

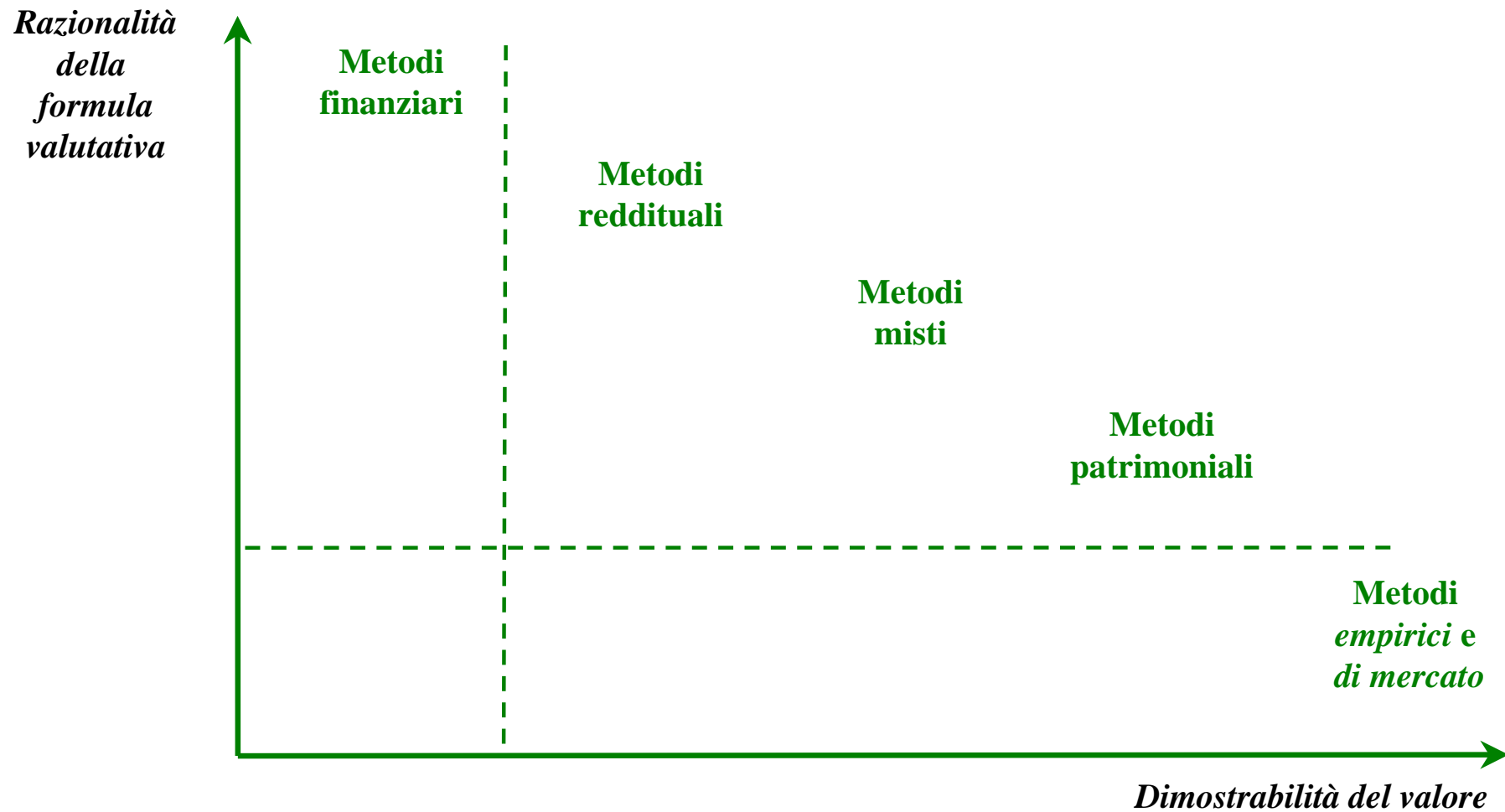


## 6. *I modelli fondati sui flussi finanziari e reddituali*

- 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 modelli

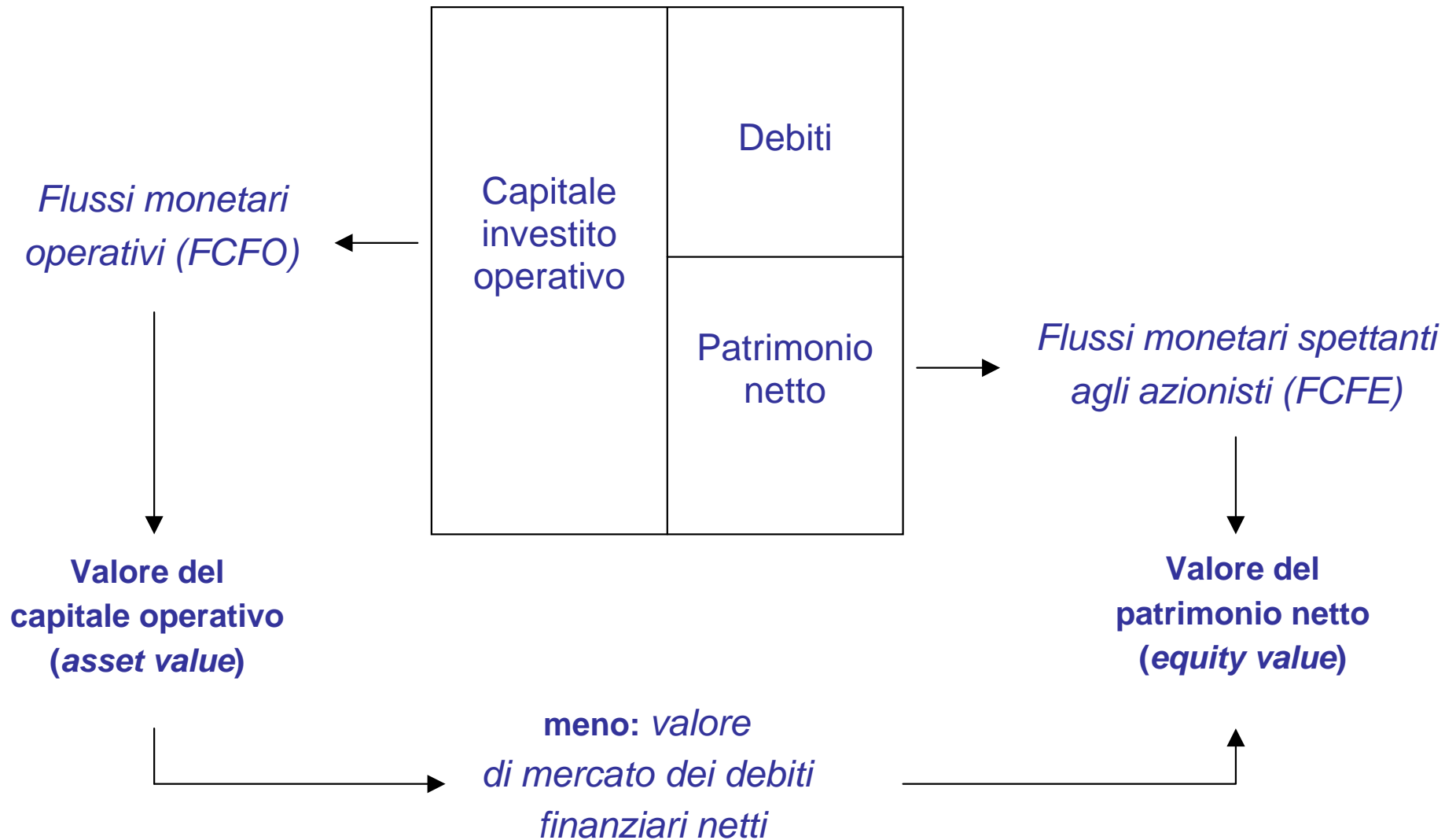
Prof. Antonio Tessitore  
*venerdì 11 marzo 2011*

## 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  $\beta$  la misura del rischio sistematico

***N.B. Se l'azienda non è quotata in un mercato ufficiale si utilizza un  $\beta$  di impresa comparabile o un  $\beta$  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<sub>n</sub> = valore del Capitale di pieno rischio
- i<sub>d</sub> = tasso di interesse medio del Debito D
- i<sub>c</sub> = costo unitario del capitale proprio C<sub>n</sub>

$i$  = 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
- ( ± )  $\Delta$  investimenti in capitale fisso e circolante
- ( ± )  $\Delta$  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*)
- ( ± )  $\Delta$  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<sub>n</sub> = reddito netto normalizzato prospettico

R<sub>j</sub> = reddito di ciascun periodo

i = tasso di capitalizzazione

a<sub>n → i</sub> = coefficiente di attualizzazione

V<sub>f</sub> = valore terminale

SA = *surplus asset*

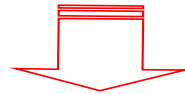


## Relazione Reddito – Valore economico

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

ESEMPIO: sensitività di  $i$

Flusso  $R_n \rightarrow 20$        $i = 0,15$        $W = 133$



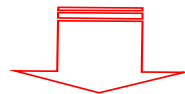
$$W = R a_{\overline{5}|0,15} + V_f$$

$$W = 66 + 67 = 133$$

---

---

Flusso  $R_n \rightarrow 20$        $i = 0,10$        $W = 200$



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

$$W = 75 + 125 = 200$$