il Valore Complessivo delle azioni (o delle quote)

METODI FINANZIARI

PROSPETTIVE :

- 1) **ASSET SIDE (UNLEVERED)**: il valore dell'Equity viene stimato in modo **INDIRETTO**, si stima prima il **CAPITALE INVESTITO NETTO** dell'azienda (**ENTERPRISE VALUE**) e **DETRAENDO** da esso la **POSIZIONE FINANZIARIA NETTA**;
- 2) **EQUITY SIDE (LEVERED)**: il valore del capitale economico dell'impresa (**EQUITY VALUE**) viene stimato modo diretto. Si considerano solo i flussi che spettano agli azionisti.

METODO FINANZIARIO LEVERED

“equity side”= si calcola il valore dell'equity
(**E= A-D**) (*equity value*)

il flusso di cassa *levered/equity value*:

FCFE= flusso di cassa **per gli azionisti al netto** degli oneri finanziari

METODO FINANZIARIO UNLEVERED

“asset side”= si calcola il valore dell'intera impresa
(**A= E+D**) (*enterprise value*)

il flusso di cassa *unlevered/ enterprise value*:

FCFO/FCFF = flusso di cassa **per l'impresa al lordo** degli oneri finanziari. Sono tutti i flussi finanziari disponibili per i portatori di Risorse Finanziarie.

METODI FINANZIARI

FLUSSO DI CASSA NETTO DISPONIBILE

per gli azionisti (al netto degli oneri finanziari)

Flusso di cassa “*levered*” - FCFE

**METODO FINANZIARIO
“LEVERED”**

per l'impresa (al lordo degli oneri finanziari)

Flusso di cassa “*levered*” - FCFE

**METODO FINANZIARIO
“UNLEVERED”**

METODI FINANZIARI

METODO FINANZIARIO LEVERED

“equity side”= si calcola il valore dell’equity
($E = A - D$) (*equity value*)

il flusso di cassa *levered* / *equity value*:

$$\sum_{t=1}^n \frac{FC_t \text{ per l'azionista}}{(1 + k_e)^t}$$

METODO FINANZIARIO UNLEVERED

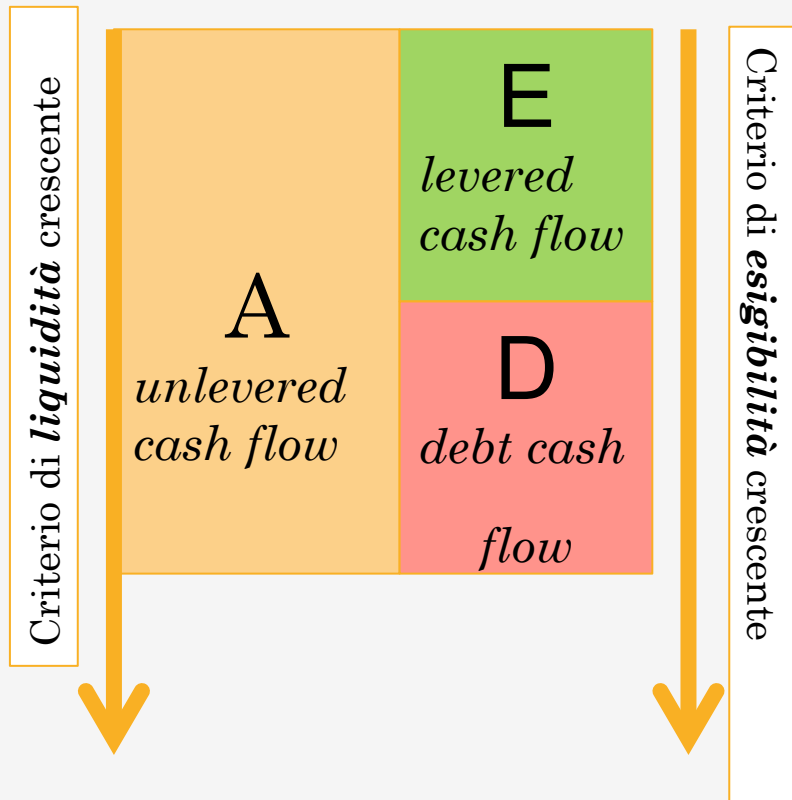
“asset side”= si calcola il valore dell’intera impresa
($A = E + D$) (*enterprise value*)

il flusso di cassa *unlevered* / *enterprise value*:

$$\sum_{t=1}^n \frac{FC_t \text{ per l'impresa}}{(1 + WACC)^t}$$

METODI FINANZIARI

Diventa fondamentale *individuare l'esatta configurazione di flusso prescelta.*



Due prospettive:

“equity side”= si calcola il valore dell’equity
($E = A - D$) (*equity value*)

“asset side”= si calcola il valore dell’intera
impresa

($A = E + D$) (*enterprise value*)

METODO FINANZIARIO LEVERED - FLUSSI

FLUSSI 'LEVERED': liquidità disponibile, sotto forma di dividendi, per coloro che hanno investito nell'impresa a titolo di equity (capitale di rischio).

OPERATIVAMENTE:

➤ *flussi di cassa generati dalla gestione operativa al **netto** delle operazioni monetarie relative alla gestione finanziaria*

METODO FINANZIARIO LEVERED - FLUSSI

Reddito operativo (EBIT)

- Imposte sul reddito operativo

= **Redito operativo dopo le imposte (NOPAT) *Net Operating Profig After Tax***

+ Costi non monetari (Amm.ti - Svalutazioni - Accantonamenti etc)

= Flusso di cassa operativo lordo (EBITDA) [**AUTOFINANZIMENTO NETTO**]

+/- (Aumento) Riduzione del CCN

= Flusso di cassa operativo Netto (FCFO)[*Free Cash Flow to the Firm*

+/- (Investimenti) Disinvestimenti in Impieghi Fissi

= Flusso di cassa dopo gli investimenti

+/- Aumento (Diminuzione) Finanziamenti Netti

+/- Proventi (Oneri) Finanziari

= Flusso di cassa dopo i finanziamenti

+/- Proventi (Oneri) straordinari

= Flusso di cassa dopo i componenti straordinari

= FLUSSO DI CASSA DISPONIBILE PER GLI AZIONISTI/PROPRIETARI (FCFE)

METODO FINANZIARIO LEVERED - FLUSSI

Reddito operativo
- Imposte sul reddito operativo
= Reddito operativo dopo le imposte (NOPAT)
+ Costi non monetari
= Flusso di cassa operativo lordo
+/- (Aumento) Riduzione del CCN
= Flusso di cassa operativo Netto
+/- (Investimenti) Disinvestimenti in Impieghi Fissi
= Flusso di cassa dopo gli investimenti
+/- Aumento (Diminuzione) Finanziamenti Netti
+/- Proventi (Oneri) Finanziari
= Flusso di cassa dopo i finanziamenti
+/- Proventi (Oneri) straordinari
= Flusso di cassa dopo i componenti straordinari
= FLUSSO DI CASSA DISPONIBILE PER GLI AZIONISTI/PROPRIETARI

Importante:

partendo dal reddito per giungere alla determinazione del flusso di cassa, si passa *da un'ottica di competenza ad un'ottica di cassa.*

Ciò vuol dire che le variazioni delle voci vanno considerate in base al loro effetto sulla cassa.

METODO FINANZIARIO UNLEVERED - FLUSSI

FLUSSI 'UNLEVERED': flussi monetari netti generati dalla gestione operativa, liberamente disponibili per tutti coloro che hanno investito in azienda, sia sotto forma di equity che di debito (azionisti/proprietari e creditori).

- *flussi di cassa al lordo delle operazioni monetarie relative alla gestione finanziaria, cioè senza considerate entrate ed uscite monetarie relative a:*
- *scelte finanziarie di indebitamento (accensione/rimborso finanziamenti);*
 - *remunerazioni relative a terzi creditori (oneri finanziari) o proventi di competenza dell'impresa (proventi finanziari).*

METODO FINANZIARIO UNLEVERED - FLUSSI

Reddito operativo
- Imposte sul reddito operativo
= Reddito operativo dopo le imposte (NOPAT)
+ Costi non monetari
= Flusso di cassa operativo lordo
+/- (Aumento) Riduzione del CCN
= Flusso di cassa operativo Netto
+/- (Investimenti) Disinvestimenti in Impieghi Fissi
= Flusso di cassa dopo gli investimenti
+/- Proventi (Oneri) straordinari
= FLUSSO DI CASSA DISPONIBILE PER L'IMPRESA (FCFE)

METODI FINANZIARI – CALCOLO DEL TASSO DI SCONTO

È necessario che vi sia **coerenza** tra il **flusso di cassa** individuato ed il **tasso di sconto** scelto; ciò significa che a diversa configurazione di flusso va applicato un diverso tasso di sconto.

Metodi LEVERED -> **Flussi di cassa disponibili per gli azionisti** -> **Ke** (*cost of equity*)

Metodi UNLEVERED -> **Flussi di cassa disponibili per l'impresa** -> **WACC** (*weighted average cost of capital, costo medio ponderato del capitale*)

COSTO DEL CAPITALE PROPRIO K_e

Metodi LEVERED -> Flussi di cassa disponibili per gli azionisti -> K_e (cost of equity)

Il K_e coincide con il tasso i , inteso generalmente come *somma del tasso risk-free (r_f) e del risk-premium (rp)*, questo perché l'investitore in capitale di rischio richiede una maggiore remunerazione che tenga conto della maggiore rischiosità dell'investimento azionario, rispetto ad investimenti alternativi privi di rischio.

Metodo finanziario puro

$$W = F/i$$

diventa



$$W = FCFE/K_e$$

COSTO MEDIO PONDERATO DEL CAPITALE PROPRIO WACC

Metodi UNLEVERED -> Flussi di cassa disponibili per l'impresa -> WACC (*weighted average cost of capital, costo medio ponderato del capitale*)

Il WACC viene utilizzato per attualizzare i flussi di cassa di pertinenza di *tutti* i finanziatori dell'impresa.

$$\text{WACC} = K_e \frac{E}{E+D} + K_d \frac{D}{E+D}$$

- K_e = Costo del capitale proprio
- K_d = Costo dell'indebitamento finanziario
- $E+D$ = Totale del Capitale Investito
- $E/(E+D)$ = Incidenza del capitale proprio sul totale del capitale investito
- $D/(E+D)$ = Incidenza del capitale di debito sul totale del capitale investito

$$W = \text{FCFF} / \text{WACC} - D$$

DIFFERENZE TRA I DUE METODI

- **Il DCF levered** consente di giungere alla stima del valore economico del capitale netto dell'azienda partendo dall'attualizzazione dei futuri flussi di cassa per gli azionisti. Ciò significa che l'attualizzazione dei flussi finanziari prospettici per gli azionisti fornisce la stima del **valore economico del capitale di rischio**.
- **Il DCF unlevered** consente di giungere alla stima del valore economico del capitale investito operativo netto partendo dall'attualizzazione dei flussi di cassa operativi netti attualizzati (da cui sono esclusi i flussi generati da componenti finanziari positivi e negativi). Ciò significa che il valore economico del capitale di proprietà viene quindi stimato come somma algebrica tra il valore economico del capitale investito operativo netto e la “**posizione finanziaria netta (PFN) ***” dell'azienda alla data della stima.

(*differenza tra il totale dei debiti finanziari aziendali (a prescindere dalla loro scadenza) e le attività liquide (cassa, c/c attivi, titoli negoziabili e crediti finanziari). Esprime l'ammontare dei debiti finanziari al netto delle attività che potrebbero essere liquidate ed utilizzate immediatamente per il rimborso; fornisce pertanto una misura dell'ammontare di debito per il quale non esiste un'immediata copertura”).

CONCLUSIONI SUL METODO FINANZIARIO

- È utile per imprese che presentano notevoli dinamiche finanziarie (imprese commerciali, di servizi, società finanziarie, ecc.)
- Criticità di applicazione per imprese in crisi di liquidità, imprese che presentano flussi di cassa non significativi, non stabili, **difficili da stimare**.
- È più semplice da utilizzare per le attività (aziende) i cui i flussi di cassa sono attualmente positivi e possono essere **stimati con una certa affidabilità per periodi futuri**;
- Poiché si tratta di una stima del valore intrinseco, **richiede molti più input e informazioni** rispetto ad altri approcci di valutazione; in più gli input, essendo difficili da stimare, **potrebbero non essere realistici e risentire della soggettività del valutatore**.

ESERCIZIO SUL METODO FINANZIARIO – EQUITY SIDE (LEVERED) TRACCIA

1) L'impresa Alfa presenta i seguenti FCFE per gli anni 1-3:

FCFE 1	FCFE 2	FCFE 3
49.875,00 €	48.759,00 €	52.340,00 €

2) Determinare il flusso di cassa per gli azionisti all'anno 4, partendo dalle seguenti informazioni:

Reddito operativo	95.000,00 €	
- Imposte sul reddito operativo		t=37%
= Reddito operativo dopo le Imposte (NOPAT)		
+ Costi non monetari		15.000,00 € <i>Ammortamenti su Imm.ni materiali</i>
= Flusso di cassa operativo lordo		
+/- (Aumento) Riduzione del CCN		19.875,00 € <i>Aumento CCN</i>
= Flusso di cassa operativo Netto		
+/- (Investimenti) Disinvestimenti in Impieghi Fissi		15.000,00 € <i>Disinvestimenti in Impieghi Fissi</i>
= Flusso di cassa dopo gli investimenti		
+/- Aumento (Diminuzione) Finanziamenti Netti		8.900,00 € <i>Diminuzione finanziamenti netti</i>
+/- Proventi (Oneri) Finanziari		15.000,00 € <i>Oneri finanziari</i>
= Flusso di cassa dopo i finanziamenti		
+/- Proventi (Oneri) straordinari		7.500,00 € <i>Proventi straordinari</i>
= Flusso di cassa dopo i componenti straordinari		
= Flusso di cassa DISPONIBILE PER gli AZIONISTI/PROPRIETARI		

3) Successivamente, stimare valore dell'impresa con il metodo dei flussi finanziari prospettiva equity, sapendo che $K_e = 6\%$

ESERCIZIO SUL METODO FINANZIARIO – EQUITY SIDE – SOLUZIONE

A) Determinazione del flusso di cassa per gli azionisti all'anno 4:

Reddito operativo	95.000,00 €		
- Imposte sul reddito operativo	35.150,00 €	t=37%	
= Reddito operativo dopo le Imposte (NOPAT)	59.850,00 €		
+ Costi non monetari	15.000,00 €	15.000,00 €	<i>Ammortamenti su Imm.ni materiali</i>
= Flusso di cassa operativo lordo	74.850,00 €		
+/- (Aumento) Riduzione del CCN	19.875,00 €	19.875,00 €	<i>Aumento CCN</i>
= Flusso di cassa operativo Netto	54.975,00 €		
+/- (Investimenti) Disinvestimenti in Impieghi Fissi	15.000,00 €	15.000,00 €	<i>Disinvestimenti in Impieghi Fissi</i>
= Flusso di cassa dopo gli investimenti	69.975,00 €		
+/- Aumento (Diminuzione) Finanziamenti Netti	8.900,00 €	8.900,00 €	<i>Diminuzione finanziamenti netti</i>
+/- Proventi (Oneri) Finanziari	15.000,00 €	15.000,00 €	<i>Oneri finanziari</i>
= Flusso di cassa dopo i finanziamenti	46.075,00 €		
+/- Proventi (Oneri) straordinari	7.500,00 €	7.500,00 €	<i>Proventi straordinari</i>
= Flusso di cassa dopo i componenti straordinari	53.575,00 €		
= Flusso di cassa DISPONIBILE PER gli AZIONISTI/ PROPRIETARI	53.575,00 €		

ESERCIZIO SUL METODO FINANZIARIO – EQUITY SIDE – SOLUZIONE

B) Attualizzazione dei FCFE al tasso K_e :

	coefficienti attualizzazione K_e	FCFE attualizzati
anno 1	0,943396226	47.051,89
anno 2	0,88999644	43.395,34
anno 3	0,839619283	43.945,67
anno 4	0,792093663	42.436,42

C) Determinazione di W con metodo finanziario Equity side

$$\sum_{t=1}^n \frac{FC_t \text{ per l'azionista}}{(1+k_e)^t}$$

FCFE 1 attualizzato	FCFE 2 attualizzato	FCFE 3 attualizzato	FCFE4 attualizzato	W
47.051,89 €	43.395,34 €	43.945,67 €	42.436,42 €	176.829,31 €

176.829,31 € è il valore del C.E. calcolato con il metodo dei flussi di cassa attualizzati (DCF) prospettiva equity.

ESERCIZIO SUL METODO FINANZIARIO – ASSET SIDE (UNLEVERD) TRACCIA

1) L'impresa Beta presenta i seguenti FCFF per gli anni 1-3:

FCFF 1	FCFF 2	FCFF 3
59.875,00 €	58.795,00 €	61.325,00 €

2) Determinare il flusso di cassa per l'impresa all'anno 4, partendo dalle seguenti informazioni:

Reddito operativo	90.000,00 €		
- Imposte sul reddito operativo		t=37%	
= Reddito operativo dopo le Imposte (NOPAT)			
+ Costi non monetari		12.000,00 €	<i>Ammortamenti su Imm.ni materiali</i>
= Flusso di cassa operativo lordo			
+/- (Aumento) Riduzione del CCN		8.895,00 €	<i>Riduzione CCN</i>
= Flusso di cassa operativo Netto			
+/- (Investimenti) Disinvestimenti in Impieghi Fissi		5.000,00 €	<i>Disinvestimenti in Impieghi Fissi</i>
= Flusso di cassa dopo gli investimenti			
+/- Proventi (Oneri) straordinari		18.750,00€	<i>Oneri straordinari</i>
= Flusso di cassa DISPONIBILE PER L'IMPRESA			

3) Successivamente, stimare valore dell'impresa con il dei flussi finanziari prospettiva asset, sapendo che $K_e = 6\%$; $K_d = 5\%$; $E = 70.000€$; $D = 70.000€$.

ESERCIZIO SUL METODO FINANZIARIO – ASSET SIDE SOLUZIONE

A) Determinare il flusso di cassa per l'impresa all'anno 4, partendo dalle seguenti informazioni:

Reddito operativo	90.000,00 €		
- Imposte sul reddito operativo	33.300,00 €	t=37%	
= Reddito operativo dopo le Imposte (NOPAT)	56.700,00 €		
+ Costi non monetari	12.000,00 €	12.000,00 €	<i>Ammortamenti su Imm.ni materiali</i>
= Flusso di cassa operativo lordo	68.700,00 €		
+/- (Aumento) Riduzione del CCN	-8.895,00 €	-8.895,00 €	<i>Riduzione CCN</i>
= Flusso di cassa operativo Netto	77.595,00 €		
+/- (Investimenti) Disinvestimenti in Impieghi Fissi	5.000,00 €	5.000,00 €	<i>Disinvestimenti in Impieghi Fissi</i>
= Flusso di cassa dopo gli investimenti	82.595,00 €		
+/- Proventi (Oneri) straordinari	-18.750,00 €	18.750€	<i>Oneri straordinari</i>
= Flusso di cassa DISPONIBILE PER L'IMPRESA	63.845,00 €		

Per attualizzare il FCFF dobbiamo calcolare il WACC

ESERCIZIO SUL METODO FINANZIARIO – ASSET SIDE SOLUZIONE

B) Calcolo del WACC: **$WACC = K_e E / E + D + K_d D / E + D$**

$$= 0,06 * 70.000 / 140.000 + 0,05 * 70.000 / 140.000 = 0,06 * 0,5 + 0,05 * 0,5 = 0,03 + 0,025 = 3\% + 2,5\% = \mathbf{5,5\%}$$

C) Attualizzazione dei flussi al WACC

coefficienti attualizzazione WACC		
anno 1	0,947867299	56.753,55
anno 2	0,898452416	52.824,51
anno 3	0,851613664	52.225,21
anno 4	0,807216743	51.536,75

D) Determinazione di W con metodo finanziario Asset side

FCFF 1 attualizzato	FCFF 2 attualizzato	FCFF 3 attualizzato	FCFF 4 attualizzato	W
56.753,55 €	52.824,51 €	52.225,21 €	51.536,75 €	213.340,03 €

$$\sum_{t=1}^n \frac{FC_t \text{ per l'impresa}}{(1 + WACC)^t}$$

213.340,03 € è il valore del C.E. calcolato con il metodo dei flussi di cassa attualizzati (DCF) prospettiva asset.