

Appunti schematici di FVI

TABELLA DI MARCIA	Ore di lavoro	Pagine appunti
10\18 venerdì	2h	28-32\112 fatte
10\19 sabato	3h	32-37\112 fatte 14-22\112 fatte
10\22 martedì	1h scarsa	22-27\112 fatte
23\10 mercoledì	1h scarsa	37-37\112 fatte
12\11 martedì	1h	38-40\112 fatte
6\12 venerdì		\112 fatte

Valutazione di un progetto di investimento pg 14 di 112

CRITERIO DEL VAN $VAN = - F_0 + \sum_{i=1}^n \frac{F_t}{(1+i)^t}$	<p>Tra i migliori criteri per valutare la bontà di un progetto di investimento</p> <p>Questo criterio rappresenta l'incremento apportato dal progetto al valore dell'azienda.</p>	<p>Il tasso i, che sarà calcolato col Capm, si riferirà o al Wacc o al Cost of Equity</p> <p>Calcola il valore attuale dei flussi di cassa futuri, meno il valore attuale dei costi dell'investimento</p>	<p>Criterio di decisione:</p> <ul style="list-style-type: none"> - Si accetta il progetto se il $VAN > 0$ - Si rifiuta il progetto se il $VAN < 0$
--	---	--	--

<p>CRITERIO DEL TIR</p> $0 = - F_0 + \sum_{i=1}^n \frac{F_t}{(1+i)^t}$	<p>Il Tasso Interno di Rendimento è il valore del tasso i tale che rende nullo il valore Van del progetto</p> <p>In realtà non posso utilizzare i tassi nominali, bensì il Taeg.</p> <p>Utilizzato nella pratica perché:</p> <ul style="list-style-type: none"> - comoda sintesi delle informazioni in un unico tasso di rendimento 	<p>Problemi del criterio:</p> <ul style="list-style-type: none"> - Il criterio di decisione si inverte per i progetti di finanziamento (prima ho le spese, poi il rientro) - Non unicità del tasso Tir (basta che flussi di cassa siano +, poi - e poi +) - Questo criterio tende a penalizzare progetti che hanno un investimento iniziale più elevato. 	<p>Criterio di decisione:</p> <ul style="list-style-type: none"> - Si accetta il progetto se il Tir > Wacc - Si rifiuta il progetto se il Tir < Wacc <p>Posto Wacc è il tasso minimo accettato dagli investitori</p>
<p>CRITERIO DEL PAYBACK PERIOD (cisto)</p>	<p>Considera il periodo di tempo che bisogna aspettare per coprire l'investimento iniziale con i flussi futuri generati dal progetto</p> <p>È utilizzato nella pratica, sebbene sia sbagliato, perché:</p> <ul style="list-style-type: none"> - Comodo - Semplice 	<p>Problemi del criterio:</p> <ul style="list-style-type: none"> - Non si considera il timing dei flussi di cassa (non attualizza nulla) - Ignora i flussi di cassa generati dopo la cut-off date - Troppo arbitraria la scelta della cut-off date 	<p>Criterio di decisione:</p> <ul style="list-style-type: none"> - si sceglie una data specifica di rientro (<i>cut-off date</i>) - si accettano i progetti che hanno tempi di recupero entro quella data
<p>CRITERIO DEL PAYBACK PERIOD PERSONALIZZATO (cisto modificato)</p>	<p>Migliora il precedente attualizzando i flussi di cassa al tasso Wacc.</p> <p>Per il resto è uguale al PBP</p>	<p>Idem a sopra</p>	<p>Idem a sopra</p>

DEFINIZIONE DEL MODELLO DI VALUTAZIONE pg 26 di 112

Guatri	La valutazione di un'azienda deve seguire le seguenti caratteristiche:	Dimostrabilità Neutralità Razionalità Stabilità	
UEC	La valutazione di un'impresa dovrebbe rispettare anche i seguenti principi:	Principio di generalità del valore Principio della composizione Principio della separazione fra valore e prezzo (analogia con la Stabilità detto da Guatri)	

Valutazione di un progetto di investimento pg 14 di 112

<p>CRITERIO DELL'EVA</p> $\left(\frac{NOPAT}{CI} - WACC \right) \times CI$ <p>Nopat è il risultato operativo al netto delle imposte teoriche e misura il profitto generato dalle attività operative. È l'<u>utile operativo al netto delle imposte</u> ed è il potenziale guadagno di una società se la sua capitalizzazione fosse senza leva, ovvero se non avesse debiti.</p> <p>CI è il Capitale Investito</p> <p>Wacc è il costo medio ponderato del capitale</p>	<p>L'Economic Value Added calcola il valore creato da un'azienda in <u>un solo periodo</u>. Ripetendo il calcolo dell'EVA per più periodi ed attualizzando i valori ottenuti otteniamo il Market Value Added (MVA).</p> <p>Tramite il MVA si può spiegare la differenza tra il valore di Equity di un'impresa sul mercato dei capitali e il c.d. Book Value della stessa.</p> <p>Esempio Per sapere se conviene comperare azioni Google, prima calcolo il prezzo di una sua azione (logica VBM) e poi confronto col valore di Borsa dell'azione</p>	<p>La differenza tra il rendimento del capitale investito e il costo del capitale investito. Allora, un'azienda crea valore ($EVA > 0$) se il rendimento del capitale investito è maggiore del costo del capitale investito.</p> <p>Il valore creato dall'azienda è pari alla differenza tra il rendimento del capitale investito e il costo del capitale investito. In questo caso avremo un $EVA > 0$.</p>	<p>C'è l'interpretazione dell'azienda come un insieme di progetti che generano flussi di cassa. Con 2 precisioni:</p> <ul style="list-style-type: none"> - Un progetto però ha un termine, perciò calcoleremo un TV dei CF futuri ipotizzando che l'azienda cresca ad un tasso costante per sempre (impresa stazionaria). - Un progetto può avere flusso iniziale positivo mentre spesso un'azienda no. Perciò immaginiamo che l'investimento iniziale sia l'acquisto delle azioni (proprietà) di un investitore finanziario
--	---	--	--

Metodo patrimoniale	Metodo finanziario (DCF)	Metodo reddituale	Metodo basato sul concetto di Economic Profit	Metodo basato su un'analisi comparata
Semplice		Analitico	Misto con evidenziazione del Goodwill	Multipli di Borsa
Complesso - Empirico - Analitico		Sintetico	E.V.A.	Transazioni comparabili

METODO PATRIMONIALE (sia Semplice che Complesso)		
Focus su	Singole attività e passività	Calcola il <i>Valore di ricostituzione del patrimonio</i>
Vantaggi	Valutazione più oggettiva rispetto agli altri metodi	
Limiti	Non considera altre cose (quali reddito)	

**METODO
PATRIMONIALE
(SEMPLICE)**

<p>Afferma che...</p>	<p>Le attività sono calcolate a valore di riacquisto o ricostituzione...</p>	<p>.. mentre le passività = attraverso i loro valori correnti di estinzione</p>
	<p>Quali attività? Solo attività materiali!</p>	
	<p>Ignora le attività immateriali</p>	
<p>Valore capitale economico = Patrimonio Netto Contabile</p>	<p>Per differenza fra valore corrente e valore di bilancio ottengo ΔA (dette plusvalenze e minusvalenze delle attività)</p>	<p>Per differenza fra valore corrente e valore di bilancio ottengo ΔP (dette plusvalenze e minusvalenze delle passività);</p>
<p>$E = PNC + \underbrace{\Delta A + \Delta P}_{\text{rettifiche valore}} - I$</p>	<p>Valore del capitale economico = Patrimonio Netto Contabile + le variazioni nelle Attività e passività e poi...</p>	<p>... nel calcolo delle minus/plusvalenze bisogna tener conto della c.d. fiscalità latente: è il carico fiscale sulle eventuali plusvalenze che emergono in sede di rideterminazione dei valori patrimoniali a valori correnti</p> <p>I è il carico fiscale latente</p>
<p>$E = K$</p>	<p>Capitale economico = Patrimonio netto rettificato</p>	
	<p>Società di holding pure: cioè una società che non produce né beni né servizi</p>	
	<p>Società immobiliari</p>	

METODI BASATI SUI FLUSSI DI RISULTATO

Focus su..	... stima del valore del capitale economico attraverso la redditività che l'azienda riesce a generare in chiave prospettica	Lo scontro fra Ricavi e Costi determina il valore dell'azienda
Caratteristica	I flussi di reddito considerati sono la speranza dei rendimenti futuri	
METODO REDDITUALE	Fa parte dei <i>modelli di valutazione assoluti</i>	
METODO FINANZIARIO	Fa parte dei <i>modelli di valutazione assoluti</i>	

METODO REDDITUALE

Pg 33 di 112

Afferma che...	<p>... il valore del capitale economico è pari a ... $E = \sum \text{val. attuale redditi netti futuri}$</p> <ul style="list-style-type: none"> - Redditi futuri attesi nell'arco temporale definito - Tasso di capitalizzazione (e attualizzazione) esprime il rischio-rendimento del mercato 		
Obiettivo	Calcolare il Capitale Economico		
3 fasi di applicazione del metodo	1) Definizione dell'orizzonte temporale	2) Stima dei flussi di reddito attesi	3) Determinazione del tasso di attualizzazione

**1) Definizione
dell'orizzonte
temporale:**

Min 3-5 anni.
Di solito 20 anni (ossia
infinito).

Esempi:
- PMI

Eccezioni:

- aziende che operano su concessione
- Aziende in precario equilibrio economico (5 anni)
- Aziende che operano con brevetti (durata brevetto)

**2) Stima dei flussi
di reddito attesi**

a) Visione analitica:

Cioè la stima dei flussi di reddito è fatta anno per anno. Di fatto è un Business Plan

1) A tempo definito: stima del valore puntuale del reddito e ipotizza la riproducibilità del reddito sull'arco temporale definito.

2) A tempo definito e con valore a regime: è identico al metodo a tempo definito, ma aggiunge un **Terminal Value** cioè una stima del valore a regime del reddito calcolata tramite la capitalizzazione perpetua del reddito medio-normale a un idoneo tasso.

Stessa logica dei metodi finanziari con Terminal Value

Calcolo del TV:

$$TV = \frac{FC_t + 1}{k - g}$$

dove

- FC_t è il flusso di cassa/reddito del primo anno dopo il periodo esplicito di previsione;
- k è un tasso che rappresenta il costo del capitale;
- g è il tasso di crescita del flusso, assunto costante. Può essere nullo.

NB. Supponendo una vita aziendale infinita, il TV è calcolato con la formula di una rendita perpetua.

b) Visione sintetica

È fondata sulla stima di un valore normale del reddito

Ipotesi: il reddito si riproduce per un periodo di tempo protratto

Per calcolare il reddito normalizzato si effettuano operazioni di rettifica per evitare distorsioni nella proiezione.

Qui il calcolo del Terminale Value è implicito, viene fatto subito (ed già rettificato).

Viene usata la rendita annua posticipata limitata

$$a_{x:n} = \frac{1 - (1 + i)^{-n}}{i}$$

Oppure una rendita annua illimitata (perpetua) se l'azienda ritiene che i flussi saranno stabiliti per sempre

La **normalizzazione** dei redditi contabili:

- eliminazione di componenti straordinarie
- eliminazione di componenti non ricorrenti

Esempi: plusvalenze, contributi in conto esercizio

**METODO
REDDITUALE**

Pg 33 di 112

**3) Determinazione
del tasso di
attualizzazione**

Flussi di reddito e tasso di rendimento devono essere coerenti sia fra di loro sia con la prospettiva di valutazione prescelta: prospettiva equity-side oppure prospettiva asset-side

(molto delicato)

Prospettiva equity-side:

Considera la struttura finanziaria dell'azienda.

- Utilizza i flussi di reddito netti normalizzati
- Utilizza come tasso un tasso che esprime il Cost of Equity, cioè il tasso di rendimento minimo che un'azienda deve offrire ai suoi azionisti per remunerarli.

Prospettiva asset-side:

- Utilizza i flussi della gestione caratteristica
- Utilizza come tasso il Wacc, tasso che esprime il costo medio del capitale per tutti gli investitori.

**METODO
FINANZIARIO (DCF)**

Pg 38 di 112

Afferma che..

Il valore di un'azienda si basa sulla sua capacità di produrre liquidità.

Le variabili del metodo sono i **flussi di cassa attesi liberi**. Questi flussi possono essere definiti come il saldo fra le entrate e le uscite della gestione riferite ad un certo arco temporale.

Il **flusso di cassa** è una grandezza neutra, in quanto misura la liquidità creata o assorbita dalla gestione attraverso la dinamica delle entrate e delle uscite generate dalle attività aziendali

Rispetto al metodo Reddittuale:	È un metodo più pragmatico , infatti l'utile è un'opinione mentre la cassa è un fatto	Osservazione: anche i flussi di cassa sono soggetti ad un certo grado di aleatorietà	
	Infatti il reddito riflette valutazioni soggettive (variazione delle rimanenze è influenzata dal metodo di calcolo; accantonamenti, svalutazioni, e ammortamenti sono anch'essi in parte arbitrari)		
La previsione dei flussi	Allo scopo valutativo sono considerati 2 particolari flussi di cassa: - FCFE - FCFF	Ai fini della valutazione non vengono considerati i flussi di cassa del rendiconto finanziario	Oss. Nel Conto Economico scalare il FCFE viene prima del FCFF (così come la E precede la F)
	L' FCFF è il flusso di cassa libero per l'intera impresa, per tutti gli azionisti e gli obbligazionisti.	Flusso disponibile dopo che cosa? Dopo che l'azienda ha effettuato tutti gli investimenti necessari, pagato le sue spese operative e le tasse, ma prima del rimborso del debito	Il FCFF è anche conosciuto come Unlevered Free cash flow (UFCF) Il FCFF ha una prospettiva asset side. Qui viene stimato il valore dell'Equity indirettamente : infatti prima viene calcolato il capitale operativo dell'azienda e da questo si detrae la PFN
	L' FCFE è il flusso di cassa disponibile per i soli azionisti. Esso rappresenta l'effettiva cassa generata dopo la sottrazione degli investimenti necessari all'operatività e al mantenimento\ accrescimento dell'attività nel lungo periodo	Flusso disponibile dopo che cosa? Dopo cioè al netto di tutti i pagamenti effettuati e ricevuti anche dai creditori aziendali	Il FCFE ha una prospettiva equity side. Qui viene stimato il valore dell'Equity direttamente. (x ricordare: per ricordare: FCFE, con la e finale come E quity side)
	Oss. In questo metodo si attualizzano i flussi di risultato:	Scelta del tasso di attualizzazione: dipende dalla prospettiva di valutazione:	

**METODO
FINANZIARIO (DCF)**

Pg 38 di 112

Quale Cash Flow utilizzare?	- Se asset side: uso tasso WACC	
	- Se equity side: uso tasso Cost of Equity	
	Dipende!	
	Per una impresa con una struttura di capitale consolidata è preferibile il FCFF.	Per una impresa con una struttura di capitale variabile è preferibile il FCFE.

**Tabella pg 40 di 112
(da integrare con
tabella qui sotto!)**

Come si arriva dal FCFF al FCFE?

EBITDA

- D&A

Sono gli Ammortamenti e svalutazioni.

Li sottraiamo perché dal punto di vista contabile i D&A determinano un minor valore del reddito della gestione corrente e quindi minori imposte da pagare.

= EBIT

È il reddito Operativo.

È il margine economico (contabile) della gestione corrente

- Imposte afferenti alla gestione corrente	Sono le imposte di competenza della gestione corrente. Infatti per motivi espositivi le imposte di esercizio si trovano in fondo al C/E nel prospetto scalare, ma parte di queste imposte è stata generata dalle voci che hanno determinato il reddito operativo, mentre un'altra parte è di affluenza della gestione finanziaria
=NOPAT	Rappresenta il Reddito Operativo che rimane dopo aver pagato le imposte
+ D&A	<p>Risommiamo gli ammortamenti e le svalutazioni, che sono già presenti nell'EBIT, perché sono costi di tipo non monetario, quindi non provocheranno mai una fuoriuscita di cassa di cassa nel rendiconto finanziario.</p> <p>Li sommiamo perché dal punto di vista dei flussi finanziari non sono costi da dedurre</p>
= Flusso di cassa della gestione corrente	<p>È chiamato anche <i>Autofinanziamento Potenziale</i>, perché identifica il flusso che l'impresa originerebbe dalla gestione corrente se tutti i ricavi fossero stati riscossi e tutti i costi correnti fossero pagati nell'anno.</p> <p>Rappresenta l'ammontare di risorse monetarie generate se è >0.</p> <p>Rappresenta invece l'ammontare di risorse monetarie assorbite se è <0.</p>
+/- Δ CCC	<p>È la <i>Variazione del Capitale Circolante Commerciale</i>. Corrisponde ai componenti di reddito positivi e negativi della gestione caratteristica dell'impresa che non hanno ancora generato entrate e/o uscite monetarie.</p> <p>La Δ CCC è data dalla somma di:</p> <ul style="list-style-type: none"> + Crediti commerciali: dilazioni di pagamento + Scorte di magazzino - Debiti commerciali: debiti vs fornitori
=FCFO	<p>È il Flusso di cassa della gestione corrente. È chiamato anche <i>Autofinanziamento Reale</i>.</p> <p>Se l'FCFO è positivo, esso esprime esprime la liquidità generata dallo svolgimento dell'attività caratteristica dell'impresa.</p> <p>Se l'FCFO è negativo, esso esprime esprime la liquidità assorbita dallo svolgimento dell'attività caratteristica dell'impresa.</p>
- CAP.EX	

	Free Cash Flow Operativo (FCFO)
--	---------------------------------

	Free Cash Flow Operativo (FCFO)
	È il flusso di cassa della gestione corrente
	Autofinanziamento reale
	- CAPEX
	+ valore di gestione
	= Free Cash Flow Firm (FCFF) = UCF
	+ incremento delle passività finanziarie
	- rimborso delle passività finanziarie
	- interessi passivi\ oneri finanziari
	+ interessi attivi\ proventi finanziari
	+/- credito\debito di imposta su interessi\proventi finanziari
	= FCFE

Prova sintesi di documento di Borsa Italiana