

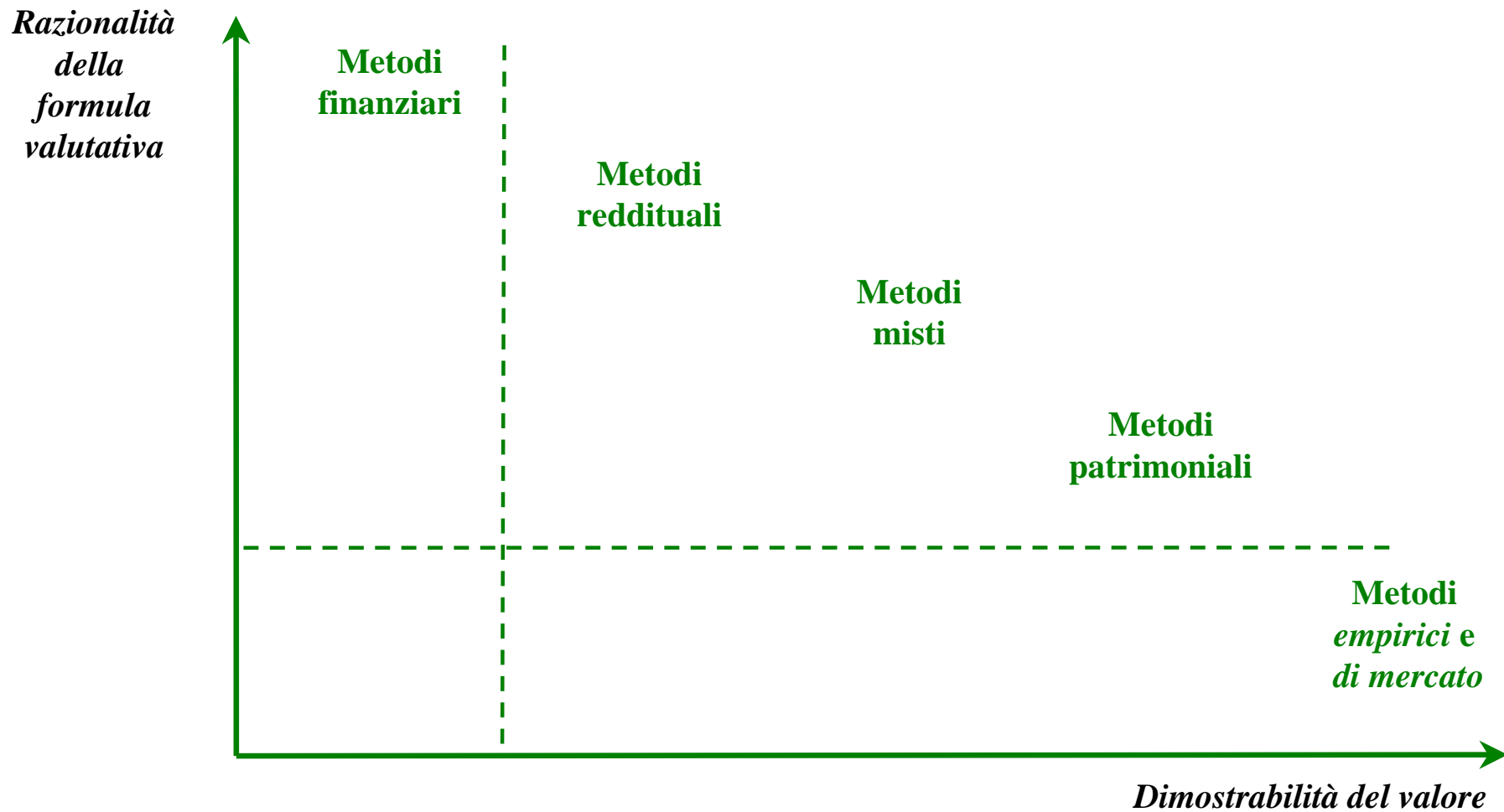


6. *I modelli fondati sui flussi finanziari e reddituali*

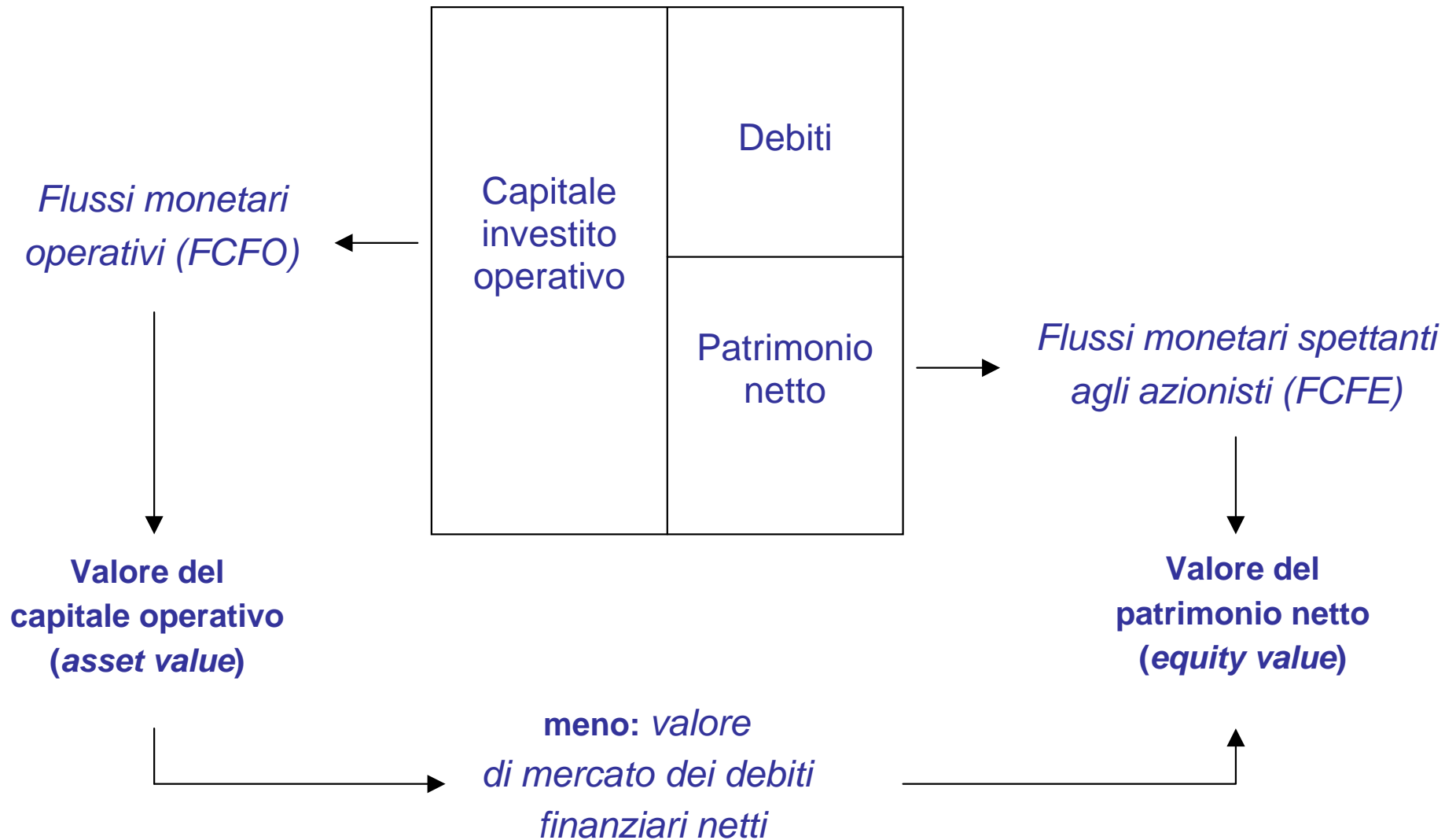
- Il modello finanziario e le relative metodologie di determinazione del valore
- Il modello reddituale e le relative metodologie di determinazione del valore economico
- Gli ambiti di applicazione dei rispettivi metodi

Prof. Antonio Tessitore
venerdì 16 marzo 2012

Le principali famiglie dei metodi valutativi



Logica dei metodi finanziari



Metodi finanziari

★ *Levered al netto degli Of*

$$W = \sum_1^n CF_j \cdot v^j + V_f \cdot v^n + SA$$

LEGENDA

CF_j = flussi di cassa di ciascun periodo

v^j = coefficiente di attualizzazione relativo a ciascun periodo

v^n = coefficiente di attualizzazione del valore terminale V_f

SA = *Surplus Asset* (beni non strumentali)

Costo del capitale proprio

→ Modello CAPM (*Capital Asset Pricing Model*)

$$i = i_c = r + \beta(\bar{r} - r)$$

essendo β la misura del rischio sistematico

N.B. Se l'azienda non è quotata in un mercato ufficiale si utilizza un β di impresa comparabile o un β relativo al settore corrispondente



★ *Unlevered al lordo degli Of*

$$W = \sum_1^n CF_j \cdot v^j + V_f \cdot v^n - D + SA \quad v^j = (1 + i)^{-j}$$

LEGENDA

- D = valore del Debito finanziario
- C_n = valore del Capitale di pieno rischio
- i_d = tasso di interesse medio del Debito D
- i_c = costo unitario del capitale proprio C_n

i = WACC (Weighted Average Cost of Capital)

T = aliquota di imposta

$$i = WACC = \frac{D}{D + C_n} \cdot i_d \cdot (1 - T) + \frac{C_n}{D + C_n} i_c$$

$$i_d = \frac{Of}{D} \quad i_c = r + \beta(\bar{r} - r)$$



Calcolo dei Flussi di Cassa

- **FORMULA LEVERED**

- (+) Vendite
- (-) Costi operativi monetari
- (=) Margine Operativo Lordo (MOL)
- (-) Ammortamenti e accantonamenti
- (=) Reddito operativo (RO o *EBIT*)
- (-) **Oneri finanziari netti**
- (=) Risultato ante imposte
- (-) Imposte
- (=) Utile netto
- (+) Ammortamenti e accantonamenti
- (=) Flusso di CCN di gestione corrente
- (±) Δ investimenti in capitale fisso e circolante
- (±) Δ capitale proprio e di indebitamento netto
- (=) Flusso di cassa disponibile *per l'azionista*



segue: Calcolo dei Flussi di Cassa

- **FORMULA UNLEVERED**

- (+) Vendite
- (-) Costi operativi monetari
- (=) Margine Operativo Lordo (MOL)
- (-) Ammortamenti e accantonamenti
- (=) Reddito operativo (RO o *EBIT*)
- (-) Imposte
- (=) Reddito operativo netto
- (+) Ammortamenti e accantonamenti
- (=) Flusso di CCN operativo (*cash flow*)
- (±) Δ investimenti in capitale fisso e circolante
- (=) Flusso di cassa operativo disponibile *per l'impresa*



Metodi reddituali

$$W = \frac{R_n}{i} + SA$$

$$W = \sum_1^n R_j \cdot v^j + V_f \cdot v^n + SA$$

$$W = \sum_1^n R_n \cdot a_{n \rightarrow i} + V_f \cdot v^n + SA$$

$$a_{n \rightarrow i} = \frac{1 - v^n}{i} = \frac{1 - (1 + i)^{-n}}{i}$$

LEGENDA

W = valore economico d'impresa

R_n = reddito netto normalizzato prospettico

R_j = reddito di ciascun periodo

i = tasso di capitalizzazione

a_{n → i} = coefficiente di attualizzazione

V_f = valore terminale

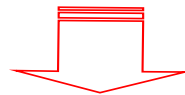
SA = *surplus asset*

Relazione Reddito – Valore economico

$$W = \frac{R_n}{i}$$

ESEMPIO: sensitività di i

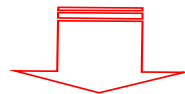
$$\text{Flusso } R_n \rightarrow 20 \quad i = 0,15 \quad W = 133$$



$$W = R a_{\overline{5}|0,15} + V_f$$

$$W = 66 + 67 = 133$$

$$\text{Flusso } R_n \rightarrow 20 \quad i = 0,10 \quad W = 200$$



$$W = R a_{\overline{5}|0,10} + V_f$$

$$W = 75 + 125 = 200$$

Gli ambiti di applicazione dei metodi finanziari e dei metodi reddituali

Metodi finanziari

- ❑ **Imprese con redditi di periodo stabilizzati nel tempo**

→ **Capex allineati agli ammortamenti**

- ❑ **Situazioni di non equilibrio stabilizzato**

Rapida crescita - Acquisizioni

Fase terminale con definita
vita residua

Metodi reddituali

- ❑ **Valutazione delle *Business Units***

- ❑ **Preferibile ai metodi finanziari nella formula *Equity Side***