



# **Casi aziendali sui metodi finanziari e reddituali**



Si determini, utilizzando il metodo *unlevered discounted cash flow*, il valore del capitale economico di un' impresa alla data del 1° gennaio 2008 operante nel settore delle vernici industriali che presenta i seguenti valori prospettici di conto economico:

<b>Voci di Conto Economico</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>
Vendite	32.318	33.631	34.279	34.941
Personale diretto	9.610	9.778	9.924	10.073
Altri costi diretti	14.945	15.474	15.658	15.864
<b>Margine industriale lordo</b>	<b>7.763</b>	<b>8.379</b>	<b>8.697</b>	<b>9.004</b>
Altri costi indiretti	768	785	800	815
<b>MOL (EBITDA)</b>	<b>6.995</b>	<b>7.594</b>	<b>7.897</b>	<b>8.189</b>
Ammortamenti	3.300	2.720	2.488	2.339
<b>Risultato operativo (EBIT)</b>	<b>3.695</b>	<b>4.874</b>	<b>5.409</b>	<b>5.850</b>
Oneri finanziari netti	1.080	978	400	298
<b>Utile Lordo (EBT)</b>	<b>2.615</b>	<b>3.896</b>	<b>5.009</b>	<b>5.552</b>
Imposte	1.022	1.461	1.690	1.855
<b>Utile netto</b>	<b>1.593</b>	<b>2.435</b>	<b>3.319</b>	<b>3.697</b>



Si considerino le seguenti informazioni aggiuntive:

- L'orizzonte temporale del piano di business è pari a 4 anni, in virtù del fatto che al termine di questo periodo il piano di investimenti dispiegherà i suoi effetti e la strategia deliberata si potrà considerare "a regime";
- Le variazioni annue di CCN operativo nei 4 anni di piano sono: +194, -200, +98, +193;
- I Capex per i 4 anni di piano sono: -434, -100, -700, -320;
- Gli accantonamenti TFR nei quattro anni di piano sono: -239, -278, -202, -104;
- L'impresa beneficia della deducibilità integrale Ires degli oneri finanziari sostenuti nel periodo di piano;
- Il tasso di rendimento nominale delle attività prive di rischio ( $R_f$ ) è pari al 3,25%;
- Il tasso di rendimento del mercato azionario ( $R_m$ ) è pari al 9,5%;
- Il costo dei mezzi di terzi a titolo oneroso applicato dagli istituti bancari all'impresa nel periodo di piano risulta in media pari al 6%;
- La variabilità del rendimento del capitale azionario dell'impresa rispetto alla variabilità dell'intero mercato azionario (*Beta levered*) è pari a 1,35;
- Il valore corrente della posizione finanziaria netta alla data di valutazione è pari a 7.852 e il rapporto di indebitamento è uguale a 1. Si prevede inoltre una sostanziale stabilità della PFN durante il periodo di piano.



Si suggerisce di procedere al calcolo dei seguenti dati:

1. I flussi di cassa disponibili per l' impresa nel periodo di piano;
2. I flussi di cassa disponibili per l' azionista nel periodo di piano;
3. Il costo del capitale di rischio;
4. Il costo dei mezzi di terzi al netto dell' effetto fiscale;
5. Il costo medio ponderato del capitale;
6. Il valore terminale;
7. Il valore del capitale economico dell' impresa con il metodo UDCF.



**Calcolo dei flussi di cassa *unlevered***

<b>Voci di Conto Economico</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>
+ Vendite	32.318	33.631	34.279	34.941
- Personale diretto	9.371	9.500	9.722	9.969
- Altri costi diretti	14.945	15.474	15.658	15.864
<b>Margine industriale lordo</b>	<b>8.002</b>	<b>8.657</b>	<b>8.899</b>	<b>9.108</b>
- Altri costi indiretti	768	785	800	815
<b>MOL (EBITDA)</b>	<b>7.234</b>	<b>7.872</b>	<b>8.099</b>	<b>8.293</b>
- Ammortamenti	3.300	2.720	2.488	2.339
- Accantonamenti TFR	239	278	202	104
<b>Risultato operativo (EBIT)</b>	<b>3.695</b>	<b>4.874</b>	<b>5.409</b>	<b>5.850</b>
- Imposte	1.293	1.705	1.893	2.047
<b>Reddito Operativo Netto</b>	<b>2.402</b>	<b>3.169</b>	<b>3.516</b>	<b>3.803</b>
+ Ammortamenti	3.300	2.720	2.488	2.339
+ Accantonamenti	239	278	202	104
<b>Flusso di CCN di gestione operativa</b>	<b>5.941</b>	<b>6.167</b>	<b>6.206</b>	<b>6.246</b>
- Capex	434	100	700	320
+/- var. investimenti in capitale circolante	- 194	+200	-98	-193
<b>Flusso di cassa disponibile per l' impresa</b>	<b>5.313</b>	<b>6.266</b>	<b>5.408</b>	<b>5.733</b>



## Calcolo dei flussi di cassa levered

Voci di Conto Economico	2008	2009	2010	2011
+ Vendite	32.318	33.631	34.279	34.941
- Personale diretto	9.371	9.500	9.722	9.969
- Altri costi diretti	14.945	15.474	15.658	15.864
<b>Margine industriale lordo</b>	<b>8.002</b>	<b>8.657</b>	<b>8.899</b>	<b>9.108</b>
- Altri costi indiretti	768	785	800	815
<b>MOL (EBITDA)</b>	<b>7.234</b>	<b>7.872</b>	<b>8.099</b>	<b>8.293</b>
- Ammortamenti	3.300	2.720	2.488	2.339
- Accantonamenti TFR	239	278	202	104
<b>Risultato operativo (EBIT)</b>	<b>3.695</b>	<b>4.874</b>	<b>5.409</b>	<b>5.850</b>
- Oneri finanziari netti	1.080	978	400	298
<b>Risultato ante imposte (RAI)</b>	<b>2.615</b>	<b>3.896</b>	<b>5.009</b>	<b>5.552</b>
- Imposte	1.022	1.461	1.690	1.855
<b>Utile Netto</b>	<b>1.593</b>	<b>2.435</b>	<b>3.319</b>	<b>3.697</b>
+ Ammortamenti	3.300	2.720	2.488	2.339
+ Accantonamenti	239	278	202	104
<b>Flusso di CCN di gestione operativa</b>	<b>5.152</b>	<b>5.433</b>	<b>6.009</b>	<b>6.140</b>
+/- var. investimenti in capitale fisso	- 434	- 100	- 700	- 320
+/- var. investimenti in capitale circolante	- 194	+ 200	- 98	- 193
<b>Flusso di cassa disponibile per azionista</b>	<b>4.524</b>	<b>5.533</b>	<b>5.211</b>	<b>5.627</b>



### Calcolo del costo del capitale di rischio

$$\text{CoE (Ke)} = R_f + \beta_L \times (R_m - R_f) = 3,25\% + 1,35 \times (9,5\% - 3,25\%) = 11,7\%$$

### Calcolo del costo dei mezzi di terzi al netto dell' effetto fiscale

$$\text{CoD (Kd)} = 0,06 \times (1 - 0,275) = 0,0435 = 4,35\%$$

### Calcolo del costo medio ponderato del capitale

$$\text{WACC} = D/(D + E) \times \text{CoD} \times (1 - T) + E/(D + E) \times \text{CoE}$$

$$D/E = 1 \quad D/(D + E) = 0,50$$

$$\text{WACC} = 0,5 \times 0,0435 + 0,5 \times 0,117 = 0,0803 = 8,03\%$$

### Calcolo del valore terminale (unlevered)

$$VF_n = FC_n / i = 5.733 / 0,0803 = 71.395$$



### Calcolo dei flussi futuri attualizzati (unlevered)

	2008	2009	2010	2011	Valore terminale
Flusso di cassa disponibile per l' impresa	5.313	6.267	5.408	5.733	71.395
Coefficiente di attualizzazione	$(1 + 0,0803)^{-1}$	$(1 + 0,0803)^{-2}$	$(1 + 0,0803)^{-3}$	$(1 + 0,0803)^{-4}$	$(1 + 0,0803)^{-5}$
<b>Flussi attualizzati</b>	<b>4.918</b>	<b>5.370</b>	<b>4.290</b>	<b>4.210</b>	<b>48.560</b>

### Calcolo del valore del capitale economico (unlevered)

**W = valore dei flussi di piano + valore terminale attualizzato – PFN**

$$= 18.787 + 48.560 - 7.852 = \mathbf{59.495}$$





Si determini il valore economico del capitale dell'impresa Gamma, produttrice di materia plastiche, alla data del 31 dicembre 2011 sulla base del metodo reddituale "puro".

I risultati netti contabili\* desunti dal bilancio 2011 e dal piano industriale 2012-2014 sono i seguenti:

	2011	2012	2013	2014
Risultato netto contabile	2.613	2.298	1.995	1.853

Il carico fiscale riflesso nel risultato degli esercizi 2011 e 2012 sono ricollegabili alla possibilità di dedurre le perdite fiscali pregresse. Il *tax rate* previsto a regime risulta pari al 35%. Le imposte incluse nei risultati sopra riportati sono le seguenti:

	2011	2012	2013	2014
Imposte	2.650	2.345	2.890	3.216

\*i valori sono espressi in termini reali e omogenei



Il risultato del 2011 comprende un componente straordinario determinato dal realizzo di una plusvalenza derivante dalla vendita di una partecipazione, pari a 1.000.

L'impresa Gamma ha contratto un leasing finanziario strumentale all'acquisizione di alcune attrezzature. In particolare, al fine di pervenire ad una corretta espressione del reddito medio normalizzato, si considerino le seguenti informazioni aggiuntive: il valore corrente degli immobili è stimato pari a 4.800, l'aliquota di ammortamento è pari al 15%; la quota capitale implicita nei canoni leasing contabilizzati nei periodi considerati è indicata nella tabella seguente:

	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>
Quota rimborso debito v/soc. leasing	450	470	430	450

Il risultato del 2012 prevede una svalutazione dei crediti, svolta in via del tutto eccezionale, per 280.

I risultati del 2011 e del 2012 beneficiano del riporto di perdite fiscali pregresse, il cui scudo fiscale risulta pari, rispettivamente, a 400 e a 800.

In funzione della significatività riconosciuta a ciascun risultato in una prospettiva futura, si riconosce un uguale peso ai redditi normalizzati.

Nel patrimonio dell'impresa è presente un terreno agricolo non strumentale all'attività produttiva, del valore di 1.000.



Il beneficio fiscale delle perdite pregresse viene stimato quale *surplus assets*.

Il tasso *free risk* reale, determinato utilizzando la formula di Fisher, è pari al 2,16%.

Il costo del capitale proprio reale è determinato tenendo conto dei seguenti dati:

- Premio per il rischio di mercato deflazionato: 6%
- Beta *levered* (media Beta comparabili): 1,1
- Premio per il rischio addizionale (motivato dalla piccola dimensione dell'impresa e dal suo radicamento in mercati tradizionali): 3%.

Alla luce delle informazioni disponibili, si proceda al calcolo del valore economico del capitale al 31.12.2011 dell'impresa Gamma utilizzando il metodo reddituale sintetico.



*Traccia di soluzione*

**1. Calcolo del reddito medio normale atteso:**

	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>
Risultato netto contabile	2.613	2.298	1.995	1.853
Storno imposte	2.650	2.345	2.890	3.216
Storno plusvalenza	- 1.000			
Storno svalutazione crediti		280		
Storno quota capitale canone leasing	450	470	430	450
<b>Risultato lordo rettificato</b>	<b>4.713</b>	<b>5.393</b>	<b>5.315</b>	<b>5.519</b>

Reddito lordo rettificato medio	5.235
Ammortamento beni in leasing	720
Reddito medio ante imposte	4.515
Imposte (35%)	1.580
<b>Reddito medio normale atteso</b>	<b>2.935</b>



Le rettifiche effettuate hanno riguardato i seguenti aspetti:

- storno delle imposte contabilizzate e ricalcolo delle stesse in base all'aliquota mediamente gravante in prospettiva futura sui risultati aziendali;
- storno della plusvalenza e della svalutazione dei crediti in quanto componenti straordinari non ripetibili in futuro;
- storno della quota capitale dei canoni leasing e calcolo degli ammortamenti sul valore corrente dei fabbricati;
- calcolo del reddito medio normale atteso attribuendo un peso uguale ai risultati netti normalizzati degli esercizi considerati.

### 2. Calcolo del costo del capitale proprio reale:

**Costo del capitale proprio reale** =  $R_f$  reale + (Beta *levered* \* ERP) + premio per il rischio addizionale d' impresa

$$2,16\% + (1,1 * 6\%) + 3\% = \mathbf{11,76\%}$$



### 3. Calcolo del valore economico del capitale dell' impresa Beta:

**Valore economico del capitale (W)** = (Reddito medio normale atteso/costo del capitale proprio reale) + surplus assets

$$W = (2.935/11,76\%) + 400 + 800 + 1.000 = 27.157$$