SLIDE 1

OTTOBRE

2015

IL METODO DISCOUNTED CASH FLOW

Federico Lozzi

Il valore di un'impresa è determinato dalla capacità della stessa di generare flussi di cassa nel lungo periodo.

PROBLEMATICHE

grado di prevedibilità dei flussi finanziari

orizzonte temporale di osservazione

A) Previsione dei flussi

I FLUSSI ECONOMICI di un'azienda *in bonis* che opera in settori cosiddetti tradizionali presentano un *trend* meglio identificabile rispetto a quelli finanziari.

I FLUSSI FINANZIARI risentono di più della contingenza e, pertanto, la loro identificazione richiede una maggiore conoscenza della gestione aziendale e delle strategie elaborate dal *management*.

B) L'orizzonte temporale

Tra le numerose variabili che occorre conoscere per individuare l'orizzonte temporale da indagare, bisogna in particolare considerare

- la tipologia dell'impresa
- il mercato in cui si opera
- i prodotti e/o i servizi forniti

IL PUNTO DI PARTENZA: IL RENDICONTO FINANZIARIO IN UN'OTTICA VALUTATIVA

I flussi finanziari che rilevano in un'ottica valutativa si basano su due dimensioni:

DIMENSIONE OPERATIVA

DIMENSIONE FINANZIARIA

La dimensione straordinaria non deve essere considerata per il suo carattere di eccezionalità e, quindi, di non ripetitività.

DUE APPROCCI

ASSET SIDE

- flussi di cassa disponibili per gli azionisti e i finanziatori
- tasso di attualizzazione: wacc

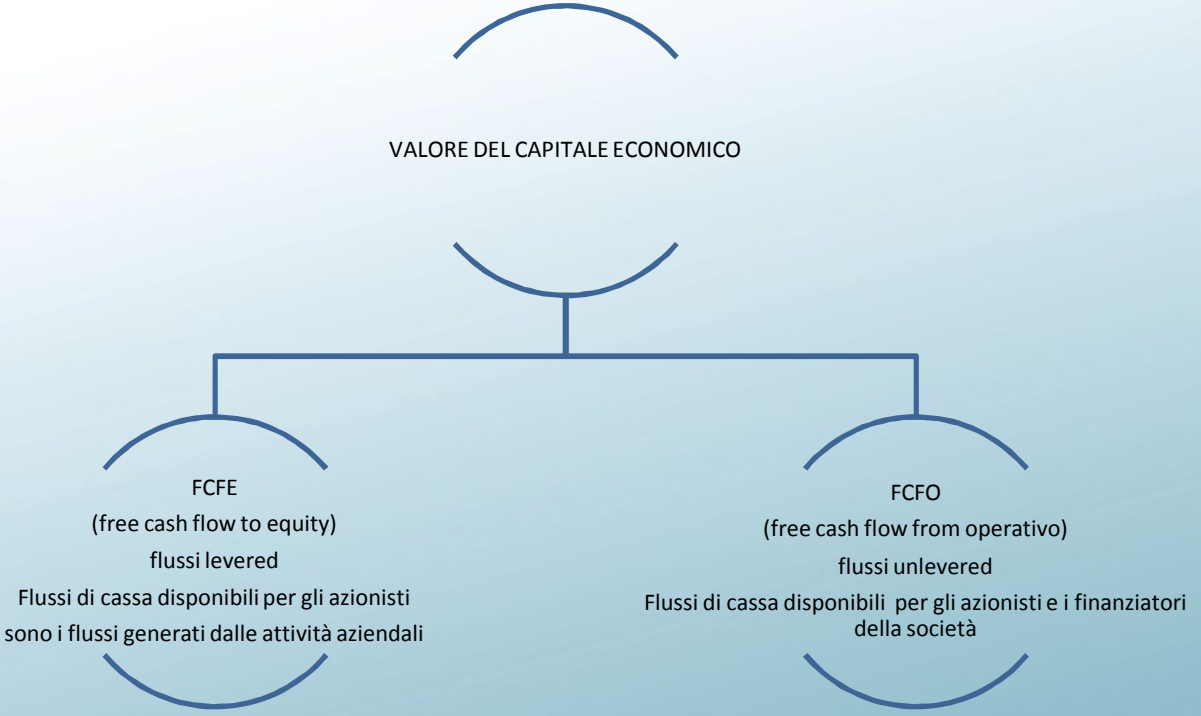
EQUITY SIDE

- flussi di cassa disponibili per gli azionisti
- tasso di attualizzazione: K_e (modello CAPM)

SLIDE 8

OTTOBRE

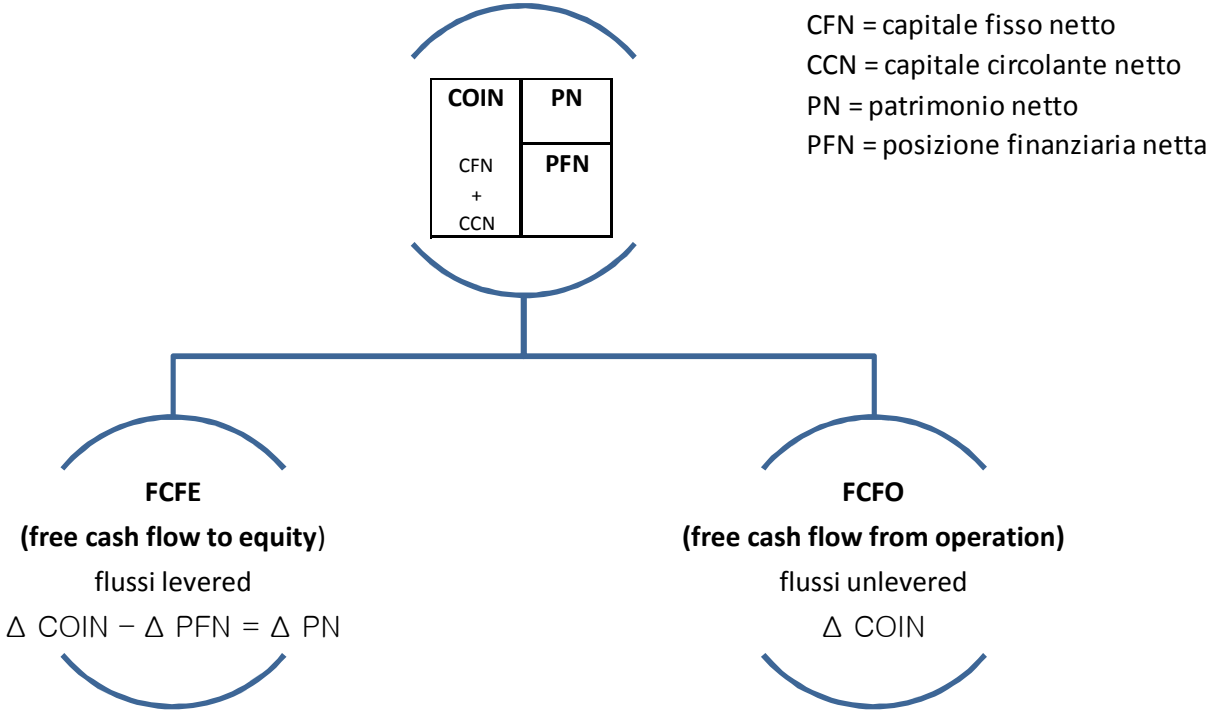
2015



SLIDE **9**

OTTOBRE

2015



CFN = capitale fisso netto
CCN = capitale circolante netto
PN = patrimonio netto
PFN = posizione finanziaria netta

IL FREE CASH FLOW OPERATIVO

EBIT
- imposte sul reddito operativo
= NOPAT
+ ammortamenti
+ svalutazioni, acc.ti e altri costi non monetari
= AUTOFINANZIAMENTO NETTO
± Δ CCN
- variazione dei fondi (utilizzo)
= FLUSSO DI CASSA OPERATIVO CORRENTE
- investimenti riferibili all'area operativa
+ disinvestimenti riferibili all'area operativa
= FCFO

IL FREE CASH FLOW TO EQUITY

FCFO

- oneri finanziari

+ proventi finanziari

± correttivo imposte sulla parte finanziaria

± Δ indebitamento finanziario

± Δ rimborsi/versamenti di capitale proprio

= FCFE

LE FORMULE DI VALUTAZIONE: ASSET SIDE

$$EV = \sum_{t=1}^{n} \frac{FCFO}{(1+wacc)^t} - D + TV$$

wacc = tasso di attualizzazione
D = posizione finanziaria netta
TV = terminal value ovvero il valore attuale dei flussi di cassa che si prevede che l'impresa sarà capace di generare oltre il periodo di tempo di osservazione (t)

LE FORMULE DI VALUTAZIONE: EQUITY SIDE

$$EV = \sum_{t=1}^{n} \frac{FCFE}{(1+ke)^t} - \cancel{D} + TV$$

k_e= tasso di attualizzazione
TV = terminal value

Nella formula non vi è alcun riferimento a D poiché i flussi sono espressi al netto della gestione finanziaria.

IL VALORE FINALE (TV)

Il valore finale (TV) si stima per un'impresa che si assume come entità atta a perdurare in una prospettiva di esistenza che va oltre il periodo di tempo indagato dal valutatore (t).

Si può dire che TV è un valore che sintetizza le dinamiche future dell'impresa.

La stima del TV rappresenta un momento molto critico nel processo valutativo poiché costituisce una parte molto significativa, in termini quantitativi, del valore dell'impresa (generalmente tra il 70% e l'80%).

IL VALORE FINALE (TV): APPROCCIO ASSET SIDE

$$TV = \frac{\frac{FCFO}{wacc}}{(1+wacc)^n}$$

IL VALORE FINALE (TV): APPROCCIO EQUITY SIDE

$$TV = \frac{\frac{FCFE}{Ke}}{(1+Ke)^n}$$

IL VALORE FINALE (TV)

$\frac{FCFO}{wacc}; \frac{FCFE}{Ke}$ = stima dei flussi oltre il periodo «t» determinato con la formula della rendita illimitata

FCFO; FCFE = generalmente è il valore dell'ultimo anno di previsione (n) (anche se non è sempre vero !!!)

IL VALORE FINALE (TV) E «g»

La formulazione del TV come sopra rappresentata si basa sull'ipotesi *steady state* (invariabilità dei flussi).

E' un'ipotesi molto semplicistica e non verosimile nella generalità dei casi.
Occorre pertanto considerare un fattore di crescita o di decrescita «g».

APPROCCIO ASSET SIDE

$$TV = \frac{\frac{FCFO \cdot (1+g)}{wacc - g}}{(1+wacc)^n}$$

APPROCCIO EQUITY SIDE

$$TV = \frac{\frac{FCFE \cdot (1+g)}{Ke - g}}{(1+Ke)^n}$$

SLIDE 19

OTTOBRE

2015

LA STIMA DI «g»

La stima di «g» è molto complessa.

Si propone un esempio numerico estremamente semplificato.

	Ricavi	delta	EBITDA	delta	EBIT	delta		
2010	1.400.000		350.000		220.000			
2011	1.550.000	0,11	420.000	0,2	280.000	0,27		
2012	1.650.000	0,06	450.000	0,07	300.000	0,07		
2013	1.700.000	0,03	560.000	0,24	480.000	0,6		
2014	1.850.000	0,09	720.000	0,29	650.000	0,35		
Media aritmetica		0,07		0,20		0,32		
Media geometrica		0,06		0,18		0,25		
Deviazione std		0,04		0,09		0,22		
Si sceglie la media geometrica perché meno "variabile" e la deviazione std consiglia la scelta di								
g = 0,06								

DETERMINAZIONE DI ATTUALIZZAZIONE DEI FLUSSI

COSTO DEL CAPITALE PROPRIO (K_e)

$$K_e = r_f + \beta\ (r_m - r_f)$$

r_f = tasso di rendimento delle attività prive di rischio
r_m = tasso di rendimento medio del mercato azionario
β = misura del rischio specifico dell'impresa (variabilità del suo rendimento rispetto a quello del mercato)

DETERMINAZIONE DI ATTUALIZZAZIONE DEI FLUSSI

COSTO MEDIO PONDERATO (wacc)

$$\text{wacc} = \left[\frac{D}{D+E} \,.\, Kd \,.\, (1-t)\right] + \left[\frac{E}{D+E} \,.\, Ke\right]$$

D = valore corrente del debito finanziario netto (PFN)
E = valore corrente del patrimonio netto
$Kd \,.\, (1-t)$ = costo dell'indebitamento al netto delle imposte dirette
Ke = costo del capitale proprio

La formula si basa su valori medi che non sempre sono idonei a consegnare un idoneo e coerente tasso di attualizzazione