



# **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 pari a: -239, -278, -202, -104;
- L'impresa beneficia della deducibilità integrale 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 una sostanziale stabilità nella struttura finanziaria dell'impresa).



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*

Voci di Conto Economico	2008	2009	2010	2011
+ 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>
- Imposte	1.535	1.912	2.085	2.230
<b>Reddito Operativo Netto</b>	<b>2.160</b>	<b>2.962</b>	<b>3.324</b>	<b>3.620</b>
+ Ammortamenti	3.300	2.720	2.488	2.339
+ Accantonamenti	239	278	202	104
<b>Flusso di CCN</b>	<b>5.699</b>	<b>5.960</b>	<b>6.014</b>	<b>6.063</b>
Capex	- 434	- 100	- 700	- 320
Variazione capitale circolante netto	194	- 200	98	193
<b>Flusso di cassa disponibile per l'impresa</b>	<b>5.459</b>	<b>5.660</b>	<b>5.412</b>	<b>5.936</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	9.610	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>Risultato ante imposte (RAI)</b>	<b>2.615</b>	<b>3.896</b>	<b>5.009</b>	<b>5.552</b>
- Imposte	1.238	1.643	1.975	2.148
<b>Utile Netto</b>	<b>1.377</b>	<b>2.253</b>	<b>3.034</b>	<b>3.404</b>
+ Ammortamenti	3.300	2.720	2.488	2.339
+ Accantonamenti	239	278	202	104
<b>Flusso di CCN gestione corrente</b>	<b>4.916</b>	<b>5.251</b>	<b>5.724</b>	<b>5.847</b>
Capex	- 434	- 100	- 700	- 320
Variazione capitale circolante netto	194	- 200	98	193
<b>Flusso di cassa disponibile per azionista</b>	<b>4.676</b>	<b>4.951</b>	<b>5.122</b>	<b>5.720</b>



### Calcolo del costo del capitale di rischio

$$K_e = R_f + \beta * (R_m - R_f) = 3,25\% + 1,35 * (9,5\% - 3,25\%) = 11,7\%$$

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

$$K_d = (OF/D) * (1-t) = 6\% * (1-27,5\%) = 4,35\%$$

### Calcolo del costo medio ponderato del capitale

$$CMPC = E/(E+D) * K_e + D/(E+D) * K_d$$

$$CMPC = 0,5 * 11,7\% + 0,5 * 4,35\% = 5,85\% + 2,18\% = 8,03\%$$

### Calcolo del valore terminale (unlevered)

$$\text{Valore residuo} = \frac{\text{flusso di cassa finale}}{CMPC} = 5.936 / 8,03\% = 73.972$$



## Calcolo dei flussi futuri attualizzati (unlevered)

	2008	2009	2010	2011	Valore terminale
Flusso di cassa disponibile per l'impresa	5.459	5.660	5.412	5.936	73.972
Coefficiente di attualizzazione	0,92571	0,85694	0,79328	0,73435	0,67980
<b>Flussi attualizzati</b>	<b>5.053</b>	<b>4.850</b>	<b>4.293</b>	<b>4.359</b>	<b>50.286</b>

## Calcolo del valore del capitale economico (unlevered)

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

$$\mathbf{W = 18.556 + 50.286 - 7.852 = 60.990}$$





Si determini il valore economico del capitale dell'impresa Beta, produttrice di mobili per arredo, alla data del 1° gennaio 2008, sulla base del metodo reddituale "puro".

I risultati netti contabili\* desunti dal bilancio 2007 nonché dal pre-consuntivo 2008, dal budget 2009 e dai dati 2010 di piano sono i seguenti:

	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>
Risultato netto contabile	3.186	2.789	3.103	4.457

Il carico fiscale riflesso nei risultati degli esercizi 2007 e 2008 è ricollegabile alla possibilità di dedurre perdite pregresse. È ragionevole stimare un carico fiscale di circa il 40%.

Le imposte incluse nei risultati sopra riportati sono le seguenti:

	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>
Imposte	956	837	1.241	1.783

\*i valori sono espressi in termini reali e omogenei



Il risultato del 2007 comprende un componente straordinario determinato dal realizzo di una plusvalenza derivante dalla vendita di un fabbricato pari a 120.

L'impresa Beta ha contratto un'operazione di leasing finanziario per finanziare l'acquisizione di alcuni immobili adibiti a filiali commerciali funzionali alla crescita internazionale. In particolare, al fine di pervenire ad una corretta espressione del reddito medio normalizzato, si considerino le seguenti informazioni aggiuntive: il valore corrente netto degli immobili è stimato pari a 3.800, l'aliquota di ammortamento è pari al 3%; la quota capitale implicita nei canoni leasing contabilizzati nei periodi considerati è indicata nella tabella seguente:

	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>
Quota rimborso debito v/soc. leasing	250	270	230	250

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

Nel patrimonio dell'impresa Beta è presente un terreno agricolo non strumentale all'attività produttiva del valore di 380.



Il beneficio fiscale delle perdite pregresse origina un surplus assets di 200.

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 di rischio di mercato deflazionato: 6%
- Beta *levered* (media Beta comparabili): 1,44
- Premio per il rischio addizionale (motivato dall'incertezza sugli esiti di una recente acquisizione effettuata dall'impresa Beta in Cina): 2%.

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



*Traccia di soluzione*

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

	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>
Risultato netto contabile	3.186	2.789	3.103	4.457
Storno imposte	956	837	1.241	1.783
Storno plusvalenza	- 120			
Storno quota capitale canone leasing	250	270	230	250
<b>Risultato lordo rettificato</b>	<b>4.272</b>	<b>3.896</b>	<b>4.574</b>	<b>6.490</b>

Reddito lordo rettificato medio	4.808
Ammortamento beni in leasing	114
Reddito medio ante imposte	4.694
Imposte (40%)	1.878
<b>Reddito medio normale atteso</b>	<b>2.816</b>



Le rettifiche effettuate hanno riguardato i seguenti aspetti:

- storno della quota capitale dei canoni leasing e calcolo degli ammortamenti sul valore corrente dei fabbricati;
- storno delle imposte contabilizzate e ricalcolo delle stesse in base all'aliquota mediamente gravante in prospettiva futura sui risultati aziendali;
- storno della plusvalenza in quanto componente straordinario non ripetibile in futuro;
- 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

$$2,16\% + (1,44 * 6\%) + 2\% = \mathbf{12,8\%}$$



### 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

$$W = (2.816/12,8\%) + 380 + 200 = \mathbf{22.580}$$