



Esercitazione METODO FINANZIARIO



Si determini, utilizzando il metodo *unlevered discounted cash flow*, il valore del capitale economico di un'impresa all'1/1/08 operante nel settore delle vernici industriali che presenta i seguenti valori prospettici di conto economico:

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
Margine industriale lordo	7.763	8.379	8.697	9.004
Altri costi indiretti	768	785	800	815
MOL (EBITDA)	6.995	7.594	7.897	8.189
Ammortamenti	3.300	2.720	2.488	2.339
Risultato operativo (EBIT)	3.695	4.874	5.409	5.850
Oneri finanziari netti	1.080	978	400	298
Utile Lordo (EBT)	2.615	3.896	5.009	5.552
Imposte	1.022	1.461	1.690	1.855
Utile netto	1.593	2.435	3.319	3.697

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 dispiega i suoi effetti e la strategia deliberata si può considerare a regime;
- Le variazioni annue di CCN operativo nei 4 anni di piano sono: +194, -200, +98, +193;
- Le variazioni annue degli investimenti in immobilizzazioni nei 4 anni di piano sono: +434, -100, +700, +320;
- Le variazioni del Trf nei quattro anni di piano sono: +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% (risk free + premio per il rischio del mercato azionario italiano);



- Il costo dei mezzi di terzi a titolo oneroso applicato dagli istituti bancari all'impresa nel periodo di piano risulta pari al 6%;
- L'aliquota fiscale è pari al 33%;
- Le imposte relative al reddito operativo sono pari a circa il 12% del reddito operativo;
- La variabilità del rendimento del capitale azionario dell'impresa rispetto alla variabilità dell'intero mercato azionario è pari a 1,35 (stimato sulla base dei dati relativi al settore europeo in cui opera l'impresa);
- 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
Margine industriale lordo	7.763	8.379	8.697	9.004
- Altri costi indiretti	768	785	800	815
MOL (EBITDA)	6.995	7.594	7.897	8.189
- Ammortamenti	3.300	2.720	2.488	2.339
Risultato operativo (EBIT)	3.695	4.874	5.409	5.850
- Imposte	443	585	649	702
Reddito Operativo Netto	3.252	4.289	4.760	5.148
+ Ammortamenti	3.300	2.720	2.488	2.339
+ Accantonamenti	239	-278	-202	104
Flusso di CCN di gestione operativa	6.791	6.731	7.046	7.591
+/- var. investimenti in capitale fisso	434	-100	700	320
+/- var. investimenti in capitale circolante	194	-200	98	193
Flusso di cassa disponibile per l'impresa	6.163	7.031	6.248	7.078



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
Margine industriale lordo	7.763	8.379	8.697	9.004
- Altri costi indiretti	768	785	800	815
MOL (EBITDA)	6.995	7.594	7.897	8.189
- Ammortamenti	3.300	2.720	2.488	2.339
Risultato operativo (EBIT)	3.695	4.874	5.409	5.850
- Oneri finanziari netti	1.080	978	400	298
Risultato ante imposte (RAI)	2.615	3.896	5.009	5.552
- Imposte	1.022	1.461	1.690	1.855
Utile Netto	1.593	2.435	3.319	3.697
+ Ammortamenti	3.300	2.720	2.488	2.339
+ Accantonamenti	239	-278	-202	104
Gestione corrente	5.132	4.877	5.605	6.140
+/- var. investimenti in capitale fisso	434	-100	700	320
+/- var. investimenti in capitale circolante	194	-200	98	193
Flusso di cassa disponibile per azionista	4.504	5.177	4.807	5.627



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

$$K_d = (OF/D) * (1-t) = 6\% * (1-33\%) = 4,1\%$$

Calcolo del costo medio ponderato del capitale

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

$$CMPC = 0,5 * 11,7\% + 0,5 * 4,1\% = 5,85\% + 2,05\% = 7,9\%$$

Calcolo del valore terminale (unlevered)

$$\text{Valore residuo} = \frac{\text{flusso di cassa finale}}{CMPC} = 7.078 / 7,9\% = 89.595$$



Calcolo dei flussi futuri attualizzati (unlevered)

	2008	2009	2010	2011	Valore terminale
Flusso di cassa disponibile per l'impresa	6.163	7.031	6.248	7.078	89.595
Coefficiente di attualizzazione	0,92678405	0,8589286	0,7960414	0,7377584	0,6837428
Flussi attualizzati	5.712	6.039	4.974	5.222	61.260

Calcolo del valore del capitale economico (unlevered)

W = valore dei flussi attualizzati + valore terminale attualizzato - PFN

$$\mathbf{W = 5.712 + 6.039 + 4.974 + 5.222 + 61.260 - 7.852 = 75.355}$$