

LE VALUTAZIONI D'AZIENDA IN BASE AI METODI FINANZIARI

- ❑ **Unlevered discounted cash flow** e la stima del costo del capitale
- ❑ **Adjusted present value** ed incidenza della struttura finanziaria sul valore dell'impresa

Seminario organizzato dalla Commissione "Consulenza Aziendale" –
Ordine dei Dottori Commercialisti ed Esperti Contabili di Roma

Incontri del 4-6-12 maggio 2010

Relatore

Dott. Ascanio Salvidio



METODO FINANZIARIO

1. La costruzione dei flussi rilevanti e della posizione finanziaria:
 1. Riclassificazione di SP e CE
 2. Determinazione di FCFO e FCFE
2. Relazione tra indebitamento, imposte e valore
3. Approccio equity side
4. Approccio asset side
 1. Unlevered discounted cash flow
 2. Adjusted present value

LO STATO PATRIMONIALE

Crediti commerciali	Fornitori etc.
Rimanenze	
Immobilizzazioni nette	Debiti finanziari
Attività accessorie	
Liquidità, titoli negoziabili, crediti finanziari	Patrimonio netto



LE ATTIVITA' (1)

- Immobilizzazioni
 - Materiali
 - Immateriali
 - Finanziarie (criterio della effettiva strumentalità)
- Attività accessorie
 - Dette anche surplus asset
 - Criterio di identificazione: possono essere cedute senza compromettere esigenze di gestione
- Disponibilità e crediti finanziari
 - Depositi bancari, denaro e valori in cassa, etc,
 - Titoli negoziabili
 - Crediti finanziari e assimilati



LE ATTIVITA' (2)

- Circolante commerciale
 - Comprende tutte le poste legate alle operazioni ripetitive del ciclo acquisti-trasformazione-vendite
 - scorte, crediti commerciali, debiti di natura commerciale verso fornitori, anticipi a fornitori e da clienti, ratei e risconti relativi ad operazioni commerciali, etc.
 - una dote di liquidità, generalmente di entità trascurabile

- Il Capitale Circolante Commerciale (CCC) non va confuso con il capitale circolante netto, nell'accezione propria dell'analisi di bilancio



LE ATTIVITA' (3)

Capitale circolante netto

Differenza fra attività e passività a breve termine, sia di natura commerciale **che di natura finanziaria**

Concorre a indicare, se positivo, che il grado di equilibrio fra investimenti e finanziamenti, strutturati per scadenze, è accettabile

tendono a coincidere quando

non vi sono debiti e crediti di natura finanziaria con scadenza a breve termine

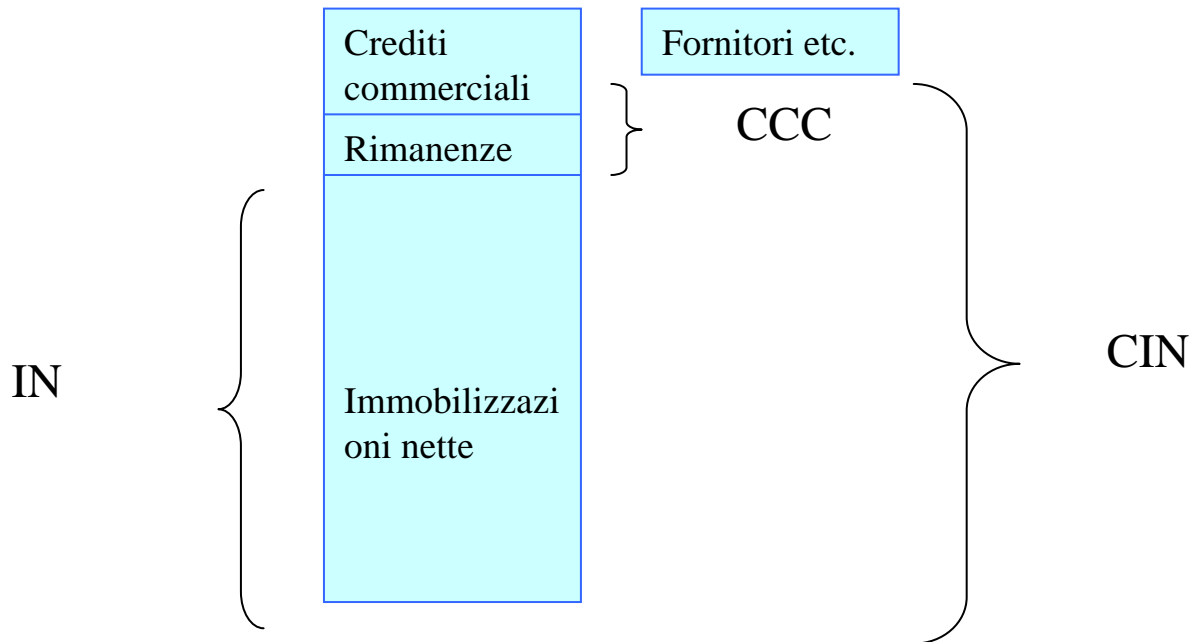
non vi sono crediti e debiti di commerciali con scadenze a medio-lungo termine

Capitale circolante commerciale

Differenza fra attività e passività (**non finanziarie**) afferenti il ciclo delle operazioni correnti di gestione

Più elevato è il capitale circolante commerciale rispetto al fatturato, più alto è il fabbisogno finanziario per lo sviluppo dell'attività d'impresa, e viceversa

CIN - CAPITALE INVESTITO NETTO OPERATIVO

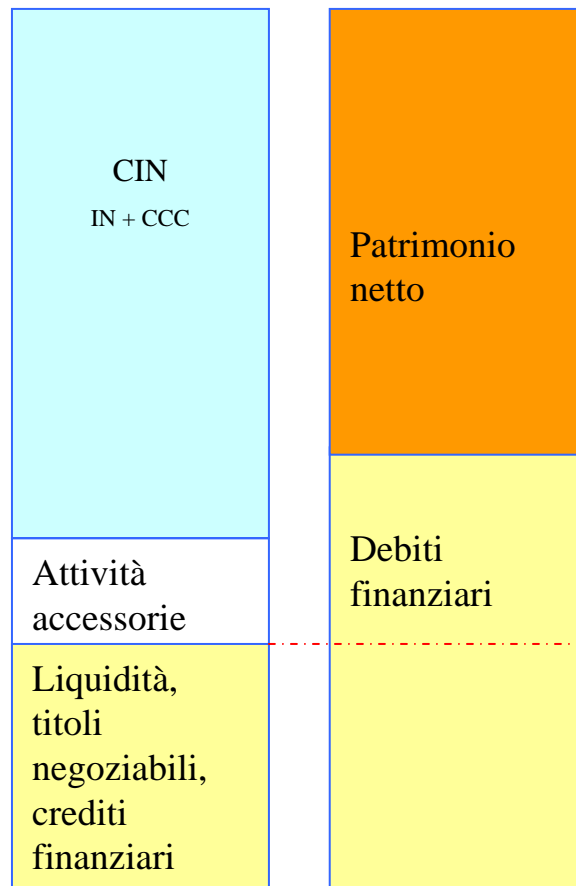


Il capitale investito netto, CIN, è pari alla somma fra capitale circolante commerciale ed immobilizzazioni nette

Ne sono escluse le attività accessorie, la liquidità, le attività e passività di natura finanziaria

LE COPERTURE DEL CAPITALE INVESTITO NETTO

Gli impieghi netti, operativi (CIN) ed extra-operativi (Attività accessorie) sono coperti dai debiti finanziari al netto dei crediti finanziari e della liquidità e dal patrimonio netto



La struttura finanziaria dell'impresa è individuata dal rapporto fra patrimonio netto (equity) ed Esposizione finanziaria netta

**Esposizione
finanziaria
Netta (PF)**

**PF = Debiti finanziari –
Liquidità e attività
finanziarie**



ESPOSIZIONE FINANZIARIA NETTA

- Si tratta di una grandezza tipicamente utilizzata nelle valutazioni ed analisi finanziarie, anche indicata come indebitamento finanziario netto
- Può risultare attiva quando, in particolari situazioni, liquidità e asset assimilati e/o crediti finanziari superano il valore dei debiti finanziari
- Va interpretata in relazione alla struttura normale del circolante per una determinata impresa ed in un determinato settore (rettificabilità peraltro problematica)

FONDO TFR

(post riforma 2007/2008)

Prima della riforma previdenziale:

TFR nel CCC o fra i debiti finanziari ?

- in quanto accantonamento strettamente connesso al costo del personale, a buon diritto poteva essere ritenuto un elemento da classificare nel capitale circolante commerciale quale quota di costo del personale differita nel tempo, essendo una passività legata al ciclo acquisti-trasformazione-vendite
- altrettanto legittimamente poteva essere considerato un finanziamento che i dipendenti, all'atto d'essere retribuiti, accordano all'impresa; quindi, un elemento che concorre alla formazione dell'indebitamento finanziario netto (per coerenza, in tal caso, a conto economico l'accantonamento andava diviso fra "quota corrente" da inserire fra i costi operativi, e rivalutazione, da assimilare agli oneri finanziari)

Dopo la riforma previdenziale:

- Il dipendente può optare per la destinazione dell'accantonamento a TFR ad un fondo di previdenza complementare. Se lo "lascia nell'impresa", quando questa ha più di 50 dipendenti, vi è l'obbligo di trasferire comunque l'accantonamento alla correlativa gestione INPS
- Caso "estremo" A: azienda fino a 50 dipendenti, che optano tutti per l'internalizzazione del fondo. → situazione ante riforma. Il fondo continua ad incrementarsi nel tempo...
- Caso "estremo" B: azienda con oltre 50 dipendenti o i cui dipendenti optino tutti per il trasferimento del fondo ad una gestione previdenziale complementare: → la quota è un vero e proprio costo operativo monetario. Il fondo ante riforma non si incrementa più

Negli esempi seguenti si è scelto, per semplicità, di inserire il TFR in "area operativa", ma quale posta autonoma rispetto CCC. Si tratta, in ogni caso, dell'ammontare raggiunto prima della riforma. Si ipotizza, infatti, che la situazione tipica sia quella dell'azienda con oltre 50 dipendenti o comunque nella quale tutti abbiano optato per il trasferimento ad una gestione previdenziale complementare.

ESEMPIO DI S.P. RICLASSIFICATO FUNZIONALMENTE

Attivo		Passivo	
Crediti commerciali netti	52'589,25	Debiti commerciali	33'087
Altri crediti	14'725,80	Altri debiti	18'752
Rimanenze di magazzino	10'697,40	Varie	
Ratei e risconti	2'091,15	Ratei e risconti	2'163
Attività correnti commerciali	80'103,60	Passività correnti commerciali	54'001
Immobilizzazioni Materiali	44'005,95	Fondo imposte	7'912
Immobilizzazioni Immateriali	4'170,15	Fondo TFR (ante riforma)	6'886
Immobilizzazioni Nette	48'176,10	Debiti verso banche (finanziari)	25'622
Disponibilità Liquide		Capitale	27'888
Attività non strumentali	13'944,15	Riserve	7'594
		Utile	12'320
		Patrimonio Netto	47'802
Totale Attività	142'224	Totale Passività e Patrimonio Netto	142'224

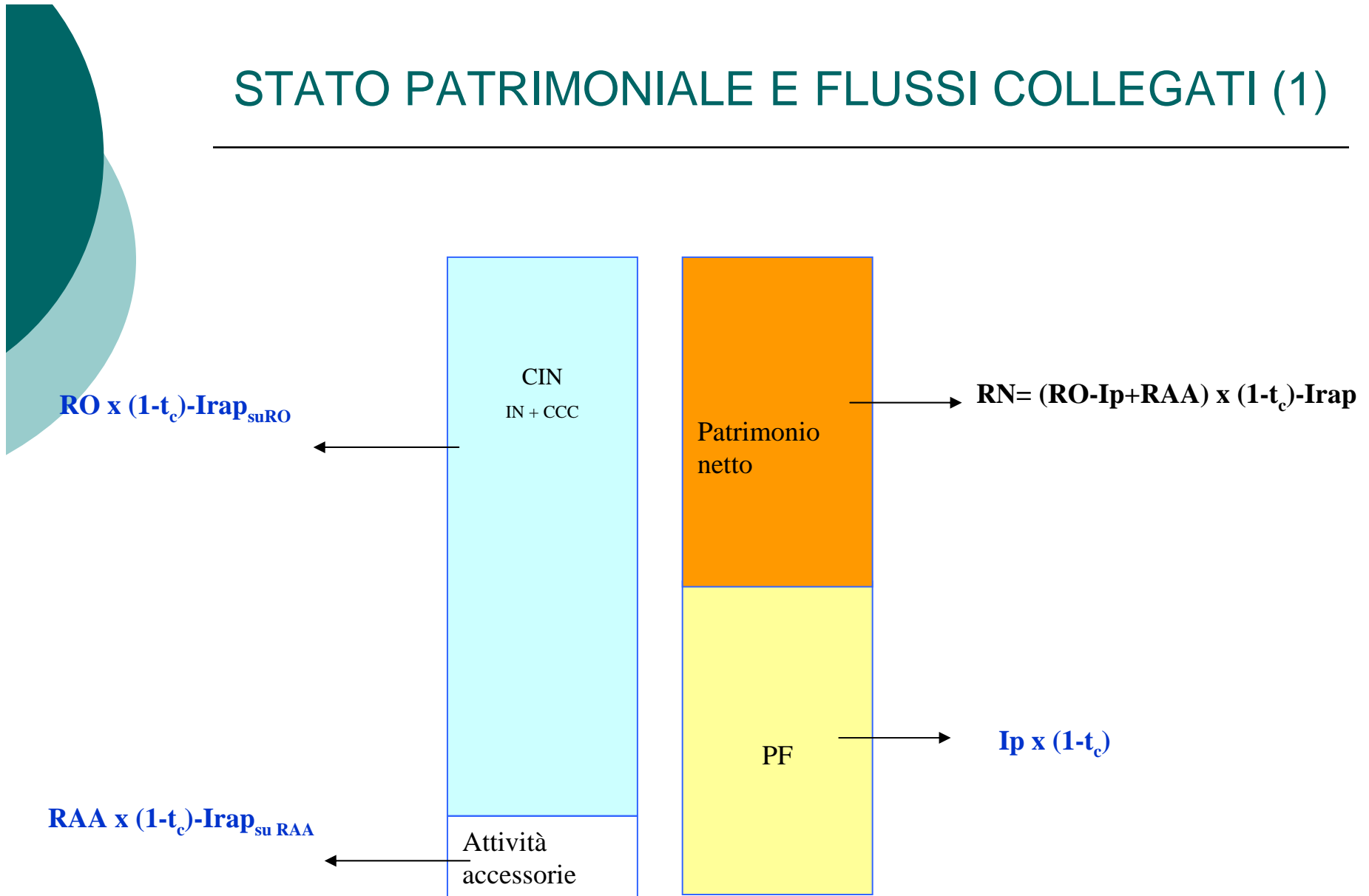
----- = area "operativa"

----- = area "coperture"

DETERMINAZIONE DEL CIN E DELLE SUE COPERTURE

Crediti commerciali netti	52'589
Altri crediti	14'726
Rimanenze di magazzino	10'697
Ratei e risconti	2'091
Attività correnti commerciali	80'104
Debiti commerciali	-33'087
Altri debiti	-18'752
Varie	0
Ratei e risconti	-2'163
Passività correnti commerciali	-54'001
Capitale Circolante Commerciale	26'102
Immobilizzazioni Materiali	44'006
Immobilizzazioni Immateriali	4'170
Immobilizzazioni Nette	48'176
Fondo TFR	-6'886
CIN, Capitale investito netto operativo	67'392
Attività non strumentali	13'944
Capitale investito complessivo	81'336
Fondo imposte	7'912
Debiti verso banche (finanziari)	25'622
Disponibilità Liquide	0
Esposizione finanziaria netta	25'622
Capitale	27'888
Riserve	7'594
Utile	12'320
Patrimonio Netto	47'802
Coperture complessive	81'336

STATO PATRIMONIALE E FLUSSI COLLEGATI (1)



SCHEMA DI RICLASSIFICAZIONE DEI CONTI ECONOMICI

+ Ricavi netti		
- Costo monetario del venduto		
= Margine operativo lordo (MOL)	←	Ebitda
- Ammortamenti		
= Risultato Operativo (RO)	←	Ebit
+ Risultato netto gestioni accessorie (RAA)		
- Oneri finanziari (Ip)		
= Risultato prima delle imposte	←	Ebt
- Imposte		
= Risultato netto	←	E

UN ESEMPLIFICAZIONE DI CONTO ECONOMICO RICLASSIFICATO

Ricavi di vendita	137'596
Materie prime e sussidiarie	-41'101
Lavorazioni esterne	-20'835
Costi commerciali	-5'218
Acquisti per servizi	-1'724
Margine di contribuzione	68'719
Costo del personale	-28'289
Versamenti Fondo TFR	-1'322
Costi generali	-2'526
Costi industriali	-5'679
Oneri diversi di gestione	-1'546
Accantonamenti e svalutazioni	-2'526
Margine operativo lordo	26'831
Ammortamenti beni immateriali	-4'753
Ammortamenti beni materiali	-1'044
Leasing immobiliare (quota capitale)	-1'422
Leasing operativo (quota capitale)	-3'814
Risultato operativo	15'799
Oneri finanziari netti	-8'050
Leasing (quota interessi)	-3'696
Sopravvenienze	16'176
Utile prima delle imposte	20'228
Imposte	-7'908
Utile netto	12'320



METODO FINANZIARIO

1. **La costruzione dei flussi rilevanti e della posizione finanziaria:**
 1. Riclassificazione di SP e CE
 2. **Determinazione di FCFO e FCFE**
2. Relazione tra indebitamento, imposte e valore
3. Approccio equity side
4. Approccio asset side
 1. Unlevered discounted cash flow
 2. Adjusted present value



LA RAPPRESENTAZIONE DELLA DINAMICA FINANZIARIA

- Individuate le relazioni fra “aree” gestionali a stato patrimoniale e risultati economici correlativi, occorre procedere alla individuazione dei collegamenti con gli specifici “flussi monetari”:
 - Flusso dell’area operativa
 - Flusso dell’area finanziaria
 - Flusso dell’area delle gestioni accessorie



FLUSSO MONETARIO DELL'AREA OPERATIVA (1)

La determinazione del flusso monetario generato dall'area operativa passa attraverso due ideali fasi:

- Determinazione del flusso generato dalla gestione operativa corrente
- Integrazione del predetto flusso con le uscite ed entrate monetarie afferenti le immobilizzazioni nette



FLUSSO MONETARIO DELL'AREA OPERATIVA (2)

- Flusso monetario della gestione corrente
 - Può essere stimato "partendo" da RO (Ebit), e sommando ad esso tutti i costi impliciti di natura non monetaria (ammortamenti, etc.) oppure risalendo direttamente al MOL (Ebitda)
 - Il flusso monetario così calcolato è, tuttavia, disponibile, *nella sua effettiva misura*, per la copertura del fabbisogno generato dalle altre "aree", diverse dalla gestione corrente) solamente a condizione che il capitale circolante commerciale sia "stabile", ossia che non cresca "assorbendo" risorse monetarie o che non decresca "liberandole"
 - ne consegue che il flusso operativo della gestione corrente può essere più correttamente stimato tenendo conto, oltre che dell'ammontare di MOL (o di RO + costi non monetari impliciti) anche della variazione del CCC. Laddove un aumento del CCC rappresenta assorbimento di risorse (più crediti, meno debiti) ed ha, quindi, un effetto negativo sul flusso (e viceversa)

Flusso monetario gestione corrente = MOL +/-
variazione del CCC



FLUSSO MONETARIO DELL'AREA OPERATIVA (3)

○ Flusso monetario riferibile all'area operativa nel suo complesso

$$\begin{aligned} & \text{Margine operativo lordo (MOL)} \\ +/ - & \text{ Variazione del CCC} \\ = & \text{ Flusso monetario della gestione corrente} \\ - & \text{ Utilizzi residuo fondo TFR*} \\ - & \text{ Investimenti operativi di periodo} \\ + & \text{ Disinvestimenti operativi di periodo} \\ = & \text{ **Flusso monetario della gestione operativa**} \end{aligned}$$

* NB: si tratta degli utilizzi (uscite monetarie) del TFR residuo, formatosi ante riforma. Dopo la riforma, nell'ipotesi adottata (v. supra) gli accantonamenti cessano e i versamenti del TFR già incidono sul MOL quali costi monetari effettivi



FLUSSO MONETARIO DELL'AREA FINANZIARIA

- È costituito da tutti i movimenti finanziari riferibili all'area delle coperture costituite da capitale di credito e di rischio, tipicamente:
 - Pagamento interessi passivi
 - Distribuzione di dividendi
 - Rimborso di debiti
 - Restituzione di capitale sociale
 - + Accensione di nuovi debiti
 - + Aumenti di capitale a pagamento
- = **Flusso monetario della gestione finanziaria**



FLUSSO MONETARIO DELLE GESTIONI ACCESSORIE

- Si determina in modo relativamente semplice, quale somma tra:
 - Redditi monetari percepiti a fronte delle gestioni accessorie
 - Variazione eventuale della loro consistenza, ossia saldo fra dismissioni e nuovi investimenti ad esse afferenti



SCHEMA DI RENDICONTO FINANZIARIO

- + Margine Operativo Lordo
- /+ Variazione del CCC
- = *Flusso monetario della gestione corrente*
- Utilizzi residuo fondo TFR
- + Disinvestimenti operativi
- Investimenti operativi
- = **Flusso monetario della gestione operativa**
- +/- **Flusso monetario delle gestioni accessorie**
- +/- *Interessi attivi (passivi)*
- *Dividendi*
- +/- *Variazione del capitale sociale*
- *Imposte*
- +/- *Variazione del fondo imposte*
- = **Variazione dell'esposizione finanziaria netta**

I flussi riferiti alle diverse aree gestionali dovrebbero essere espressi al netto delle relative quote di credito/debito fiscale generato. Per semplicità, essendo espressi al lordo, nello schema figurano una voce “imposte” (onere sopportato nell’esercizio) e la voce variazione della “posizione tributaria”

SCHEMI DEI FLUSSI RILEVANTI NELLE VALUTAZIONI FINANZIARIE (1)

- **FCFO** (free cash flow from operations)
 - + Margine Operativo Lordo
 - /+ Variazione del CCC
 - = *Flusso monetario della gestione corrente*
 - +/- Variazione del fondo TFR
 - + Disinvestimenti operativi
 - Investimenti operativi
 - **Imposte figurative sul risultato operativo (RO)**
 - = **FCFO Flusso monetario netto della gestione operativa**

Nota bene: ai fini del calcolo di FCFO, le imposte figurative sul risultato operativo sono calcolate (ovviamente) senza che la “base imponibile” sia stata ridotta per effetto della deducibilità degli oneri finanziari (giacché essi vengono rilevati in seno alla gestione finanziaria)

SCHEMI DEI FLUSSI RILEVANTI NELLE VALUTAZIONI FINANZIARIE (2)

- **FCFE** (free cash flow to equity)
 - + Margine Operativo Lordo
 - /+ Variazione del CCC
 - = *Flusso monetario della gestione corrente*
 - Utilizzi residuo fondo TFR
 - + Disinvestimenti operativi
 - Investimenti operativi
 - = **Flusso monetario della gestione operativa**
 - **Interessi passivi netti**
 - **Imposte sul reddito d'esercizio**
 - +/- **Variazione programmata dell'indebitamento finanziario netto (di PF)**
 - = **FCFE Flusso monetario netto per gli azionisti**

Nota bene: ai fini della determinazione dei flussi occorrerà anche precisare un vincolo o un obiettivo di struttura finanziaria



METODO FINANZIARIO

1. La costruzione dei flussi rilevanti e della posizione finanziaria:
 1. Riclassificazione di SP e CE
 2. Determinazione di FCFO e FCFE
2. **Relazione tra indebitamento, imposte e valore**
3. Approccio equity side
4. Approccio asset side
 1. Unlevered discounted cash flow
 2. Adjusted present value



DEFINIZIONI

Prima di proseguire, definiamo alcune variabili di uso frequente nelle valutazioni finanziarie:

- a) **E**: indica il valore del capitale proprio dell'impresa o equity
- b) **D**: indica il valore del debito finanziario dell'impresa e coincide, sostanzialmente, con il concetto di posizione finanziaria
- c) **EV**: Enterprise Value, valore del capitale loro operativo (CIN), talvolta, nella manualistica, mal tradotto in "*valore dell'impresa*", espressione che in italiano indica, invece, il valore del capitale proprio.
- d) **tc**: espressione che rappresenta l'aliquota d'imposta sul reddito dell'impresa
- e) **Ke**: rappresenta il costo del capitale di rischio. Si distingue tra *Ke levered* e *Ke unlevered*, a seconda che l'impresa sia indebitata o meno
- f) **Kd**: indica il costo del capitale di prestito
- g) **Wacc**: esprime il "costo medio ponderato del capitale", che si calcola secondo la nota formula seguente:

$$wacc = k_e(L) \times E/(E+D) + k_d \times (1-t_c) \times D/(E+D)$$



INDEBITARSI CREA VALORE ?

Se le imprese (e le loro acquisizioni) fossero finanziate solamente mediante capitale proprio, non ci porremmo due domande fondamentali:

- 1) Il debito accresce il valore economico del capitale netto investito (Enterprise Value) ?
- 2) In caso affermativo, quali tecniche utilizzare per misurare tale accrescimento ?

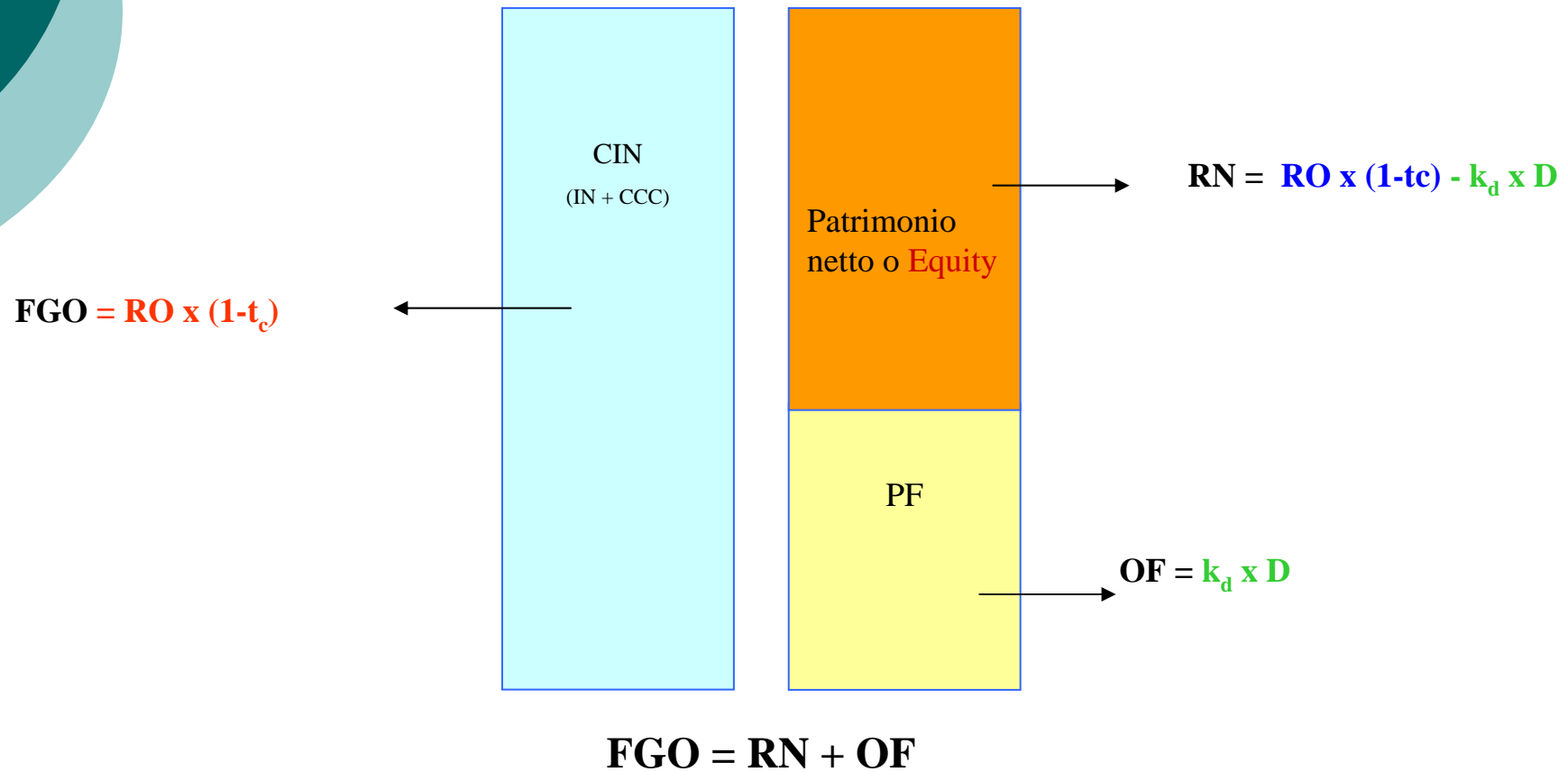


LO SCUDO FISCALE

Alla domanda (a) se l'indebitamento accresca l'Enterprise Value si può rispondere affermativamente se gli oneri finanziari sul debito sono deducibili.

L'incremento di EV (b) va a beneficio di chi ha conferito capitale di rischio

In assenza di deducibilità degli oneri finanziari



(per semplicità si omette l'Irap)

In assenza di deducibilità degli oneri finanziari – Esempio numerico

$$\mathbf{RO = 1000}$$

$$\mathbf{t_c = 27,5\%}$$

$$\mathbf{D = 5000}$$

$$\mathbf{t_d = 5\%}$$

$$\mathbf{FGO = RN + OF}$$

$$\mathbf{FGO = RO \times (1-t_c) = 725}$$

$$\mathbf{OF = k_d \times D = 250}$$

$$\mathbf{RN = RO \times (1-t_c) - k_d \times D = 475}$$

$$\mathbf{725 = 475 + 250}$$

(per semplicità si omette l'Irap)

Che accade se introduciamo la deducibilità degli oneri finanziari ? Stesso esempio numerico....

$$\mathbf{RO} = 1000$$

$$\mathbf{t_c} = 27,5\%$$

$$\mathbf{D} = 5000$$

$$\mathbf{t_d} = 5\%$$

$$\mathbf{FGO} = \mathbf{RN} + \mathbf{OF}$$

$$\mathbf{RN} = (\mathbf{RO} - \mathbf{k_d} \times \mathbf{D}) \times (\mathbf{1-tc}) = 544$$

Rispetto ad RN in assenza di deducibilità, si ha un incremento di 69 (544 – 475).

$$69 = \mathbf{D} \times \mathbf{t_d} \times \mathbf{t_c}$$

Ma allora, se per definizione $\mathbf{FGO} = \mathbf{RN} + \mathbf{OF}$ si avrà:

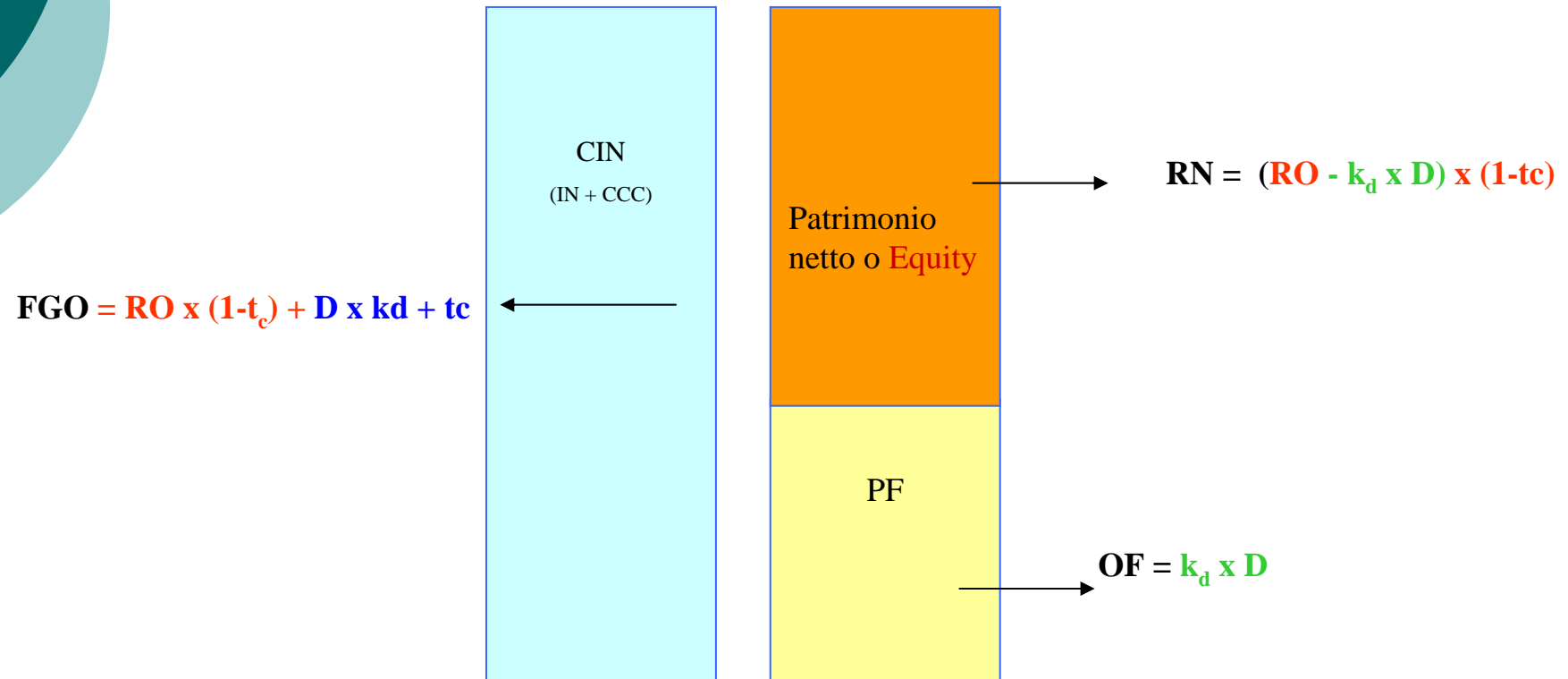
$$725 + 69 = 544 + 250$$

$$\mathbf{FGO} = 725 + 69$$

$$\mathbf{FGO} = \mathbf{RO} \times (\mathbf{1-t_c}) + \mathbf{D} \times \mathbf{t_d} \times \mathbf{t_c}$$

(per semplicità si omette l'Irap)

In presenza di deducibilità degli oneri finanziari



(per semplicità si omette l'Irap)



ULTERIORE DIMOSTRAZIONE DELLO SCUDO FISCALE (2)

In presenza di imposte i flussi spettanti agli investitori (in capitale di rischio o di prestito) possono essere rappresentati dalle seguenti, semplici relazioni algebriche:

1. Flusso spettante a coloro che hanno conferito il capitale proprio (Flusso-Equity):

$$\text{Risultato Netto} = (RO - k_d \times D) \times (1 - t_c)$$

1. Flusso spettante a coloro che hanno prestato denaro all'impresa (Flusso-Debt):

$$\text{Oneri Finanziari} = k_d \times D$$



LO SCUDO FISCALE (3)

E' noto che sommando le due relazioni viste in precedenza, si perviene al risultato operativo, RO. Ciò risulta evidente richiamando lo schema di riclassificazione del conto economico.....

= Risultato Operativo (RO)

- Oneri finanziari (OF)

= Risultato prima delle imposte

- Imposte

= Risultato netto

Vale quindi la relazione:

Flusso della gestione operativa = Flusso Equity + Flusso Debt

LO SCUDO FISCALE (4)

La relazione tra Flusso della Gestione Operativa (FGO) e Flusso Equity + Flusso Debito può essere espressa come segue:

$$\text{FGO} = k_d \times D + (\text{RO} - k_d \times D) \times (1 - t_c)$$

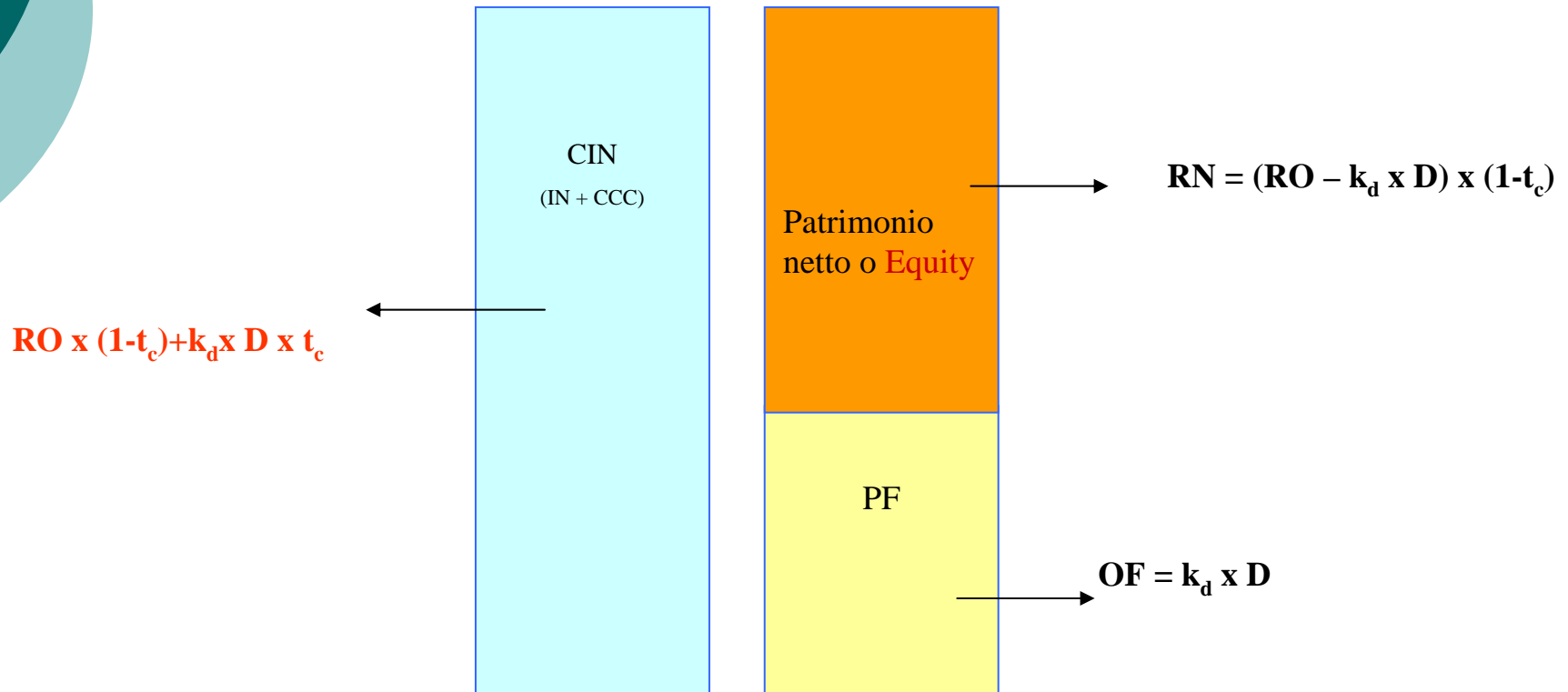
sviluppando l'espressione ed eliminando i termini di segno opposto:

$$\cancel{k_d \times D} + \text{RO} - \text{RO} \times t_c - \cancel{k_d \times D} + k_d \times D \times t_c$$
$$\text{RO} - \text{RO} \times t_c + k_d \times D \times t_c$$

espressione che, raccogliendo per RO, possiamo anche scrivere in questo modo:

$$\text{FGO} = \text{RO} (1 - t_c) + k_d \times D \times t_c$$

LO SCUDO FISCALE (5)



(per semplicità si omette l'Irap)



LO SCUDO FISCALE (6)

Implicazioni della espressione:

$$\text{Flussi gestione operativa} = RO (1 - t_c) + k_d \times D \times t_c$$

- I. In presenza di imposte, il flusso generato dalla gestione operativa, destinato ad essere ripartito fra coloro che forniscono le coperture finanziarie, è accresciuto dal "risparmio fiscale" connesso alla deducibilità degli oneri finanziari (Cresce infatti il flusso della gestione operativa, e di conseguenza aumenta EV, ossia il valore di CIN, il capitale operativo)
- II. Poiché il flusso spettante ai prestatori di denaro ($k_d \times D$) è predeterminato, il maggior flusso, e quindi, il maggior valore creato sarà, di regola, di spettanza degli azionisti



IL VALORE IN PRESENZA DEBITI E INTERESSI DEDUCIBILI

A condizione che gli oneri finanziari siano deducibili, il valore di una impresa indebitata, $W_{(L)}$, può, pertanto, essere scomposto idealmente come segue:

$$W_{(L)} = EV(u) + W_{ts} - PF$$

$EV(u)$: valore del capitale operativo (CIN) in assenza di debiti

W_{ts} : valore dei benefici (risparmi) fiscali (ts = tax shield)

PF : debito finanziario netto



IMPLICAZIONI

Dalla scelta del percorso logico che consente di tener conto, nella valutazione, del beneficio fiscale derivante dalla deducibilità degli oneri finanziari, deriva **la concreta modalità applicativa** del metodo finanziario adottata dallo stimatore.



METODO FINANZIARIO

1. La costruzione dei flussi rilevanti e della posizione finanziaria:
 1. Riclassificazione di SP e CE
 2. Determinazione di FCFO e FCFE
2. Relazione tra indebitamento, imposte e valore
3. Approccio equity side
4. **Approccio asset side**
 1. **Unlevered discounted cash flow**
 2. **Adjusted present value**



APPROCCIO EQUITY SIDE

Il c.d. approccio **equity side** si fonda sulla attualizzazione dei flussi **FCFE**, che spettano a coloro che hanno conferito o che detengono i diritti sul capitale proprio.

Il tasso di attualizzazione è **k_e** , il costo del capitale proprio

Valutare l'azienda secondo l'approccio equity side permette di tener conto del beneficio fiscale connesso alla deducibilità degli oneri finanziari, adoperando **flussi monetari che già sono al netto della gestione finanziaria.**

APPROCCIO EQUITY SIDE (2)

La formula del metodo finanziario nella versione equity side è la seguente:

$$W = \frac{FCFE_1}{(1+ke)^1} + \frac{FCFE_2}{(1+ke)^2} + \dots + \frac{FCFE_n}{(1+ke)^n}$$

Nella formula, i flussi FCFO dei periodi da 1 a n, vengono attualizzati al tasso Ke. Essa può essere scritta anche nella forma contratta seguente, di uso comune:

$$W = \sum_{t=1}^n \frac{FCFE_t}{(1+ke)^t} + VT$$

VT, è il valore terminale (v. *infra*)



APPROCCIO ASSET SIDE

Il c.d. approccio **asset side** si fonda sulla attualizzazione dei flussi **FCFO**, che rappresentano il risultato monetario della gestione operativa al netto delle imposte. Al loro valore attuale, detto Enterprise Value (EV), si sottrae la posizione finanziaria, onde pervenire al valore dell'Equity

Il tasso di attualizzazione appropriato per FCFO è il **costo del capitale, proprio e di prestito, utilizzato per finanziare l'impresa.**

Valutare l'azienda secondo l'approccio asset side impone, la necessità di "**far emergere**" mediante opportuni accorgimenti il valore connesso alla deducibilità degli oneri finanziari. Essendo, infatti, FCFO, determinato prima dell'effetto della gestione finanziaria e al **netto delle imposte figurative, esso costituisce una misura sottostimata del flusso monetario realmente disponibile.**



APPROCCIO ASSET SIDE (2)

Gli accorgimenti alternativi adottabili per compensare la sottostima dei flussi monetari effettivamente disponibili sono due:

- I. **Rettifica del tasso di attualizzazione**, onde ridurlo in modo da compensare il prelievo fiscale figurativo che eccede l'incidenza effettiva delle imposte sul reddito: **metodo aggregato**, basato sul costo medio ponderato del capitale, wacc, e noto come *unlevered discounted cash flow valuation* (acronimo: DCF)
- II. **Valutare l'impresa come se non avesse debiti**, e calcolare separatamente il valore dello scudo fiscale: **metodo disaggregato**, detto *adjusted present value approach* (acronimo: APV)



DCF (1)

La formula del metodo DCF è la seguente:

$$W = \sum_{t=1}^n \frac{FCFO_t}{(1 + wacc)^t} + VT - PF$$

Wacc è il costo medio ponderato del capitale

VT è il c.d. "valore terminale" dei flussi FCFO.

PF è il debito finanziario netto

DCF (2)

Richiamando la formula del tasso wacc....

$$\text{wacc} = k_e(L) \times E/(E+D) + k_d \times (1-t_c) \times D/(E+D)$$

....si può porre in evidenza la rettifica volta a far emergere il beneficio fiscale. Si noti, infatti, che la componente "debito" del costo medio ponderato del capitale è ridotta dell'aliquota d'imposta (in blu). Abbassandosi, in tal modo, il tasso wacc complessivo, aumenta il risultato dell'attualizzazione e si tiene conto dello "scudo fiscale"



DCF (3)

Il valore terminale VT viene stimato, nella prassi, in molti modi differenti:

- Capitalizzando il flusso FCFO dell'ultimo esercizio del "piano previsionale";
- Moltiplicando il flusso FCFO per un coefficiente;
- Ipotizzando la liquidazione dell'impresa

....e via dicendo



APV (1)

Il metodo finanziario APV si ispira alla ideale scomposizione del valore dell'impresa negli elementi di base visti in precedenza (pag. 40):

- I. Il valore dell'impresa come se fosse priva di debiti
- II. Il debito finanziario netto
- III. Il valore dello scudo fiscale calcolato separatamente

APV (2)

La formula del metodo APV può essere pertanto, rappresentata come segue:

$$W(L) = EV(u) + Wts - PF$$

EV(u) : valore del capitale operativo (CIN) in assenza di debiti

Wts: valore dei benefici (risparmi) fiscali (ts = tax shield) calcolati separatamente

PF: debito finanziario netto



APV (3)

Assumiamo, dunque, che l'impresa sia priva di debiti e che i flussi monetari spettanti ai proprietari coincidano con quelli operativi.....

$$\text{FCFO} = \text{FCFE}$$

...perché non vi sono oneri finanziari e tutta la liquidità è investita in attività operative (non vi sono proventi finanziari in senso proprio)

APV (4)

In tal caso, per stimare il valore dell'azienda, sarà necessario attualizzare FCFE, ossia **FCFO**, al costo del capitale proprio di un'impresa priva di debiti, già definito in precedenza con l'espressione **$ke(u)$** , *cost of equity unlevered*:

$$\text{Valore Azienda} = \text{FCFO} : ke(u)$$



APV (5)

Il valore dell'azienda così determinato coincide con l'Enterprise Value (EV), poiché in assenza di debiti, il capitale investito netto CIN deve, per definizione, coincidere col valore dei mezzi propri Equity. Si tratta dell'*Enterprise Value unlevered* della formula

A questo punto, non resta che calcolare gli ulteriori addendi della formula



APV (6)

Il valore dello scudo fiscale, calcolato separatamente, Wts , può essere rappresentato dalla formula semplificata:

$$Wts = tc \times D$$

alla quale si perviene, nel modo seguente

APV (7)

Le determinanti di W_{ts} :

$$W_{ts} = \sum_{t=1}^n \frac{kd \times D \times tc}{(1+y)^t}$$

y rappresenta il saggio di attualizzazione dei risparmi fiscali. Assumendo che la loro durata sia indeterminata e che $y = kd$ avremo:

$$W_{ts} = \frac{kd \times D \times tc}{kd}$$

..ossia: $W_{ts} = tc \times D$