

UNIVERSITA' DEGLI STUDI DI PADOVA

FACOLTA' DI SCIENZE STATISTICHE

CORSO DI LAUREA IN STATISTICA ECONOMIA E FINANZA



Tesi di laurea triennale

MODELLI PER LA VALUTAZIONE D'IMPRESA ED ANALISI DEI REPORT DI ANALISI
FINANZIARIA DI CINQUE AZIENDE QUOTATE.

Relatore: Ch.mo Prof. SAVERIO BOZZOLAN

Laureando: LORENZO VALMASONI

Matricola: 555354/SEF

ANNO ACCADEMICO 2008-2009

Sommario

PREMESSA.....	5
PRIMA PARTE: MODELLI PER LA VALUTAZIONE DI IMPRESA	6
LA VALUTAZIONE D’AZIENDA	6
IL MODELLO DISCOUNTED CASH FLOW (DCF).....	8
MISURE DI VALORE RELATIVO: I MULTIPLI.....	37
SECONDA PARTE: STUDIO DEI REPORT DI ANALISI FINANZIARIA DI CINQUE AZIENDE QUOTATE.	43
PREMESSA ALLA SECONDA PARTE.....	43
ANALISI DEI REPORT PRESENTI NEL SITO INTERNET DELLA BORSA ITALIANA DEL 2008 PER ENI	44
ANALISI DEI REPORT PRESENTI NEL SITO INTERNET DELLA BORSA ITALIANA DEL 2008 PER BENETTON GROUP	50
ANALISI DEI REPORT PRESENTI NEL SITO INTERNET DELLA BORSA ITALIANA DEL 2008 PER MEDIASET....	55
ANALISI DEI REPORT PRESENTI NEL SITO INTERNET DELLA BORSA ITALIANA DEL 2008 PER FIAT	62
ANALISI DEI REPORT PRESENTI NEL SITO INTERNET DELLA BORSA ITALIANA DEL 2008 PER TELECOM ITALIA.....	67
BIBLIOGRAFIA	73

PREMESSA

La trattazione si divide in due parti.

Nella prima parte si vuole spiegare il funzionamento da un punto di vista teorico dei due principali modelli per la valutazione d'azienda: il modello Discounted Cash Flow ed il modello dei multipli.

Per quanto riguarda il primo metodo, verrà presentato in primo luogo il modello generale nelle sue versioni per la valutazione del capitale netto e dell'intera impresa, poi si cercherà di approfondire gli input necessari per il calcolo del modello stesso.

Nella trattazione del modello dei multipli non si è voluto porre l'attenzione sul singolo multiplo bensì si è voluto approfondire più in generale le modalità d'uso di questo metodo di valutazione.

Il motivo per il quale sono stati scelti questi due modelli di valutazione è che risultano essere i più utilizzati dagli analisti finanziari.

La seconda parte invece si concentra sull'analisi dei report di alcune banche di investimento per cinque aziende quotate nella borsa italiana. A questo scopo sono state scelte aziende di grandi dimensioni e di settori diversi. Si noti che questo studio non si focalizzerà tanto sull'azienda oggetto di valutazione da parte dell'analista, bensì sui contenuti del report, i quali saranno chiaramente diversi a seconda dell'impresa analizzata.

PRIMA PARTE: MODELLI PER LA VALUTAZIONE DI IMPRESA

LA VALUTAZIONE D'AZIENDA

Valutare un'azienda vuol dire dare un valore al suo patrimonio. Ovvero si da un valore al capitale economico dell'azienda, diverso dal valore del patrimonio netto dello stato patrimoniale. Il valore del capitale economico è dato dal valore attuale degli asset e delle prospettive future.

Il valore di alcune aziende è particolarmente sensibile a queste prospettive future. Quest'ultime sono ricondotte talvolta all'avviamento in stato patrimoniale che rappresenta tutte le condizioni di mercato per cui se l'azienda dovesse essere venduta garantirebbero un valore aggiuntivo al valore degli asset di stato patrimoniale.

Si noti che i valori contabili non spiegano il valore reale dell'azienda, più plausibile è bensì il valore di mercato, ma nemmeno questo rispecchia a pieno il valore dell'azienda, poiché le aspettative non sono sicure e dipendono anche da fattori esterni all'azienda.

La massimizzazione del valore dell'impresa è il criterio guida delle decisioni di finanza aziendale. Esso è legato alle scelte dell'impresa in termini di:

- politica degli investimenti.
- Politica dei finanziamenti: in particolare l'effetto di leva ha ripercussioni forti sul valore aziendale.
- Politica dei dividendi: la scelta di distribuire il valore creato o di ridistribuirlo ha delle conseguenze notevoli sul valore complessivo dell'azienda.

Molti investitori ritengono che il vero valore sia basato sui fondamentali economici dell'azienda. Ma evidenze empiriche mostrano che i valori di mercato possono non essere correlati alle dinamiche dei fondamentali e che i valori di mercato sono fondati (spesso) su percezioni degli acquirenti - venditori sulle dinamiche aziendali (e non su cash flow ed utili futuri).

Si noti che tutte le previsioni sono frutto di stime e proprio per questo motivo vengono spesso proposti degli scenari possibili; pertanto anche la valutazione nasce sempre da una stima che non può mai rispecchiare a pieno la realtà.

In secondo luogo non è la quantità di variabili o dati che può rendere la valutazione più precisa, anzi spesso i modelli più semplici sono quelli che funzionano meglio.

GLI APPROCCI ALLA VALUTAZIONE

- *Metodo Patrimoniale*: è un metodo analitico che consiste nel rettificare delle singole voci di bilancio affinché ciascun elemento dell'attivo e del passivo sia espressione del suo valore corrente. A fine anno ad esempio è possibile mettere a bilancio il nuovo valore netto delle immobilizzazioni che può essere diverso da quello vigente. Possiamo stabilire il valore corrente: per le attività quali i crediti tramite il valore di presunto realizzo. Attività come le immobilizzazioni e le rimanenze le possiamo valutare o al loro valore di mercato o ad un valore di costruzione o sostituzione. Il costo di costruzione è il costo a cui l'azienda

dovrebbe ricorrere per ricostruire l'impianto e quello di sostituzione per sostituirlo con uno nuovo. Per il passivo utilizziamo il criterio delle presunte esigibilità. Il vantaggio principale di questo metodo è la semplicità e risulta particolarmente utile per le società immobiliari o con un grosso patrimonio. Lo svantaggio è che non tiene conto dei redditi attesi e del rischio; inoltre non consente confronti tra alternative di investimento. Si tratta pertanto di una valutazione basata su ciò che l'azienda ha oggi e non su ciò che avrà.

- *Metodi reddituali/finanziari:*

- Metodo reddituale: è un metodo che prevede la stima del valore tramite un metodo sintetico, ovvero tramite una grandezza che sintetizzi l'andamento aziendale quale il reddito d'esercizio
- Metodo finanziario: è un'evoluzione del metodo reddituale. Al posto di considerare il valore economico d'esercizio, considera il flusso di cassa. Il vantaggio è che i flussi di cassa non dipendono da grandezze che scaturiscono da ipotesi parzialmente soggettive quali gli ammortamenti e le svalutazioni.

In generale per questi metodi vale la formula

$$valore\ attuale = \sum_{t=1}^{t=N} \frac{Q_t}{(1+r)^t}$$

dove Q_t è l'utile o il flusso di cassa dell'esercizio t

r è il tasso di attualizzazione che riflette il rischio dell'investimento

- *Relative valuation* (o metodo dei multipli): è un metodo che si basa sulla comparazione di aziende simili. Stima il valore di un investimento tramite l'analisi del valore di altri investimenti "comparabili" utilizzando le variabili comuni come utili, cash flow e valore delle vendite. Rappresenta un metodo utile per la valutazione di aziende non quotate.

Nella seguente trattazione approfondiremo i metodi più utilizzati dagli analisti finanziari, ovvero il metodo finanziario e quello dei multipli.

IL MODELLO DISCOUNTED CASH FLOW (DCF)

Questo modello si basa sulla attualizzazione dei flussi futuri attesi. Pertanto è riconducibile al metodo finanziario

I FLUSSI RILEVANTI NEL CONTESTO DELLE VALUTAZIONI.

Lo strumento necessario per ricavare i flussi di cassa è il rendiconto finanziario.

Ai fini della valutazione bisogna distinguere:

- i flussi di cassa generati della gestione operativa (FCFO o FCFF)
- i flussi netti disponibili per gli azionisti (FCFE). La struttura degli FCFE e degli FCFO sono illustrati nelle tabelle che seguono.

Rispetto lo schema ex-post di rendiconto finanziario si richiama l'attenzione sul seguente aspetto: ai fini del calcolo dei FCFO la voce "imposte" misura l'onere fiscale sul risultato operativo nell'ipotesi di assenza di indebitamento e quindi di oneri fiscali deducibili, in tal caso il risultato operativo risulta equivalente al risultato ante-imposte.

TABELLE

<i>Determinazione di FCFO</i>	<i>Determinazione di FCFE</i>
+ Margine operativo lordo	+ Margine operativo lordo
+/- Variazione del Capitale circolante operativo	+/- Variazione del Capitale circolante operativo
+/- Variazione del fondo TFR	+/- Variazione del fondo TFR
- Investimenti operativi	- Investimenti operativi
+ Disinvestimenti operativi	+ Disinvestimenti operativi
- Imposte specifiche sul risultato operativo	= Flusso monetario operativo al lordo delle imposte
= FCFO (flusso monetario della gestione operativa netto di imposte)	-Interessi passivi netti
	-Imposte sul reddito d'esercizio
	+/- Variazione del fondo imposte
	+/- Variazione "programmata" dell'indebitamento finanziario netto
	= FCFE (flusso monetario netto per gli azionisti)

Fonte Massari

Il valore dei FCFE dipende, oltre che alle voci riferibili alla remunerazione dei debiti netti (interessi passivi) e dalle imposte sul risultato d'esercizio, anche dalla voce "variazione programmata dell'indebitamento finanziario netto". Si tratta di una precisazione da sottolineare poiché pone l'attenzione sul fatto che il profilo dei flussi di cassa disponibili per gli azionisti è anche funzione delle scelte in merito alle future operazioni di finanziamento da realizzarsi tramite il debito.

LE IPOTESI DI BASE PER LA PROIEZIONE DEI FLUSSI

Per la proiezione dei flussi futuri ci si basa su una serie di bilanci previsionali che vengono costruiti su delle ipotesi di base dette *assumptions* della valutazione. La qualità della stima dipende solamente dalla correttezza e sensatezza delle *assumptions*.

Possiamo distinguere tre ordini di *assumptions*.

- *Assumptions* che riguardano il contesto macroeconomico e finanziario: ci riferiamo ad elementi quali il tasso di crescita del PIL, l'evoluzione dei consumi, i tassi di cambio, i tassi di interesse e di inflazione attesa.
- *Assumptions* che riguardano il settore dell'impresa o del progetto oggetto di valutazione. Può trattarsi del tasso di sviluppo del mercato di riferimento, delle politiche dei concorrenti, dell'evoluzione delle tariffe (in caso di prezzi amministrati o controllati), di interventi normativi che hanno effetti sul settore.
- *Assumptions* di carattere più specifico. Riguardano l'impresa o il progetto oggetto di valutazione:
 - l'evoluzione dei principali prezzi - ricavi e prezzi – costi.
 - L'andamento del circolante operativo.
 - Il tasso di crescita e le correlate esigenze di investimento.
 - Gli interventi di ristrutturazione programmati con riferimento a linee di business, prodotti, personale.
 - Andamento del rapporto di indebitamento (tale ipotesi è cruciale per determinare i FCFE).
 - Le sinergie ed economie di scala ottenibili in seguito all'integrazione dell'impresa con l'acquirente.

Si può capire pertanto che è molto importante entrare in possesso di informazioni sul quadro economico fornite da fonti attendibili e capire se esiste una comprovata correlazione tra risultati dell'impresa nel settore e taluni risultati chiave di carattere settoriale ed economico generale.

La valutazione risulta invece più difficile quando la verosimiglianza delle *assumptions* più specifiche aziendali è largamente indipendente dal contesto economico e settoriale, pertanto è molto più difficile valutare un'impresa di piccole dimensioni o una start-up rispetto ad un'impresa che abbia consolidato la propria posizione nel mercato.

IL DISCOUNTED CASH FLOW (DCF)

Il Discounted Cash Flow consiste nello stimare il valore di un'impresa o di un investimento calcolando il valore attuale dei flussi di cassa attesi, attualizzati ad un tasso che ne rifletta la rischiosità.

Il valore di un'azienda dovrebbe rispecchiare tre aspetti principali:

- i flussi di cassa generati.
- Il periodo in cui sono generati; si ricordi una delle regole base della finanza che dice: “ un dollaro oggi è meglio di un dollaro domani” in quanto può essere investito.
- Il grado di incertezza associato all'investimento.

Pertanto possiamo dire che:

$$Valore = \sum_{t=1}^{t=T} \frac{FC_t}{(1+r)^t}$$

Dove FC_t è il flusso di cassa nel periodo t

T è la durata dell'investimento

r è il tasso di attualizzazione che riflette la rischiosità dei flussi di cassa stimati.

La valutazione DCF può essere effettuata o dal punto di vista degli azionisti, nel qual caso si parla di valutazione del capitale netto o dal punto di vista degli investitori sia di capitale netto che di debito. In questo caso parliamo di valutazione dell'intera impresa.

Il valore del capitale netto si ottiene attualizzando i FCFE al costo del capitale netto.

$$Valore\ del\ capitale\ netto = \sum_{t=1}^{t=T} \frac{FCFE_t}{(1+k_e)^t}$$

$FCFE_t$ sono i flussi disponibili per gli azionisti attesi nel periodo t.

k_e è il costo del capitale netto.

Se utilizziamo il modello DCF per la valutazione del capitale netto scontando i dividendi, in tal caso parleremo di Dividend Discount Model (DDM).

Il valore dell'impresa si ottiene attualizzando i FCFE al costo medio ponderato del capitale il cui acronimo dall'inglese è wacc (Weighted Average Cost of Capital).

$$Valore\ dell'impresa = \sum_{t=1}^{t=T} \frac{FCFE_t}{(1+wacc)^t}$$

Tutti i modelli DCF si riducono alla stima di tre input fondamentali: i flussi di cassa attesi, un tasso di crescita atteso di tali flussi ed un tasso di attualizzazione.

La scelta del tasso di attualizzazione dipende dalla scelta dei flussi di cassa. Se il flusso di cassa da attualizzare è un dividendo o un FCFE il tasso di attualizzazione appropriato è il costo del capitale netto. Se invece il flusso di cassa da attualizzare è il FCFE (flusso di cassa disponibile per gli investitori) il tasso di attualizzazione appropriato sarà il costo del capitale.

La scelta finale da fare riguarda i modelli di crescita attesa. Ipotizzando che le imprese abbiano vita infinita, bisogna stimare quale sarà il valore dell'impresa in un certo momento del futuro, così da poter fare a meno di stimare i flussi di cassa da quel momento in poi.

Nel contesto dei modelli di valutazione DCF, ciò viene fatto presupponendo che i flussi di cassa a partire da quel momento in poi rimangano costanti o crescano ad un tasso costante per sempre. Ciò consente di stimare il valore attuale di questi flussi di cassa attraverso le note formule

finanziarie di rendite perpetue a rendimenti costanti o crescenti. Per identificare il modello di crescita attesa più appropriato, dobbiamo capire:

- quanto dura il periodo di crescita elevata, prima che inizi il periodo di crescita stabile.
- Quanto elevato sarà il tasso di crescita nel periodo di crescita elevata e quale andamento seguirà.
- Come reagiranno i fondamentali dell'impresa quali il rischio e i flussi di cassa alle variazioni del tasso di crescita.

Nel momento della valutazione dobbiamo distinguere tre tipi di imprese:

- imprese già in fase di crescita stabile.
- Imprese che prevedono di mantenere un tasso di crescita elevato per un certo periodo per poi passare bruscamente a una fase di crescita stabile.
- Imprese che avranno una crescita elevata per un certo periodo, seguito da una fase di transizione in cui il tasso di crescita diminuisce, fino a raggiungere un tasso di crescita stabile in un determinato periodo futuro.

VALUTAZIONE IN TERMINI NOMINALI O REALI

Sul piano pratico, la valutazione del capitale netto dell'impresa può essere fatta sia in termini reali che nominali e quindi considerando flussi di cassa e tassi di attualizzazione sia reali che nominali. Valutare in termini reali può risultare appropriato se l'inflazione è molto alta (a due cifre) e quindi il livello di imprecisione è molto alto.

MODELLI PER LA VALUTAZIONE DEL CAPITALE NETTO.

Possiamo cominciare la trattazione in modo più approfondito partendo dai modelli per la valutazione del capitale netto, molti dei concetti presentati sono comunque applicabili anche ai modelli per la valutazione dell'intera impresa. Si tratta di modelli che cercano di stimare il valore del capitale netto di un'impresa attualizzando i flussi di cassa disponibili per gli azionisti al tasso di rendimento richiesto dagli azionisti stessi, il costo del capitale netto.

I modelli rilevanti sono due: Il modello che identifica i flussi di cassa per gli azionisti con i dividendi ed un altro che li identifica con i FCFE.

MODELLO DI ATTUALIZZAZIONE DEI DIVIDENDI

Quando un investitore acquista delle azioni, in genere prevede di ottenere due tipi di flussi di cassa: i dividendi, per il tempo in cui deterrà le azioni ed un prezzo atteso alla fine di tale periodo. Poiché il prezzo atteso è anch'esso determinato dai dividendi futuri, il valore di un'azione è dato dal valore attuale dei dividendi futuri e dal valore dell'azione al termine del periodo considerato.

Ovvero :

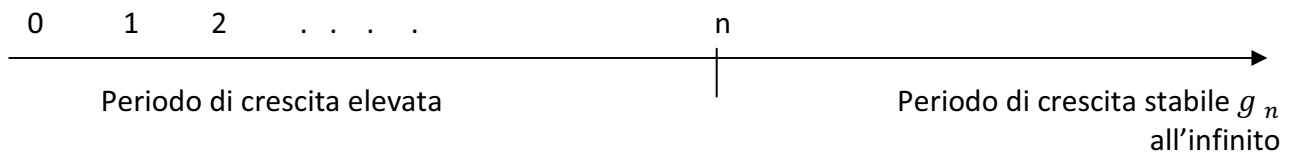
$$\text{valore per azione} = P_0 = \sum_{t=1}^{t=H} \frac{DPS_t}{(1+r)^t} + \frac{P_H}{(1+r)^H}$$

Se H tende ad infinito il secondo termine deve tendere a zero in quanto il denominatore tenderà ad infinito. Si capisce pertanto che all'aumentare del periodo considerato (H) il prezzo finale perde di importanza.

DPS_t è il dividendo atteso per azione al tempo t

r è tasso di rendimento richiesto sulle azioni (costo del capitale netto).

Una versione più utilizzata del DDM (ma anche degli altri modelli) è quella che considera due fasi di crescita: un periodo iniziale di crescita elevata ed un secondo periodo di crescita stabile perpetua.



Il valore dell'azione sarà pertanto

$$P_0 = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{DPS_t}{(1+r)^t} + \frac{P_n}{(1+r)^n}$$

dove:

$$P_n = \frac{DPS_{n+1}}{r - g_n}$$

P_n è il prezzo atteso alla fine dell'anno t

g_n è il tasso di crescita stabile dopo l'anno n .

L'ultima relazione è derivata dal modello di Gordon per una rendita perpetua e crescente.

Il modello richiede pertanto quattro tipi di input:

- La durata del periodo di crescita elevata: maggiore è tale durata, maggiore sarà il valore dell'azione.
- I dividendi per azione attesi in ciascun anno del periodo di crescita elevata: poiché i rapporti di distribuzione degli utili variano con i tassi di crescita, ciò richiede la stima dei tassi di crescita degli utili per ciascun anno del periodo finito a crescita elevata.
- Il tasso di rendimento che gli azionisti richiederanno per detenere le azioni, stimato di solito sulla base di un modello di rischio – rendimento.
- Il prezzo finale al termine del periodo di crescita elevata. Per determinarlo bisognerà stimare il tasso di crescita stabile, il rapporto di distribuzione degli utili e il rendimento richiesto dopo la fine del periodo di crescita elevata.

Cerchiamo di approfondire pertanto questi input fondamentali non solo per il modello DDM, ma come vedremo anche per gli altri modelli che presenteremo in questo capitolo.

TASSO DI CRESCITA STABILE

Se il tasso di crescita è stabile ci aspettiamo che le altre misure delle performance dell'impresa (come gli utili) crescano allo stesso tasso. Infatti se gli utili crescessero ad un tasso minore dei dividendi nel lungo termine i dividendi sarebbero maggiori degli utili. Nel caso contrario, se gli utili crescessero ad un tasso maggiore rispetto ai dividendi nel lungo termine il rapporto di distribuzione degli utili andrebbe a zero. Pertanto è chiaro che possiamo utilizzare lo stesso tasso di crescita attesa sia per gli utili che per i dividendi.

A questo punto dobbiamo capire quale possa essere una stima sensata del tasso di crescita in un periodo di crescita stabile. Il fatto che tale tasso di crescita durerà per sempre e visto che nel lungo termine l'intera impresa non può crescere ad un tasso molto maggiore del tasso di crescita dell'economia in cui opera, altrimenti supererebbe per dimensioni l'intera economia, pone dei limiti precisi circa la ragionevolezza della stima. Per contro l'impresa però può avere un tasso di crescita stabile minore dell'intera economia.

Si noti inoltre che anche se è vero che a causa delle variazioni degli utili i dividendi non crescono in modo costante, è vero anche che il tasso di crescita medio di un'impresa in un certo periodo è rappresentativo di un tasso di crescita stabile, pertanto ci permette comunque di ottenere risultati precisi.

E' il caso delle imprese cicliche il cui tasso di crescita degli utili subisce diverse forti oscillazioni annuali, ma il tasso di crescita medio è corrispondente a quello di fase stabile.

E' possibile inoltre notare che i dividendi hanno un andamento regolare nel tempo anche quando gli utili sono volatili.

LA DURATA DELLA CRESCITA ELEVATA

Determinare correttamente la durata del periodo di crescita elevata è un elemento di fondamentale importanza in questo modello di valutazione.

Ad esempio è possibile che un'impresa possa crescere ad un tasso leggermente superiore al tasso di crescita stabile e per la quale non si prevede una fase di crescita straordinaria, è chiaro pertanto che l'impresa si trova già in una fase di crescita ordinaria. Oppure si consideri un'impresa che cresce ad un tasso superiore al tasso di crescita stabile, questa crescita però è dovuta ad un singolo prodotto o servizio, pertanto il periodo di crescita straordinaria durerà fino a quando sarà "trascinata" dal prodotto o servizio in questione.

TASSO DI RENDIMENTO ATTESO E RISCHIO

Nel modello di valutazione DDM dividendi e prezzo finale attesi vanno attualizzati ad un tasso che ne riassume il profilo di rischio. Inoltre è possibile notare una correlazione positiva fra crescita e rischio: imprese con elevati tassi di crescita tendono ad avere un beta elevato (con beta si intende il beta del CAPM). In seguito approfondiremo meglio questo tasso anche per gli altri modelli analizzati.

PERIODI DI CRESCITA ELEVATA E DIVIDENDI ATTESI

In primo luogo bisogna stimare gli utili attesi per ciascun anno. In secondo luogo tramite il rapporto di distribuzione degli utili è possibile stimare i dividendi attesi per ciascun anno. Risulta meno conveniente stimare i dividendi attesi ed applicare un tasso di crescita attesa dei dividendi

poiché le previsioni di crescita effettuate dagli analisti vengono fatte in termini di utili piuttosto che di dividendi e per tenere separati crescita degli utili da una parte, e rapporto di distribuzione degli utili dall'altra, rispecchiando così le possibili variazioni del rapporto di distribuzione degli utili.

DETERMINAZIONE DEL TASSO DI CRESCITA ATTESA DEGLI UTILI

Gli elementi che determinano il tasso di crescita sono principalmente:

- la dimensione dell'impresa
- il vantaggio competitivo
- il tasso di crescita dell'economia e del mercato di riferimento.

Può essere stimato utilizzando uno dei seguenti approcci:

- Crescita storica: si stima il tasso di crescita futura utilizzando il tasso di crescita degli utili per azione relativo al passato; bisogna utilizzare la media geometrica del tasso di crescita degli utili, piuttosto che quella aritmetica perché riflette meglio le modalità di crescita degli utili (si parla di capitalizzazione nel tempo).
- Previsioni degli analisti: si utilizza il tasso di crescita stimato dagli analisti che seguono l'impresa, rappresenta sicuramente la soluzione più semplice.
- Fondamentali dell'impresa: l'approccio più complesso ma anche più completo considera i fondamentali dell'impresa:

$$\text{tasso di crescita atteso} = g = \text{grado di ritenzione degli utili} * ROE$$

CRESCITA DEGLI UTILI NEL PERIODO DI CRESCITA ELEVATA.

Esistono diversi modelli di crescita del primo periodo, ai due estremi si collocano il caso di crescita costante e quello del tasso di crescita variabile di anno in anno:

- Il primo caso di fronte al quale ci si può trovare è quello di un tasso di crescita costante durante il periodo di crescita elevata: da un punto di vista puramente pratico è la soluzione più semplice. Il problema è che questa soluzione presuppone che vi sia un elevato costante tasso di crescita per un certo periodo e che poi bruscamente inizi un periodo di crescita stabile. Risulta invece molto più realistico ipotizzare un passaggio graduale nel corso del tempo. Ipotizzando che il tasso di crescita e il rapporto di distribuzione degli utili rimangano fissi il valore attuale dei dividendi in tale periodo può essere calcolato come:

$$VA \text{ dei dividendi nella fase di crescita} = \frac{DPS_0(1+g) \left(1 - \frac{(1+g)^n}{(1+r)^n}\right)}{r-g}$$

- Un altro caso è quello di crescita costante all'inizio del periodo di crescita elevata, seguita da graduale riduzione verso la fase di crescita stabile. In questo caso il tasso di crescita scende in modo graduale verso la fase di crescita stabile. Questo modello consente ai tassi di crescita ed al rapporto di distribuzione degli utili di variare gradualmente nel corso del

tempo. Per questo motivo è un modello idoneo per le imprese per cui si prevede una crescita molto rapida (30%-40%) nei prossimi due o tre anni.

VA dei dividendi nella fase di crescita elevata

$$= \sum_{t=1}^{t=n1} \frac{(EPS_0(1 + g_a)^t \pi_a)}{(1 + r)^t} + \sum_{t=n1+1}^{t=n2} \frac{DPS_t}{(1 + r)^t}$$

Dove:

DPS_t è il dividendo per azione nell'anno t

g_a è il tasso di crescita nel periodo di crescita elevata (durata fino ad t=n1)

π_a è il rapporto di distribuzione degli utili nel periodo di crescita elevata

r è il tasso di rendimento atteso del capitale netto.

- L'ultimo caso su cui bisogna soffermarsi è quello in cui i tassi di crescita variano ogni anno durante i periodi di crescita elevata. Il valore delle azioni è pertanto dato dal valore attuale dei dividendi attesi durante il periodo di crescita elevata sommato al valore attuale del prezzo atteso alla fine di tale periodo.

IL RAPPORTO DI DISTRIBUZIONE DEGLI UTILI

L'altro input necessario per la stima dei dividendi attesi nella fase di crescita elevata, è il rapporto di distribuzione degli utili (*Dividend Pay-out Ratio*), in quanto i dividendi attesi nel periodo t possono essere definiti come:

$$\text{dividendi attesi nel periodo}(t) = \text{utili attesi}_t * \text{rapporto di distribuzione degli utili}_t$$

Il rapporto di distribuzione degli utili dovrebbe avere un andamento inverso rispetto al tasso di crescita attesa: quando la crescita attesa diminuisce, il rapporto di distribuzione degli utili sale.

LA STIMA DEL VALORE TERMINALE

Il prezzo terminale vale a dire il prezzo alla fine di crescita elevata, può essere stimato con la formula della rendita perpetua crescente (Modello di Gordon), utilizzando i dividendi attesi nel primo periodo successivo a quello di crescita elevata, il tasso di rendimento atteso nella fase di crescita stabile e il tasso di crescita stabile:

$$\text{Valore dell'azione} = \frac{DPS_{n+1}}{r_n - g_n}$$

Dove:

DPS_{n+1} sono i dividendi attesi dopo la fine del periodo di crescita elevata

r_n è il tasso di rendimento atteso dagli azionisti nella fase di crescita stabile

g_n è il tasso di crescita dei dividendi all'infinito.

Il rapporto di distribuzione degli utili e il rischio dovrebbero essere congruenti con l'ipotesi di crescita stabile, poiché imprese stabili distribuiscono sottoforma di dividendi una frazione

maggiori dei loro utili e sono meno rischiose. Il prezzo terminale una volta stimato deve essere attualizzato ed aggiunto al valore attuale dei dividendi dei periodi di crescita elevata. In conclusione una volta stimati i dividendi attesi ed il prezzo finale, utilizzandoli al tasso di appropriato, otteniamo una misura del valore dell'azione secondo il modello DDM.

MODELLO DI VALUTAZIONE DEL CAPITALE NETTO BASATO SUI FLUSSI DI CASSA DISPONIBILI PER GLI AZIONISTI (FCFF MODEL)

Ricordiamo che i flussi di cassa disponibili per gli azionisti sono i flussi di cassa restano dopo il pagamento degli interessi e della quota capitale sui propri debiti e il sostenimento di spese in conto capitale necessarie al mantenimento delle attività in essere e alla creazione di crescita futura.

La versione più generale del modello tramite flussi di cassa disponibili per gli azionisti considera anch'essa due periodi di crescita: un periodo iniziale di crescita elevata seguito da uno caratterizzato da crescita stabile all'infinito

$$P_0 = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCFE_t}{(1+r)^t} + \frac{P_n}{(1+r)^n}$$

in cui:

$FCFE_t$ è il flusso di cassa per azione attesi per l'azionista nell'anno t

r è il tasso di rendimento richiesto dagli azionisti

P_n è il prezzo alla fine dell'anno n

Il modello FCFE, così come per il modello DDM, necessita pertanto di quattro input:

- Durata del periodo di crescita elevata
- Flusso di cassa disponibile per gli azionisti relativo a ciascun anno del periodo di crescita: questo implica la necessità di stimare per il periodo di crescita elevata spese nette in conto capitale, fabbisogno di capitale circolante e combinazione delle fonti di finanziamento.
- Tasso di rendimento che gli azionisti richiederanno per detenere le azioni.
- Infine il prezzo atteso alla fine del periodo di crescita elevata, basato sulle stime del periodo di crescita stabile, dei flussi di cassa disponibili per gli azionisti e del rendimento richiesto alla fine del periodo di crescita elevata.

Il primo ed il terzo input sono gli stessi già analizzati per il modello DDM.

STIMA DEL MODELLO FCFE DURANTE IL PERIODO DI CRESCITA ELEVATA

Quanto detto sulla crescita degli utili nel modello DDM vale anche in questo caso. Così come nel modello DDM modifichiamo il rapporto di distribuzione degli utili nel tempo per riflettere variazioni del tasso di crescita attesa, anche le spese nette in conto capitale e le necessità di capitale circolante dovrebbero modificarsi al variare del tasso di crescita. Un discorso simile può essere fatto a proposito dell'indebitamento. Imprese con un tasso di crescita elevato ed alto rischio in genere non fanno molto ricorso all'indebitamento per finanziare le necessità di investimento; al contrario nel momento in cui diminuisce la crescita tali imprese utilizzano maggiormente il debito; pertanto l'indice di indebitamento è negativamente correlato al tasso di crescita.

LA STIMA DEL VALORE TERMINALE

Anche nel modello del FCFE il prezzo atteso terminale viene stimato a partire dal tasso di crescita stabile e dal rendimento richiesto. La differenza rispetto al modello DDM è il tipo di flusso di cassa utilizzato: i dividendi attesi nel periodo immediatamente successivo a quello di crescita elevata del modello DDM, i flussi FCFE (relativi allo stesso periodo) nel modello FCFE.

$$P_0 = \text{Valore dell'azione}_n = \frac{FCFE_{n+1}}{r - g_n}$$

VALUTAZIONI TRAMITE IL MODELLO FCFE E VALUTAZIONI TRAMITE IL MODELLO DDM: UN CONFRONTO

Esistono due situazioni in cui le stime del valore ottenute con i due modelli saranno identiche:

- la prima è quando i dividendi sono pari al flusso di cassa disponibile agli azionisti.
- La seconda, più sottile, è quando i FCFE sono maggiori dei dividendi e la parte non distribuita (la differenza tra FCFE e dividendi) viene reinvestita in progetti con valore attuale netto pari a zero.

Tuttavia di solito i due modelli forniranno stime diverse del valore. In primo luogo quando i FCFE superano i dividendi e le liquidità eccedenti fruttano tassi di rendimento al di sotto del tasso di mercato o vengono impiegati in progetti con VAN negativo, la stima del valore ottenuto con il modello dei FCFE sarà superiore a quella ottenuta con il modello DDM.

Nei casi in cui i dividendi sono maggiori dei FCFE l'impresa dovrà finanziare la differenza mettendo nuovo debito o capitale netto, il che implica almeno tre conseguenze negative sul valore. Innanzitutto i costi di lancio di tali emissioni sono elevati. In secondo luogo se l'impresa si indebita per pagare dividendi, nel tempo può ritrovarsi sovraindebitata (rispetto al livello ottimale) con conseguente perdita di valore. Infine il pagamento di debiti troppo elevati può portare ad un razionamento del capitale e quindi alla possibilità di dover rinunciare a valide opportunità di investimento.

L'appropriatezza del modello per giudicare se il prezzo di mercato dell'azione è corretto dipenderà dal grado di apertura del mercato del controllo di impresa.

Se esiste una buona probabilità che l'impresa possa essere acquisita o il management sostituito, il prezzo di mercato rifletterà tale probabilità e quindi la possibilità che la politica di dividendi sia modificata; in tal caso la stima del valore ottenuta con il modello FCFE sarà il giusto termine di paragone per il prezzo di mercato.

Quando le probabilità di cambiamento del controllo dell'impresa è minore per via delle sue dimensioni e/o di restrizioni normative o di mercato alle acquisizioni, sarà più opportuno ricorrere al modello DDM.

VALORE ATTUALE DELLE OPPORTUNITA' DI CRESCITA

Per la valutazione del capitale netto e quindi del prezzo delle azioni è sicuramente appropriato quantificare il valore attuale delle opportunità di crescita ovvero il valore attuale di quei flussi futuri aggiuntivi dovuti al reinvestimento dei dividendi non distribuiti.

Ipotizziamo che l'azienda non sia caratterizzata da due fasi di crescita ma solo da una di crescita contenuta. E' possibile dimostrare che:

$$\text{valore del capitale netto} = \frac{FCFE_1}{r} + \text{valore attuale delle opportunità di crescita}$$

Ovvero il valore del capitale netto, e quindi anche di un'azione, corrisponde al valore attuale di una rendita perpetua rappresentata da tutti i dividendi distribuibili e dal valore attuale delle opportunità di crescita generate dal reinvestimento di parte dei flussi ad un tasso g .

Sia π il rapporto di reinvestimento dei flussi l'azienda investirà pertanto $FCFE \times \pi = \text{reinvestimento}$ questa operazione produrrà ogni anno un flusso pari a: $\text{reinvestimento} \times ROE$. A questo punto calcolando il VAN otteniamo:

$$VAN1 = -\text{reinvestimento} + \text{reinvestimento} * \frac{ROE}{r}$$

il secondo termine corrisponde al valore attuale di una rendita perpetua. Nel secondo anno la situazione rimane invariata ad eccezione del fatto che l'impresa investirà il g per cento in più rispetto l'anno precedente, quindi in $t=2$

$$VAN2 = -\text{reinvestimento} * (1 + g) + \text{reinvestimento} * ROE * (1 + g)/r = VAN1(1 + g)$$

Lo stesso accadrebbe nell'anno $t=3$ e in seguito. Utilizzando il modello di Gordon possiamo quantificare:

$$\text{valore attuale delle opportunità di crescita} = \frac{VAN1}{r - g}$$

Si noti che come detto al paragrafo precedente se il valore attuale delle opportunità di crescita è nullo, ovvero il reinvestimento produce un VAN pari a zero, il valore del capitale netto corrisponde a quello calcolato tramite i FCFE.

IL CASO DI IMPRESE CON UTILI NEGATIVI O PARTICOLAMENTE BASSI

In un caso del genere è necessario innanzitutto capire qual è la causa per cui gli utili sono bassi:

- se la causa è una recessione, la soluzione migliore è quella di normalizzare gli utili prendendo gli utili medi nel corso di un intero ciclo economico.
- Se la causa è un costo una tantum la soluzione migliore è quella di stimare gli utili senza considerare tale costo.
- Se la causa è rappresentata da un management inefficiente, ad esempio l'impresa ha una performance mediocre in un settore in cui gli utili sono di norma elevati, per stimare gli

utili normalizzati di impresa si possono utilizzare il ROE medio del settore a cui convergerà l'impresa una volta sostituito il management.

utile netto normalizzato

*= ROE medio di settore * valore contabile attuale del c. netto*

- Se però il valore contabile è diminuito a causa di più utili negativi che si sono susseguiti, per ottenere una stima attendibile degli utili normalizzati e del reddito operativo normalizzato è meglio moltiplicare le medie di settore del margine operativo o del margine netto per i ricavi correnti dell'impresa.
- Se gli utili negativi sono dovuti al fatto che l'impresa opera in un settore nuovo in fase di crescita, la valutazione dei flussi di cassa attualizzati sarà effettuata in base alle aspettative di quali saranno i margini ed i rendimenti del capitale, ROE, quando il settore sarà in uno stadio maturo.

LA VALUTAZIONE DELLE IMPRESE NON QUOTATE

La valutazione delle azioni di un'impresa non quotata risulta essere più complessa rispetto alla valutazione delle azioni di un'impresa quotata, dal momento che:

- l'informazione disponibile è minore in quantità ed in qualità.
- I dati finanziari spesso non rispettano la reale capacità reddituale dell'impresa in quanto possono essere modificati ad esempio per comprimere il carico fiscale.
- Il compenso per l'attività svolta dai proprietari riportato nei bilanci può rappresentare in parte la remunerazione del capitale da essi investito.

La stima dei flussi di cassa è meno precisa a causa della limitata disponibilità dell'informazione, i rendiconti finanziari storici dovranno essere modificati per arrivare al vero utile dell'impresa e bisognerà calcolare un costo opportunità per l'attività svolta dal proprietario.

Un altro problema è la scelta del tasso di attualizzazione che potrebbe dipendere dall'identità del potenziale acquirente dell'attività, se esso è un'impresa quotata, la valutazione va fatta utilizzando i tassi di attualizzazione basati sul rischio di mercato. Ma se è rappresentato da un singolo individuo il cui portafoglio non è completamente diversificato il tasso di attualizzazione dovrà essere maggiore per riflettere il rischio totale dell'attività piuttosto che il rischio di mercato. Ciò significa che a parità di aspettative circa il flusso di cassa un investitore ben diversificato sarà disposto a pagare un prezzo maggiore per l'impresa rispetto ad una non diversificata.

MODELLO DI VALUTAZIONE BASATO SUI FLUSSI DI CASSA DISPONIBILI PER GLI INVESTITORI (FCFF)

Ciò che differenziano i FCFF e FCFE sono principalmente i flussi di cassa associati al debito (pagamenti di interessi e quota capitale sui propri debiti e nuove emissioni di debito) ed altri titoli diversi dalle azioni ordinarie, come i dividendi privilegiati. In genere i FCFF sono superiori ai FCFE.

La versione generale del modello dei FCFF include ancora le due fasi di crescita: una elevata iniziale ed una seconda stabile.

$$\text{Valore dell'impresa}_{a_0} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCFF_t}{(1+r)^t} + \frac{V_n}{(1+r)^n}$$

$$\text{dove } V_n = \frac{FCFF_{n+1}}{r-g_n}$$

in cui:

$FCFF_t$ sono i flussi di cassa per gli investitori attesi per l'anno t.

r è il costo del capitale, che può variare nel tempo al variare del profilo di rischio e della struttura finanziaria. Il costo del capitale viene chiamato wacc, di cui discuteremo in seguito.

V_n è valore atteso dell'impresa alla fine dell'anno n

g_n è il tasso di crescita dopo l'anno n all'infinito

Il modello FCFF utilizza molti input comuni al modello FCFE; esistono però tre differenze fondamentali:

- i FCFF sono al lordo dei flussi di cassa per i creditori e dunque si basano sulla crescita del reddito operativo e non sulla crescita degli utili netti.
- Il tasso di attualizzazione è il costo del capitale e non il costo del capitale netto.
- Il valore attuale dei FCFF fornisce una stima del valore dell'intera impresa, e non soltanto del capitale netto.

Ad ogni modo sostanzialmente il modello FCFF funziona in modo molto simile al modello FCFE. In particolare, ci dovrebbe essere coerenza fra ciò che si assume riguardo a spese nette in conto capitale e capitale circolante e ciò che si assume riguardo al tasso di crescita. Si noti inoltre che nel modello FCFF l'indice di indebitamento non influenza i flussi di cassa ma diviene un determinante del costo del capitale.

CALCOLO DEL VALORE DEL CAPITALE NETTO DAL VALORE DELL'IMPRESA

La differenza principale tra i modelli DDM e FCFE ed il modello FCFF è che quest'ultimo valuta l'intera impresa piuttosto che il capitale netto; tuttavia anche tramite il modello FCFF è possibile ottenere il valore del capitale netto sottraendo al valore dell'impresa il valore di mercato del debito in circolazione (un'operazione, come vedremo proposta da alcuni analisti finanziari). Il vantaggio del metodo FCFF è che i flussi di cassa relativi al debito non devono essere stimati direttamente come nel modello FCFE, in quanto i FCFF sono al lordo del debito. Il vantaggio è ovviamente maggiore nei casi in cui si prevede che l'indice di indebitamento varierà molto nel corso del tempo. Ciononostante anche nel modello FCFF necessitiamo di alcune informazioni riguardanti l'evoluzione degli indici di indebitamento e tassi di interesse, in quanto ci servono per stimare il costo medio ponderato del capitale.

Si noti che il valore del capitale netto ottenuto indirettamente a partire dal valore dell'impresa nel modello FCFF e il valore del capitale netto ottenuto direttamente nei modelli FCFE e DDM saranno identici se:

- le ipotesi effettuate nei due approcci circa la crescita sono coerenti: questo non vuol dire utilizzare lo stesso tasso di crescita, ma può richiedere che il tasso di crescita degli utili sia corretto per riflettere l'effetto dell'indebitamento, questo vale soprattutto per il calcolo del valore finale in cui si ipotizza un tasso di crescita stabile sia per i FCFE che per i FCFF.
- Il prezzo delle obbligazioni è corretto: poiché nel metodo FCFF, il valore del capitale netto viene ottenuto sottraendo dal valore dell'impresa il valore di mercato del debito, nel momento in cui il debito dell'impresa risulta essere sopra o sottovalutato, il valore del

capitale netto ottenuto tramite il modello FCFF risulterà a sua volta inferiore o superiore a quello ottenuto con i modelli FCFE o DDM.

PRESENZA DI TITOLI IBRIDI

Finora abbiamo considerato il caso in cui siano presenti solo i più semplici titoli di azioni ordinarie o di debito. Molte imprese hanno però un numero rilevante di titoli ibridi, quali obbligazioni convertibili, in tali caso per ottenere il valore capitale netto per azione passando dal valore del capitale netto bisogna effettuare i seguenti passaggi:

- valutare i titoli azionari diversi dalle azioni ordinarie.
- Sottrarre dal valore totale del capitale netto il valore dei titoli azionari diversi dalle azioni ordinarie.
- Dividere per il numero delle azioni in circolazione.

LA VALUTAZIONE DELLE LIQUIDITA'

Spesso nelle valutazioni basate sull'attualizzazione dei flussi di cassa è possibile notare che al valore dell'impresa è stato aggiunto il saldo di cassa che l'impresa ha disposizione. Questa operazione comporta però dei rischi che vogliamo sottolineare: se i flussi attualizzati includono gli interessi attivi guadagnati sul saldo di cassa, aggiungere il saldo di cassa al valore stimato dell'impresa vuol dire contarli due volte, pertanto il valore dell'impresa viene sopravvalutato. Inoltre il grado del rischio e quindi il costo del capitale, che aumenta all'aumentare del rischio, sono influenzati dall'entità del saldo di cassa.

E' possibile procedere correttamente nella valutazione soprattutto quando il saldo di cassa costituisce una porzione rilevante del valore dell'impresa (10% o maggiore) valutando le attività non cash dell'impresa attraverso l'attualizzazione dei soli flussi da esse generati ad un costo del capitale relativo solo a tali attività; aggiungendo poi al valore delle attività non cash così calcolato il saldo di cassa, per ottenere il valore totale d'impresa.

LA VALUTAZIONE DI UNA DIVISIONE UTILIZZANDO IL MODELLO FCFF.

Imprese che operano contemporaneamente in diversi settori possono essere valutate tramite la somma del valore di ciascuna divisione, tuttavia il valore così ottenuto può risultare diverso da quello ottenuto effettuando direttamente la valutazione dell'intera impresa. Per valutare l'impresa sulla base delle sue diverse parti bisogna procedere come segue:

- stimare il reddito operativo di ciascuna divisione.
- Stimare i FCFF di ciascuna divisione il che richiede la stima di spese nette in conto capitale e del fabbisogno di capitale circolante.
- Attualizzare questi flussi di cassa, utilizzando il costo del capitale della divisione.

In alcuni casi la somma delle parti può risultare inferiore al valore dell'impresa poiché la somma delle parti non coglie gli effetti positivi delle economie di scala o dei benefici associati ad essere parte di un'entità più grande.

In casi in cui la performance negativa di alcune divisioni è influenzata dalla loro appartenenza all'impresa, o la percezione che gli investitori hanno delle singole divisioni è condizionata negativamente della percezione dell'impresa nel suo insieme, la somma delle parti risulterà superiore al valore dell'impresa. In questi casi operazioni quali cessioni o spin-off potrebbero

essere opportune. Si noti infine che la valutazione per somma delle parti anche con metodi diversi da quello tramite attualizzazione dei flussi di cassa è un metodo molto utilizzato dagli analisti finanziari.

PERCHE' NON VALUTIAMO UN'IMPRESA ATTUALIZZANDO GLI UTILI

Alcuni analisti propongono una valutazione semplicemente attualizzando gli utili. In realtà questo può essere fatto soltanto se si presuppone che non ci sia crescita attesa degli utili. Ciò è dovuto al fatto che la crescita, sia degli utili per azione che del reddito operativo, dipende dal tasso di reinvestimento, se si riattualizzano gli utili si deve presupporre che il tasso di reinvestimento, e quindi il tasso di crescita, siano pari a zero.

DETERMINAZIONE DEL TASSO DI SCONTO

Come abbiamo visto i flussi di cassa che vengono determinati tramite l'uso prospettico del rendiconto finanziario devono essere scontati ad un determinato tasso. Di seguito ci proponiamo pertanto di approfondire questo aspetto.

Questo tasso deve esprimere la misura del valore finanziario del tempo, la misura della rettifica da apportare ai flussi monetari attesi in funzione del rischio dell'investimento.

Possiamo identificare per il momento questo tasso con il costo opportunità del capitale, il quale può essere considerato sotto due diversi punti di vista: il primo è il punto di vista dell'investitore che ritiene il costo opportunità del capitale come il tasso minimo che l'operazione deve rendere affinché non diventi conveniente investire in altri progetti a parità di rischiosità.

Dal punto di vista del manager finanziario il costo opportunità del capitale è visto come il tasso di rendimento minimo che deve garantire agli investitori, quindi un costo, affinché essi gli garantiscano le risorse necessarie al completamento del progetto.

Possiamo inoltre distinguere due tipologie di investitori: i sottoscrittori di capitale di debito che richiedono un certo tasso k_d che rappresenta per tanto il costo del capitale di debito (D) e gli azionisti cioè, i sottoscrittori di capitale di rischio, il cui costo viene indicato con k_e .

Parliamo di costo medio ponderato del capitale (Weighted Average Cost of Capital, wacc) come costo del capitale ponderato per il peso del debito e il peso del capitale proprio tra le fonti di finanziamento.

Utilizzeremo inoltre k_e per scontare i flussi di cassa netti (FCFE), il wacc per scontare i flussi di cassa operativi (FCFF o FCFO). Si noti che i pesi vanno considerati a valori di mercato del debito e del capitale netto non a valori contabili.

RELAZIONE TRA STRUTTURA FINANZIARIA E TASSI

Poiché la remunerazione del capitale proprio è subordinata alla remunerazione del capitale di debito, a parità di flussi operativi (FCFF o FCFO) un incremento del debito si riflette nei flussi disponibili agli azionisti (FCFE).

Pertanto possiamo dire che il rischio dell'iniziativa è funzione del rapporto di indebitamento.

Per capire ciò possiamo fare un parallelo con la formula della leva finanziaria a valori contabili

$$ROE = ROI + (ROI - i) \frac{D}{E}$$

La redditività del capitale netto è amplificata dal rapporto di indebitamento se lo spread è positivo mentre è dissipata dall'indebitamento se lo spread è negativo. Inoltre il rapporto D/E provoca una maggiore variabilità del ROE per differenti valori del ROI quindi un maggiore rischio, in una accezione non per forza negativa. Il ROE può essere visto come il costo del capitale netto a valori contabili.

LEGGE DI CONSERVAZIONE DEL VALORE

La legge di conservazione del valore si rifà alla proposizione I di Modigliani Miller (M&M) e dice che in assenza di imposte il valore di un'impresa non dipende dalla sua struttura finanziaria bensì soltanto dai flussi operativi che è in grado di generare. Non è importante come viene raccolto il capitale netto, se con azioni privilegiate od ordinarie o con una loro combinazione. Lo stesso concetto può essere applicato alle forme di debito utilizzate.

Ciò vuol dire che le variazioni di rapporto di indebitamento non hanno effetti sul costo del capitale.

Ipotizziamo due imprese A ed B che generano lo stesso flusso di reddito operativo ma con diverse strutture finanziarie. L'impresa A non ha debito quindi $E_a = V_a$, mentre per B: $E_b = V_b - D_b$ (E=equity, V=valore totale, D=debito).

Ora se investiamo nell'azienda A 0.01 V_a abbiamo diritto a ricevere l'1% dei suoi profitti.

Acquistando la stessa quota di B sia di debito che di capitale otteniamo che l'investimento è $0.01D_b + 0.01E_b = 0.01(D_b + E_b) = 0.01V_b$ e che il rendimento sarà:

$0.01(\text{interessi}) + 0.01(\text{profitti} - \text{interessi}) = 0.01(\text{profitti})$.

In un mercato efficiente (privo di opportunità di arbitraggio) due investimenti che offrono lo stesso risultato devono avere anche lo stesso costo.

Se decidessimo di comprare l'1% delle azioni in circolazione dell'impresa che usa il debito avremmo il seguente investimento e risultato: $0.01E_b = 0.01(V_b - D_b)$ il risultato sarà: $0.01(\text{profitti} - \text{interessi})$, oppure potremmo prendere il $0.01D_b$ a titolo personale da investire in A ottenendo come risultato $0.01\text{profitti} - 0.01\text{interessi}$ insomma si ottiene lo stesso risultato, pertanto gli investimenti dovranno avere lo stesso costo. Ecco su cosa si basa la famosa tesi di M&M: "il valore di mercato di qualsiasi impresa è indipendente dalla sua struttura finanziaria".

Poiché abbiamo detto che il tasso di attualizzazione per i flussi operativi FCFF è il wacc esso in virtù della legge di conservazione del valore sarà uguale al costo del capitale in assenza di debito, indichiamo l'assenza di debito con u (*unlevered*). Ciò significa che:

$$wacc = k_{eu}$$

Ora conoscendo la formula del wacc possiamo trovare il legame che intercorre tra k_e che essendo considerato in presenza di debito indicheremo come k_{el} (l sta per *levered*).

Pertanto poiché:

$$wacc = k_{eu} = k_{el} \frac{E}{D+E} + k_d \frac{D}{D+E} \quad \text{da cui segue:}$$

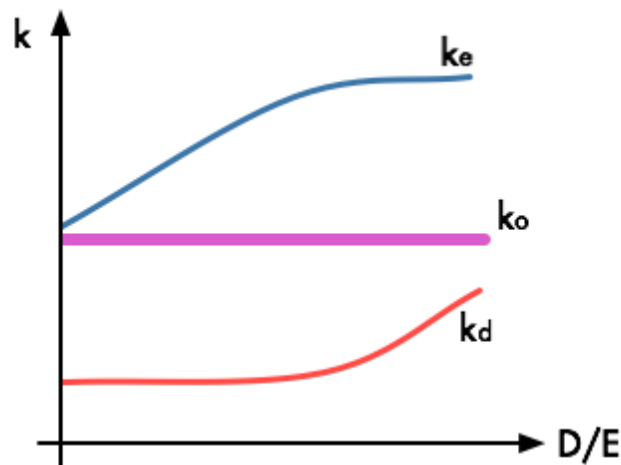
$$k_{el} = k_{eu} + (k_{eu} - k_d) D/E$$

Quindi in assenza di tassazione il costo del capitale in presenza di indebitamento sarebbe conseguenza diretta del rapporto di indebitamento.

Si noti inoltre l'analogia tra le relazioni

$$ROE = ROI + (ROI - i) \frac{D}{E} \qquad k_{el} = k_{eu} + (k_{eu} - k_d) D/E$$

la prima si tratta di tassi a valori contabili la seconda di tassi attesi dagli investitori. Si noti che la seconda relazione corrisponde alla seconda proposizione di Modigliani Miller. Dalla seconda relazione può essere derivato che l'aumento della redditività attesa provocato dall'effetto di leva viene controbilanciato perfettamente dall'incremento del tasso di rendimento richiesto. Ciò significa che un aumento di D provoca una diminuzione del peso del capitale netto che però è compensata da un aumento di k_{el} ovvero del rendimento che gli azionisti richiedono in seguito all'aumento di rischio che ne consegue. Pertanto l'effetto *leverage* non crea né distrugge valore.



Si noti che la seconda proposizione di M&M dice che all'aumento del rapporto D/E (ascisse) corrisponde un aumento del costo del capitale netto per un'impresa indebitata. Le funzioni di k_{el} e k_d sono una curva poiché nella realtà all'aumentare dell'indebitamento il rischio di fallimento aumenta e pertanto la società dovrà pagare tassi di interesse maggiori poiché i creditori si assumono parte del rischio operativo e gli azionisti si liberano di una parte di questo rischio.

ALCUNI COMMENTI SULLA LEGGE DI CONSERVAZIONE DEL VALORE

Il fatto che la struttura finanziaria non influenzi il valore dell'impresa non convince alcuni studiosi nel caso di rapporto di indebitamento molto elevato o molto basso. Ad esempio un piccolo incremento dell'indebitamento non modifica il tasso di rendimento richiesto dagli azionisti. Pertanto un aumento dell'indebitamento non sarebbe compensato da un aumento di k_{el} il che porterebbe ad una diminuzione del wacc e conseguentemente ad aumento del valore. Invece ad incrementi molto alti del rapporto D/E dovrebbe corrispondere un aumento più che lineare di k_{el} poiché l'indebitamento molto alto porterebbe a conseguenze quali l'indebolimento della posizione competitiva fino all'insolvenza. Ciò comporterebbe un aumento del wacc e pertanto una

distruzione del valore. Solitamente però la relazione che intercorre tra k_{el} e il rapporto D/E viene considerata lineare; vengono invece valutati separatamente i costi di fallimento o di perdita di posizione competitiva.

BENEFICI FISCALI LEGATI ALL'INDEBITAMENTO

Introduciamo a questo punto le imposte

Sia:

k_d = costo del debito, o semplicemente tasso di interesse pagato dall'impresa

RN = Risultato netto

RO = Risultato operativo

D = indebitamento

E = capitale netto

t_c = aliquota dell'imposto sul reddito della società

I flussi riferibili al debito possono essere così determinati:

flusso del debito: $D * k_d$

flusso dell'*equity*: $RN = (RO - D * k_d) * (1 - t_c) = RO(1 - t_c) - D * k_d + (D * k_d) * t_c$
risultato operativo al netto di imposte ed interessi + beneficio fiscale per la deducibilità degli interessi.

La somma dei flussi spettanti sia ai conferenti di capitale di debito che di capitale di rischio deve corrispondere al flusso complessivo generato dagli asset.

Flusso generato dagli asset = $D * k_d + (RO - D * k_d) * (1 - t_c) = RO * (1 - t_c) + D * k_d * t_c$

Pertanto la deducibilità fiscale degli interessi provoca un aumento di $D * k_d * t_c$ del flusso complessivo.

Di conseguenza il valore complessivo spettante ai conferenti di capitale dovrà aumentare in funzione del valore attuale dei risparmi d'imposta dovuti alla possibilità di dedurre dal reddito imponibile interessi passivi.

RETTIFICA DEL COSTO MEDIO PONDERATO DEL CAPITALE

Il nuovo wacc in presenza di imposte sarà:

$$wacc = k_{el} \frac{E}{D+E} + k_d \frac{D}{D+E} (1 - t_c) = k_{el} \frac{E}{D+E} + k_d \frac{D}{D+E} - k_d \frac{D}{D+E} t_c$$

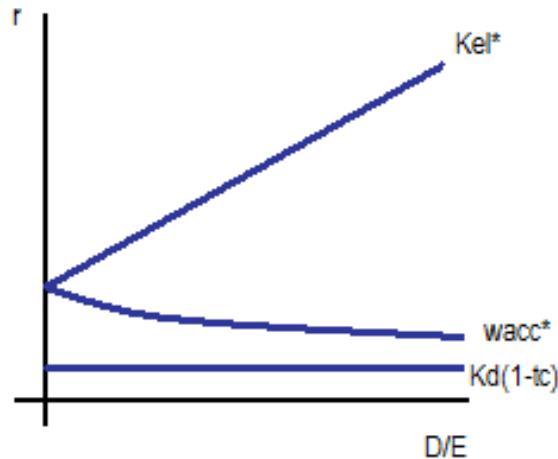
L'ultimo elemento della formula mette in evidenza il vantaggio dovuto alla deducibilità fiscale.

Inoltre dato che in assenza di benefici fiscali wacc è costante ed è pari a k_{eu} , possiamo ottenerne il costo medio ponderato del capitale anche attraverso la formula seguente più compatta.

$$wacc = k_{eu} (1 - t_c * D / (D + E))$$

La formula per il calcolo di k_{el} diverrà: $k_{el} = k_{eu} + (k_{eu} - k_d) \frac{D}{E} (1 - t_c)$

Si può pertanto capire che indebitarsi diviene conveniente e che all'aumentare del rapporto D/E di indebitamento il wacc diminuisce.



Inoltre in un grafico (r,D/E) si avrà che la pendenza della retta k_{el} con benefici fiscali sarà inferiore rispetto alla pendenza della retta k_{el} senza benefici fiscali, infatti il coefficiente angolare della retta k_{el} espressa in funzione di D/E è $(k_{eu} - k_d)(1 - t_c)$

ALTERNATIVA: PROCEDIMENTO BASATO SULLA RETTIFICA DEL VALORE UNLEVERED (PROCEDIMENTO DISAGGREGATO)

Questo procedimento viene svolto valutando separatamente i benefici fiscali dovuti alla deducibilità degli interessi passivi e sommandoli al valore unlevered.

Ovvero:

valore dell'impresa levered = valore dell'impresa unlevered + valore dei benefici fiscali

il valore dei benefici fiscali è :

$$W_{TS} = \sum_{t=1}^T \frac{D * k_d * t_c}{(1 + k_{TS})^t}$$

Nel caso in cui il debito rimanga costante nel tempo possiamo vedere i benefici fiscali come una rendita perpetua; pertanto dalla formula delle rendite perpetue (valore attuale = flusso/tasso di rendimento) il valore attuale dei benefici fiscali diviene:

$$W_{TS} = \frac{D * k_d * t_c}{k_{TS}}$$

In genere k_{TS} viene considerato uguale a k_d

Quindi:

$$W_{TS} = D * t_c$$

Si noti che spesso viene assunto che $k_{TS} = k_d$ e pertanto il valore attuale dei benefici fiscali diventerebbe: semplificando:

$$W_{TS} = D * t_c$$

questo metodo viene talvolta chiamato Adjusted Present Value (APJ).

CONSIDERAZIONI SUL METODO DISAGGREGATO E SUL METODO DI VALUTAZIONE CON IL WACC

Alcuni studiosi ritengono che il metodo aggregato è più idoneo alla valutazione di investimenti mentre il metodo disaggregato è migliore nella valutazione d'azienda. Ciò poiché il metodo aggregato non consente di mettere in evidenza il valore complessivo dei risparmi fiscali sugli oneri finanziari. In secondo luogo il calcolo del wacc presuppone che il rapporto D/E rimanga costante nel tempo il che non è appropriato nella valutazione di un'azienda che invece nel tempo cambia facilmente questo rapporto, quest'ultimo problema può essere superato ricalcolando di anno in anno il wacc in funzione del nuovo valore del rapporto di indebitamento.

VALUTAZIONI SVILUPPATE SU PARAMETRI REALI

Si noti che i parametri fin qui utilizzati sono in termini nominali, il che vuol dire che i tassi incorporano una componente attribuibile all'inflazione.

Utilizzando la formula di Fisher:

$$\text{tasso reale} = \frac{1 + \text{tasso nominale}}{1 + \text{variazione attesa dei prezzi}} - 1$$

possiamo trovare i tassi k_{eu} k_{el} k_d reali.

Come avevamo specificato all'inizio del capitolo talvolta è meglio valutare tramite i flussi di cassa reali scontati ad un tasso reali.

Si noti poi che l'inflazione ha l'effetto di aumentare i benefici fiscali.

ALCUNE CONSIDERAZIONI SULL'USO DEL WACC

Il problema principale del wacc, qualunque delle formule sopra riportate si usino, è che il rapporto di indebitamento può non rimanere costante nel tempo.

Nella realtà infatti le operazioni di acquisizione prevedono quasi sempre indebitamento, le imprese che generano flussi di cassa cercano di diminuire il debito, in caso di ridimensionamento del valore dell'impresa il debito non tende a diminuire.

La formula del wacc invece non si preoccupa di questi aspetti reali.

Il wacc è finora un concetto ampiamente usato nelle valutazioni sia di investimento che aziendali. Gli aspetti positivi di questo tasso nelle operazioni di capital budgeting sono senz'altro:

- esso rappresenta uno strumento di facile interpretazione per cogliere gli effetti del debito sul valore di un'iniziativa di investimento.
- Grazie al wacc è stato compreso che ai fini della stima del rendimento per valutare la validità economica di un progetto non è corretto basarsi alle specifiche operazioni di raccolta realizzate per il suo finanziamento, bensì ad un mix di debito ed equity che il management giudica idoneo in una prospettiva di lungo termine.

Affinché il wacc possa essere ritenuto valido devono essere rispettati due requisiti:

- Il rapporto di indebitamento deve essere definito non sulla base dei valori di bilancio del capitale netto, bensì sulla base del suo valore economico.
- Il rapporto di capitale netto e debito che viene posto come obiettivo di lungo termine deve essere realistico. Un'azienda che non ha problemi di liquidità non ha senso che calcoli un wacc con un elevato capitale di indebitamento.

Finora però abbiamo considerato alcuni aspetti del wacc utilizzato per fini di capital budgeting.

La valutazione di impresa è un'altra cosa, anche se generalmente è considerata un caso particolare di valutazione di un investimento. Le differenze possono essere elencate:

- La valutazione di un'impresa si basa su periodo temporale molto più esteso rispetto ad un progetto di investimento e ciò provoca delle approssimazioni nella stima del rapporto di indebitamento e per il calcolo del wacc.
- L'indebitamento dell'impresa valutata può modificarsi sensibilmente nel periodo temporale considerato.
- L'impresa a differenza di un investimento ha di solito sempre un certo tasso di crescita di cui è giusto tener conto.
- Nella valutazione di un'impresa il valore dei benefici fiscali è sicuramente significativo.

Pertanto si può capire che nella valutazione di un'impresa il wacc può portare ad errori rilevanti di stima ed in secondo luogo stimando il wacc perdiamo alcune importanti informazioni, in particolare le componenti del valore complessivo dovute all'attività operativa e quelle dovute ai benefici fiscali, cosa che invece il metodo disaggregato permette di ottenere.

Ciononostante il metodo tramite l'uso del wacc è tutt'ora molto usato nelle operazioni di valutazione di impresa proprio per la sua capacità di sintesi.

COSTO DEL CAPITALE NETTO

Tutte le formule fin qui analizzate si basano sul costo opportunità del capitale in particolare per un'impresa senza debiti ovvero k_{eu} e sul costo del debito k_d . Il primo misura il rendimento accettabile per gli investitori nell'equity di un'impresa priva di debiti in considerazione del rischio assunto per scontare i flussi di cassa nella configurazione FCFO.

In particolar modo nel caso del calcolo del costo capitale netto, ma anche in quello di debito, è necessario introdurre il concetto di rischio che anche se può assumere dal punto di vista psicologico un significato negativo, in finanza il rischio viene associato piuttosto ad un'idea di variabilità dei risultati.

Le tipiche situazioni di rischio che possono fare da sfondo ad una valutazione sono:

- situazioni in cui i risultati di un'impresa o di un'iniziativa dipendono prevalentemente dall'andamento di alcuni parametri macroeconomici (PIL, consumo delle famiglie) e di

mercato, ad esempio settori quali quello edile o siderurgico sono più sensibili a fasi favorevoli o sfavorevoli del ciclo congiunturale rispetto a settori quali quello farmaceutico;

- situazioni in cui prevale l'incertezza riferibile al successo di iniziative di carattere innovativo, pertanto si può pensare alla qualità del business plan ed alle possibilità di sostanziali deviazioni dal business plan stesso. Una situazione tipica delle start-up;
- situazioni in cui alcuni fattori specifici d'azienda possono aumentare il rischio dell'investimento, è il caso delle aziende medio piccole interessate da fenomeni di crisi quando l'imprenditore di riferimento viene meno, o aziende con un numero limitato di clienti a cui è legato gran parte del fatturato.

Si noti infine che una buona organizzazione aziendale può diminuire notevolmente l'esposizione al rischio, vale a dire l'importanza delle ripercussioni di un determinato evento sui risultati di un'impresa.

METODI DI STIMA DEL COSTO DEL CAPITALE NETTO

Verranno ora presentati alcuni metodi di stima del costo del capitale netto, prima di tutto è bene precisare che la quantificazione del costo del capitale è sempre una stima, mai una quantificazione oggettiva.

Il metodo di stima non è unico e dipende dal tipo di cultura prevalente nell'ambito di una categoria professionale.

Gli approcci fondamentali per la stima del costo del capitale sono:

- l'impiego di serie storiche di rendimenti realizzati nel passato
- I modelli di *pricing* del rischio in funzione della sensibilità dei risultati di un settore o di un'impresa al mutare del contesto di mercato o ad altri fattori di rischio (i cosiddetti modelli rischio rendimento)

Rendimenti azionari

Gli elementi che compongono un rendimento azionario sono: i dividendi, il prezzo iniziale, il prezzo finale.

Quindi

$$r_t = \frac{P_t - P_{t-1} + DIV_t}{P_{t-1}}$$

Dove r_t è il rendimento del titolo nel periodo t

DIV_t è il dividendo incassato nel periodo

P_t e P_{t-1} sono le quotazioni del titolo all'inizio ed alla fine del periodo t.

Approccio basato sui rendimenti del passato

Vogliamo calcolare k_e utilizzando i rendimenti storici, ciò è sensato sotto due ipotesi generali:

- I rendimenti ex post devono essere una approssimazione accettabile dei rendimenti desiderati dagli investitori.
- il rischio del business deve rimanere uniforme, ovvero che non emergano nuovi fattori in grado di accentuare la variabilità dei risultati osservati in passato.

A questo punto risulta necessario usare uno stimatore quale la media dei rendimenti passati. La media geometrica risulta essere un indicatore appropriato per la stima della performance di un impiego in un certo arco di tempo passato; la media geometrica è infatti il tasso di rendimento composto che rende uguale il valore iniziale e finale dell'investimento. Per contro in un contesto *random walk*, ovvero totalmente casuale, quale è quello tipicamente dei rendimenti di titoli finanziari, la migliore misura è la media aritmetica in quanto è un indicatore dei rendimenti ottenuti nei singoli periodi unitari che formano il periodo di riferimento dell'analisi. La differenza sostanziale tra i due approcci consiste nel fatto che l'uso della media aritmetica implica l'indipendenza dei rendimenti nel tempo mentre la media geometrica implica che il trend osservato sia la migliore stima dei rendimenti nel futuro, insomma che ci sia autocorrelazione tra i rendimenti. Sebbene i rendimenti dovrebbero seguire un processo *random walk*, alcuni testi quale quello di Massari concludono che l'evidenza empirica dimostra che l'autocorrelazione tra i rendimenti è diversa da zero e pertanto propongono l'uso di una media geometrica. La scelta del periodo di riferimento non dovrebbe destare particolari problemi, in quanto più è esteso il periodo tanto migliore dovrebbe risultare la stima, infatti periodi brevi potrebbero essere influenzati da periodi particolari di crescita che hanno caratterizzato l'impresa o il settore, o da una fase ciclica di Borsa a cui le statistiche si riferiscono.

Rendimenti reali

Al fine del calcolo del costo del capitale è possibile calcolare i rendimenti reali ovvero i rendimenti al netto degli effetti dell'inflazione. Pertanto utilizzando ancora la formula di Fisher è possibile trovare:

$$r_{reale} = \frac{(1 + r_{nominale})}{1 + \text{tasso di inflazione}} - 1$$

EFFETTO LEVERAGE

In genere i tassi di rendimento osservabili si riferiscono ad imprese indebitate: si tratta pertanto di tassi *levered*. Se il nostro obiettivo è la ricerca di k_{eu} , si dovrà procedere ad alcuni aggiustamenti. In presenza di benefici fiscali, la rettifica volta ad ottenere tassi unlevered può essere effettuata attraverso la formula seguente, che si basa sul principio che il valore di un'impresa *levered* è pari alla somma del valore della stessa in assenza di indebitamento (W_U) e del valore degli scudi fiscali (W_{TS}).

$$k_{eu} = k_{el} \frac{E}{E + D(1 - t_c)} + k_d(1 - t_c) \frac{D}{E + D(1 - t_c)}$$

In questa equazione k_{el} rappresenta esattamente il rendimento osservato sul mercato che, per ragioni precisate rappresenta il costo opportunità del capitale di rischio per un'impresa indebitata. L'equazione può essere meglio interpretata osservando che al denominatore dei due termini che esprimono i pesi del debito e dell'equity appare il valore complessivo dell'impresa (D+E) depurato del valore attuale dei benefici fiscali legati alla deducibilità degli interessi passivi. Si ottiene così l'effetto di esprimere il costo del capitale netto tenendo conto della rettifica del tasso in funzione degli scudi fiscali.

L'equazione si basa sull'ipotesi che tutti i flussi siano rendite perpetue e che gli scudi fiscali siano attualizzati al tasso k_d . Dunque le rettifiche volte a neutralizzare l'effetto leva sono sempre approssimate e si fondano su ipotesi difficilmente verificabili.

Nota k_{eu} potranno essere calcolati i tassi k_{el} e wacc coerenti con il rapporto di struttura finanziaria dell'iniziativa oggetto di valutazione, utilizzando le formule:

$$wacc = k_{el} \frac{E}{D+E} + k_d \frac{D}{D+E} (1 - t_c) \quad k_{el} = k_{eu} + (k_{eu} - k_d) \frac{D}{E} (1 - t_c)$$

MODELLI BASATI SULLA SENSIBILITA' A FATTORI DI RISCHIO

Un'altro approccio che può essere utilizzato ai fini della stima del costo- opportunità del capitale si basa sull'individuazione di misure in grado di cogliere la reazione del valore di un'impresa al variare di uno o più fattori di rischio. A questo scopo possono essere utilizzati modelli quali il Capital Asset Pricing Model o l'Arbitrage Pricing Theory.

Il Capital Asset Pricing Model (CAPM)

Il CAPM si fonda sul presupposto che gli investitori realizzino un'efficace diversificazione di portafoglio e ciò consenta di neutralizzare la parte del rischio specifico dei singoli investimenti. Solo la parte di rischio che non può essere eliminata attraverso la diversificazione dovrà essere remunerata e quindi è rilevante ai fini della stima di k_e .

La relazione alla base del CAPM è:

$$E(R_i - R_f) = \beta_i E(R_m - R_f)$$

Dove R_i è il rendimento del singolo titolo, R_f è il rendimento di un titolo senza rischio, R_m è il rendimento del "portafoglio" di tutti i rendimenti del mercato, β_i è una misura di sensibilità del titolo all'andamento del mercato.

L'equazione pertanto indica che il premio al rischio del singolo titolo è proporzionale secondo un coefficiente beta al premio al rischio dell'intero mercato.

Dal momento che il rendimento di un titolo R_i è riferito quasi sempre a società indebitate possiamo dire che $R_i = k_{el}$

LA STIMA DI BETA

Si noti che il coefficiente beta per il titolo j è individuabile come $\beta_j = \frac{cov(R_j, R_m)}{var(R_m)}$.

Si può capire che attraverso un modello OLS (minimi quadrati ordinari) è possibile calcolare in modo appropriato il beta del titolo, ovvero attraverso una regressione dove il vettore dei rendimenti del passato del titolo rappresenta la variabile dipendente, mentre i rendimenti del portafoglio di mercato rappresentano il vettore delle esplicative, ottenendo una stima detta *regression beta*.

BETA DI SETTORE

Gli errori di stima del costo del capitale possono essere limitati considerando dati che si riferiscono ad un campione di società confrontabili, ovvero calcoliamo beta medi che si riferiscono ad un campione di titoli di società appartenenti al medesimo settore. È pertanto fondamentale che venga rispettata l'omogeneità del settore, cioè la similarità dei modelli di business, delle dimensioni e della redditività delle imprese appartenenti al campione con cui si vuole stimare il beta.

LIMITI DEL REGRESSION BETA

- Il *regression beta* non tiene conto del rischio della situazione corrente, come la situazione finanziaria che potrebbe essere peggiorata negli ultimi anni; infatti nel calcolo del *regression beta* si usano periodi abbastanza lunghi ad esempio 10 anni.
- In secondo luogo possiamo non poter accedere alla serie storica dei prezzi in quanto l'azienda non è quotata.

BOTTOM UP BETA

Questo problema viene superato grazie al *bottom up* beta.

Il *bottom up* beta ha senso nel momento in cui conosciamo le determinanti del beta:

- Il tipo di attività dell'impresa: ci sono aziende che operano in settori ciclici, ovvero in settori che risentono degli andamenti dell'economia. Per capire se un settore è ciclico si analizza la discrezionalità delle vendite: più il prodotto venduto dal settore è discrezionale, ovvero l'acquisto è rimandato a periodi di maggior crescita economica, più il settore è ciclico (ad esempio le automobili).
- Il rapporto di leva operativa: costi fissi/costi totali. I costi fissi sono quelli che non variano al variare della quantità prodotta. Le aziende con alti costi fissi sono aziende ad elevata leva operativa, e quindi meno flessibili e più esposte a possibili recessioni.
- La leva finanziaria: più un'azienda si indebita, più ha un ROE crescente, finché lo spread è maggiore di zero ovvero $ROI > \text{oneri finanziari}$.

Il calcolo del beta con il sistema *bottom up* si ottiene nel seguente modo:

$$\beta_L = \beta_U(1 + (1 - t_c) D/E)$$

Dove D/E è il rapporto debito equity all'istante di valutazione. Ovvero abbiamo "aggiornato" l'effetto della struttura finanziaria e quindi che esprime il rischio finanziario.

β_U è il beta in assenza di indebitamento

t_c è l'aliquota di imposta

Il beta *unlevered* β_U può essere associato al rischio operativo. Per ottenerlo dobbiamo rifarci al *regression beta*. Infatti:

$$\beta_U = \beta_{attuale} / (1 + (1 - t_c) \overline{D/E})$$

Il $\beta_{attuale}$ può essere visto come il coefficiente di regressione ottenuto dai rendimenti degli ultimi dieci anni, pertanto sarà determinato anche dal rapporto $\overline{D/E}$ di un periodo relativamente lungo.

Il β_U non tiene conto della struttura finanziaria.

CALCOLO DEL BETA BOTTOM UP

1. Si calcola il beta attuale con la regressione. Se la società è quotata si utilizza la serie storica dei rendimenti. Se non è quotata si utilizza il beta medio di settore. Ad esempio se il settore analizzato è quello dell'occhiale, allora possiamo prendere a riferimento un beta medio tra quello della Safilo e quello di Luxottica.
2. Dal beta attuale otteniamo il beta *unlevered* dalla seconda formula descritta nel paragrafo precedente.
3. Dal beta *unlevered* ottengo il beta *levered* dalla prima formula descritta nel paragrafo precedente.

Si noti che se l'azienda invece ha avuto un rapporto di struttura finanziaria costante in periodo relativamente lungo allora il *regression beta* e il *bottom up beta* non risultano molto diversi fra loro.

Una volta calcolato il beta si può utilizzare la formula del CAPM. Otteniamo così il rendimento atteso dell'investimento di una determinata azienda.

I VANTAGGI DEL BOTTOM UP BETA

Possiamo a questo punto capire quali sono i vantaggi della stima del beta con il metodo *bottom up*.

- Tiene conto del rapporto attuale D/E
- Permette di valutare aziende non quotate
- Permette di valutare aziende multi settore dove ogni settore ha un proprio rischio.

BETA PER UN'IMPRESA MULTISETTORE.

I beta delle diverse attività possono fornire il beta complessivo. Infatti il beta complessivo è il beta medio ponderato dei beta dei segmenti. Se ad esempio ci riferiamo ad un gruppo si dovrà assegnare una percentuale di peso per ogni sottoazienda. Se invece l'azienda è unica si può far riferimento alla provenienza in percentuale per settore del risultato operativo.

COSTO DEL DEBITO

Il costo del debito k_d esprime il costo corrente dei fondi raccolti con vincolo di debito dall'impresa. k_d deve essere considerato con un valore stimato in prospettiva futura, poiché il valore di un'azienda o un progetto è funzione dei flussi che sarà in grado di generare e tali flussi devono essere scontati ad un tasso che esprima il rendimento dovuto ai sottoscrittori di capitale di debito per l'intero lasso temporale assunto per la stima dei flussi.

Le passività che vanno considerate sono generalmente quelle finanziarie, le quali fruttano interessi. Si noti che talvolta anche le passività operative possono prevedere il pagamento di interessi, che però vanno classificati tra i costi operativi.

Il periodo di valutazione e quindi di proiezione dei flussi è solitamente esteso o talvolta infinito, pertanto k_d dovrà essere considerato in un'ottica di lungo termine anche se l'azienda tende ad accedere a finanziamenti a breve termine.

Vogliamo a questo punto determinare il costo del debito, esso dipende dalle seguenti variabili:

1. il livello attuale dei tassi di interesse: un aumento dei tassi provoca un aumento del costo di indebitamento per le aziende.
2. Il rischio di insolvenza della società: il quale più aumenta, più costoso diviene l'accesso al debito. Il rischio di insolvenza viene determinato di solito ricorrendo al rating obbligazionario dell'impresa. Se non esiste un rating si può ricorrere al tasso recentemente pagato dall'azienda per ottenere dei finanziamenti per capire il grado di rischio di insolvenza dell'azienda stessa.
3. Un tasso base che esprime il rendimento dei finanziamenti a lungo termine senza rischio, un esempio classico di questo tipo di finanziamenti sono i titoli di Stato che i finanziatori assumeranno come riferimento o costo opportunità. Se invece i finanziatori sono rappresentati da intermediari questo tasso base può essere rappresentato da un parametro finanziario che misura un tasso medio di raccolta o un tasso medio di impiego che comprende i costi di ricarico.

Di solito i rating di un'impresa non sono disponibili e il debito non è neppure collocato nel mercato. Si deve pertanto procedere con una maggiore approssimazione. Una soluzione può essere riferirsi ad una classe di rating consona all'impresa da valutare, basandosi sui criteri generalmente adottati per la pubblicazione dei rating. I criteri generalmente sono:

- dimensione dell'azienda;
- il rapporto di indebitamento;
- il rapporto di copertura delle immobilizzazioni, di equity e debiti a lungo termine
- il rendimento del capitale investito aggiustato in funzione del rischio.

Si noti infine che un'azienda che riporti a bilancio debiti contratti quando i tassi di interesse erano bassi non può sostenere che essa possieda un basso costo del debito se il livello generale dei tassi di interesse o il suo rischio è nel frattempo aumentato.

Costo per tipologia di indebitamento:

Per stimare k_d bisogna anzitutto individuare la combinazione delle principali forme di indebitamento alle quali l'impresa intende fare ricorso. Di solito, a meno che non siano vigenti specifiche formule di finanziamento, si può ragionare in termini generali anche perché i costi delle diverse fonti di finanziamento tendono a convergere in una prospettiva di lungo termine.

Debiti ed obbligazioni a lungo termine.

Il costo del debito a lungo termine rappresenta il parametro base per la stima dei costi delle altre forme di debito più complesse.

Debiti a tasso variabile

E' possibile esprimere i tassi a lungo come medie geometriche dei tassi a breve attesi. Pertanto anche se un'impresa che si finanzia sistematicamente a breve, quindi a tasso variabile, il tasso a lungo termine deve rappresentare una buona stima di k_d .

Debiti in valuta

In linea di principio il costo dell'indebitamento in valuta corrisponde al costo relativo al servizio del debito misurato in moneta nazionale. Dunque k_d dovrebbe essere stimato avendo riguardo all'evoluzione attesa del rapporto di cambio delle valute oggetto delle analisi. Tuttavia è possibile semplificare il procedimento accettando la teoria della parità dei tassi di interesse sui mercati internazionali che postula che l'eventuale differenziale di tassi di interesse risulta compensato da un differenziale di segno opposto nel livello dei tassi di cambio. Pertanto è lecito assumere che il costo dell'indebitamento in valuta sia abbastanza simile al costo dell'indebitamento a lungo termine nel mercato nazionale.

Leasing

Poiché i contratti di leasing comportano l'obbligo di pagamento di una serie di somme possono essere considerati come forme di indebitamento. In pratica è possibile assumere che il costo del servizio di leasing sia pari al costo di indebitamento a medio lungo termine per l'impresa.

COSTO DELLE AZIONI PRIVILEGIATE

Le azioni privilegiate condividono alcune caratteristiche del debito: il dividendo pagato sulle azioni privilegiate viene fissato prima dell'emissione e ha diritto di priorità sul dividendo delle azioni ordinarie, ed ha alcune caratteristiche del capitale netto. Assimilando l'azione privilegiata ad una rendita perpetua il costo può essere calcolato come:

$$k_{ps} = \text{Dividendo dell'azione privilegiata} / \text{prezzo di mercato dell'azione privilegiata}$$

Questo approccio ipotizza che il dividendo sia costante nel tempo. Un azione privilegiata è meno rischiosa di un'azione ordinaria ma comunque più rischiosa rispetto ad un'obbligazione. Di conseguenza essa dovrebbe avere un costo maggiore rispetto al debito ma minore rispetto al capitale netto.

IL COSTO DI ALTRI TITOLI IBRIDI

I titoli ibridi condividono alcune caratteristiche sia del debito che del capitale netto. Tra esse possono essere citate le obbligazioni convertibili.

E' opportuno non calcolare direttamente il costo di questi titoli bensì suddividerli nelle rispettive componenti di capitale netto e debito e trattarle separatamente.

Consideriamo ad esempio le obbligazioni convertibili, esse costituiscono infatti una forma ibrida di finanziamento poiché l'indebitamento può essere trasformato in capitale di rischio se i sottoscrittori esercitano il diritto di conversione. Pertanto questo tipo di obbligazione può essere scomposta in due titoli:

- Un'obbligazione pura.
- Una facoltà di trasformare in azioni l'investimento originario, sulla base di un predeterminato prezzo di conversione ad una certa data.

- QUANTIFICAZIONE DELLE COMPONENTI DI DEBITO DI CAPITALE NETTO

I pesi assegnati al capitale netto ed al debito come abbiamo già più volte sottolineato devono essere basati non sui valori contabili, bensì sui valori di mercato. Ciò è dovuto al fatto che il costo del capitale, che misura il costo di emettere titoli sia di azioni che di obbligazioni per finanziarie progetti vengono emessi a valore di mercato non contabile.

Sono state avanzate delle critiche all'uso del valore di mercato in quanto esso è:

- troppo volatile: i prezzi azionari sono più volatili del vero valore dell'azienda.
- il valore dell'indice di indebitamento tramite il valore contabile è una stima più prudente
- le istituzioni concedono fondi sulla base dei valori contabili dell'impresa.

E' tuttavia più sensato ritenere che il valore di mercato rappresenti il reale valore dell'azienda al momento della valutazione, infatti il valore contabile non coglie il cambiamento del valore dell'azienda nel tempo, concetto invece riflesso nel valore di mercato.

Infine la seconda critica che assume che gli indici di indebitamento a valori di mercato siano inferiori e quindi meno prudentziali degli indici a valori contabili non ha riscontro empirico.

Il valore del capitale netto si ottiene moltiplicando il numero di azioni in circolazione per il prezzo azionario corrente. Anche i titoli azionari di vario tipo quali warrant ed opzioni di conversione devono essere inclusi nel calcolo del capitale netto.

Più complicato è capire il valore di mercato del debito dal momento che poche aziende si finanziano tramite obbligazioni. Più spesso le forme di finanziamento sono quelle non negoziate sul mercato quali il debito verso le banche, che è specificato in termini di valore contabile e non di mercato.

E' possibile tuttavia considerare il debito intero trattabile come una obbligazione con coupon, dove il coupon è rappresentato dagli interessi complessivamente pagati dall'azienda sull'intero debito mentre la scadenza può essere rappresentata dalla media ponderata delle scadenze di tutti i debiti.

MISURE DI VALORE RELATIVO: I MULTIPLI

Nella valutazione fin qui analizzata lo scopo è la ricerca di investimenti il cui prezzo corrente sia inferiore al valore che dovrebbero avere in base alle loro caratteristiche in termini di flussi di cassa, crescita e rischio.

Nella valutazione relativa l'obiettivo è la ricerca di investimenti poco costosi rispetto al prezzo che in questo momento il mercato assegna ad investimenti "simili".

Per confrontare il valore di mercato di investimenti simili è necessario standardizzarli; il metodo migliore consiste nell'esprimerli in funzione di qualche variabile quali gli utili, i ricavi, il valore contabile o di rimpiazzo degli investimenti stessi; a questo scopo introduciamo i multipli.

La differenza principale tra i metodi DCF e dei multipli dovrebbe essere che il primo richiede delle formulazioni di alcune *assumptions* su cui si basano le proiezioni dei flussi per la valutazione, e la valutazione del rischio dell'azienda analizzata. Il metodo dei multipli apparentemente invece assume direttamente dal mercato attraverso degli indicatori le attese di crescita dei risultati e il grado di rischio. In verità come specificheremo anche i multipli necessitano di ipotesi che possono dare spazio ad interpretazioni soggettive.

CATEGORIE DI MULTIPLI:

Possiamo distinguere diverse categorie di multipli:

- *multipli degli utili*

Uno dei metodi utilizzati è quello di esprimere il valore di un investimento in funzione degli utili da esso generati.

Nel valutare il capitale netto di un'impresa in genere si guarda al prezzo dell'azione come multiplo degli utili per azione generati dalla società.

Il rapporto P/E (*Price to Earning Ratio*) può essere stimato utilizzando il livello corrente degli utili per azione (ottenendo così il *trailing P/E*) o il livello atteso per l'anno prossimo (il cosiddetto *forward P/E*).

Se invece vogliamo valutare l'intera impresa, piuttosto che il solo capitale netto, in genere si guarda al valore dell'impresa come multiplo del reddito operativo (rapporto Valore/EBIT) o del flusso di cassa operativo (rapporto valore EBITDA).

Dal punto di vista di chi vuole acquistare le azioni di un'impresa o l'intera impresa un multiplo più basso è meglio di un multiplo più elevato.

Nel confrontare i multipli bisogna però tenere conto dei fattori da cui essi dipendono, quali la potenziale crescita ed il profilo di rischio.

- *Multipli del valore contabile:*

Un altro approccio è quello di guardare al valore contabile del capitale netto per azione (*book value*) e non a quello di mercato. In particolare per capire se un'azione è sopra o sottovalutata si guarda al rapporto fra prezzo dell'azione e il valore contabile dell'azione stessa.

- *Multipli dei ricavi:*

Il problema delle prime due categorie di multipli è che sono molto influenzati dai principi contabili. Prendendo in considerazione i ricavi, l'effetto dei principi contabili è molto più

limitato. Così è possibile valutare le azioni tramite il rapporto *Price to Sales* (P/S) ovvero il prezzo dell'azione sui ricavi per azione. Per la valutazione dell'impresa si può considerare il rapporto valore totale dell'impresa/ricavi.

MULTIPLI PRINCIPALI

Si noti che non è possibile dire che i multipli necessitano di meno ipotesi rispetto ai metodi basati sulla attualizzazione dei flussi di cassa. La differenza tra i due metodi è che i metodi basati sui flussi di cassa attualizzati richiedono che certe ipotesi vengano fatte esplicitamente. Mentre per i metodi di stima del valore relativo tali ipotesi vengono fatte in modo implicito.

Affinché i multipli vengano utilizzati correttamente è fondamentale sapere da quali variabili dipendono e tenere conto delle differenze in tali variabili quando si confrontano i multipli di diverse imprese.

I diversi multipli possono infatti essere derivati a partire dai modelli basati sui flussi di cassa attualizzati.

Prendiamo a riferimento in primo luogo il modello DCF più semplice per la valutazione del capitale netto, ovvero il modello DDM nell'ipotesi di crescita stabile :

$$\text{valore del capitale netto} = P_0 = \frac{DPS_1}{k_e - g_n}$$

Da cui dividendo per gli utili per azione otteniamo un'espressione del rapporto prezzo/utili:

$$\frac{P_0}{EPS_0} = \frac{P}{E} = \text{rapporto di distribuzione degli utili} \frac{1 + g_n}{k_e - g_n}$$

Prendendo il valore contabile netto, otteniamo invece un'espressione per il rapporto prezzo/valore contabile:

$$\frac{P_0}{BV_0} = \frac{P}{BV} = ROE * \text{rapporto di distribuzione degli utili} \frac{1 + g_n}{k_e - g_n}$$

Passando in vece ai multipli dei ricavi otteniamo:

$$\frac{P_0}{V_0} = \frac{P}{S} = \text{margine netto} * \text{rapporto di distribuzione degli utili} * \frac{1 + g_n}{k_e - g_n}$$

Possiamo ora considerare il valore dell'impresa, quello più semplice con tasso di crescita stabile (modello di Gordon).

$$\text{valore dell'impresa} = EV = \frac{FCFF_1}{wacc - g_n}$$

Da cui otteniamo il multiplo:

$$\frac{EV}{EBITDA} = \frac{1 - t}{wacc - g} + \frac{\text{ammortamento}(t)}{wacc - g} - \frac{(\text{spese in conto capitale})}{wacc - g} - \frac{(\Delta \text{capitale circolante})}{wacc - g}$$

Risulta pertanto chiaro che non è possibile utilizzare i multipli senza comprendere da quali variabili dipendono e capire così i motivi delle differenze fra i multipli operanti nello stesso settore. Un analista che non tiene conto di queste variabili potrebbe ritenere che un'azione con un rapporto P/E di 6 è meno costosa di una con un rapporto di 11, quando invece la differenza è dovuta semplicemente alla maggiore crescita attesa della seconda azione; o che un'azione con un rapporto P/BV di 0,8 sia meno costosa di una con rapporto di 1,6, quando invece la differenza riflette semplicemente il ROE più elevato della seconda azione.

Nella seguente tabella vengono elencati i multipli più comuni e le variabili da cui dipendono. In corsivo viene evidenziata la variabile più rilevante, ovvero quella che ci permette di capire se un'attività è sovra o sottovalutata sulla base di quel multiplo.

multiplo	Variabile
P/E	<i>Crescita</i> ,Rapporto di distribuzione degli utili, rischio
P/BV	Crescita, rapporto di distribuzione degli utili,rischio, <i>ROE</i>
P/ricavi	Crescita, rapporto di distribuzione degli utili, rischio, <i>marginе netto</i>
EV/EBIT	Crescita, <i>necessità di spese nette in conto capitale</i> , leva finanziaria, rischio
EV/EBIT(1-t)	Crescita, <i>necessità di spese nette in conto capitale</i> , leva finanziaria, rischio.
EV/EBITDA	Crescita, <i>necessità di spese nette in conto capitale</i> , leva finanziaria, rischio.
EV/ricavi	Crescita, necessità di spese nette in conto capitale, leva finanziaria, rischio, <i>marginе operativo</i> .
EV/BV	Crescita, indebitamento, rischio, <i>ROI</i>

Fonte Damodoran

IL RAPPORTO PREZZO/UTILI

Il rapporto P/E è uno degli indicatori più utilizzati dagli analisti. Solitamente il manager finanziario dovrebbe essere soddisfatto da un alto rapporto prezzi utili, poiché ciò indica che gli investitori ritengono che l'azienda ha buone possibilità di crescita e che i suoi utili sono sufficientemente sicuri. Allo stesso tempo bisogna fare attenzione che il motivo dell'alto rapporto prezzo utili non sia dovuto piuttosto a degli utili bassi.

PROCEDIMENTO NELL'ANALISI ATTRAVERSO I MULTIPLI

A questo punto è necessario confrontare il valore di tale multiplo dell'impresa con quello di imprese ritenute comparabili per capire attraverso un multiplo se un'impresa è correttamente valutata.

Di solito gli analisti finanziari, come si può notare anche dai report, procedono nella seguente modalità:

- scelgono i multipli da utilizzare e il gruppo di imprese comparabili
- calcolano il valore dei multipli per ciascuna delle imprese comparabili
- calcolano la media dei multipli ottenuti, o la mediana.
- confrontano il multiplo dell'impresa da valutare con quello medio o prendono la mediana di imprese comparabili e cercano di capire se la differenza riflette caratteristiche peculiari dell'impresa, quali crescita e rischio, oppure una sovra/sottovalutazione da parte del mercato.

CRITERI PER LA DETERMINAZIONE DELLE IMPRESE COMPARABILI

Imprese simili in termini di flussi di cassa, potenziale di crescita e rischio dal punto di vista della valutazione possono essere considerate comparabili.

Spesso però viene definita comparabile un'impresa che svolge la stessa attività di quella da valutare. Infatti se nel settore ci sono molte imprese con questa caratteristica, vengono utilizzati altri criteri, per esempio si considerano imprese di dimensioni simili. Implicitamente tramite un tale procedimento si ipotizza che imprese operanti nello stesso settore siano simili in termini di flussi di cassa, possibilità di crescita e rischio. Tale approccio basato sul settore di appartenenza può diventare complicato in alcune situazioni:

- quando esistono poche imprese nel settore, cioè il numero di imprese quotate appartenenti allo stesso settore è basso.
- quando le differenze in termini di rischio, crescita e flussi di cassa tra le varie imprese di un settore sono notevoli.

MODIFICAZIONE DEI MULTIPLI PER RENDERE POSSIBILE LA COMPARAZIONE

Dal momento che non è possibile trovare delle imprese con uguali caratteristiche a quella oggetto di valutazione, bisogna cercare un modo per tenere conto delle differenze in termini fondamentali. A tale scopo tornano utili le relazioni introdotte nella tabella in cui vengono espressi i multipli in relazione dei loro fondamentali.

Il procedimento più semplice è quello di modificare i multipli di base per tenere conto delle loro variabili guida. Ad esempio dividendo il rapporto P/E per il tasso atteso di crescita degli utili (la variabile in corsivo) si ottiene un rapporto (PEG) corretto per la crescita.

Allo stesso modo si può dividere il P/BV per il ROE, e il rapporto P/ricavi per il margine netto.

Così dopo aver modificato gli indici è possibile confrontare le imprese appartenenti ad uno stesso settore.

Così facendo si assume che le imprese siano comparabili in tutte le altre determinanti fondamentali (cioè quello non in corsivo) del valore e che quindi sia sufficiente tenere conto delle loro differenze basate sulla variabile guida.

GENERALIZZAZIONE DI IMPRESE COMPARABILI E METODO PER REGRESSIONE.

E' utile sottolineare che la definizione di impresa comparabile non richiede che essa debba svolgere la stessa attività dell'impresa da valutare, bensì che abbia caratteristiche simili in termini di crescita, rischio e flussi di cassa, pertanto non c'è un vero motivo per limitarsi ad un settore specifico.

Inoltre quando le imprese variano su più di una variabile diventa difficile modificare i multipli per tenere conto delle differenze tra le varie imprese.

E' però possibile effettuare una regressione dei multipli sulle loro determinanti e utilizzare poi l'equazione di regressione per ottenere una stima del valore per una singola impresa.

Questo approccio funziona bene quando il numero di imprese simili è elevato ed esiste una stretta correlazione tra i multipli (la variabile dipendente) e le loro determinanti (le variabili esplicative).

Le tecniche di regressione permettono di tenere conto delle variabili che determinano le differenze fra i multipli. Pur senza dimenticare che i valori che utilizziamo per approssimare:

rischio (beta), tasso di crescita attesa, flussi di cassa (rapporto di distribuzione degli utili) possono essere stimati in modo impreciso e la relazione potrebbe non essere lineare.

$$\frac{P}{E} = \beta_0 + \beta_1 * crescita + \beta_2 * rischio + \beta_3 * rapporto distribuzione utili + \varepsilon$$

$$\frac{P}{BV} = \beta_0 + \beta_1 * crescita + \beta_2 * rischio + \beta_3 * rapporto distribuzione utili + \beta_4 * ROE + \varepsilon$$

E così via ...

Dove i vari β_i rappresentano i coefficienti di regressione ed ε un termine d'errore.

Naturalmente per verificare se il modello è appropriato o meno si guarderà al coefficiente di determinazione, si faranno dei test-t sui coefficienti delle esplicative, e si verificherà l'esogenità delle esplicative.

Uno dei vantaggi di questo approccio rispetto a quello più soggettivo basato su imprese dello stesso settore è che esso permette di quantificare, in base ai dati effettivi di mercato, la significatività dell'impatto che diverse variabili, quali rischio, crescita, hanno sui multipli. L'impatto infatti è rappresentato dai coefficienti β_i .

Il secondo vantaggio è che l'inclusione della totalità delle imprese permette di effettuare confronti più significativi per imprese operanti in settori con poche altre imprese.

Infine tale metodo ci offre l'opportunità di non limitarci ad un solo settore, soprattutto quando l'intero settore potrebbe essere sopra o sottovalutato.

SECONDA PARTE: STUDIO DEI REPORT DI ANALISI FINANZIARIA DI CINQUE AZIENDE QUOTATE.

PREMESSA ALLA SECONDA PARTE

Nella seconda parte verranno analizzati i report di analisi finanziaria di sette banche di investimento. In particolare verranno presi in esame i report di Deutsche Bank, Merrill Lynch, Citigroup, Goldman Sachs, Cheuvreux, JP Morgan e Lehmann Brothers, ad eccezione per Benetton per la quale, invece dei report di Lehmann Brothers, verranno considerati i report di Abaxbank. I report analizzati sono quelli presenti nel sito www.borsaitaliana.it per l'anno 2008.

Solitamente è possibile trovare nel sito qualche report più approfondito che prende in esame in parte l'intera azienda, in parte si concentra sugli avvenimenti più recenti che potrebbero influenzare l'andamento della stessa. Oltre a questi report più approfonditi è possibile trovare altri report più sintetici di aggiornamento.

Verrà proposta per ogni azienda una tabella che riporta gli argomenti contenuti nei report analizzati, ponendo particolare attenzione a quel tipo di informazioni utili alla valutazione dell'impresa e che giustificano agli occhi di un investitore le previsioni di bilancio riportate dagli analisti finanziari. Di solito infatti un report, dopo aver dato informazioni generali sull'andamento dell'impresa e del suo settore, sia per quanto riguarda il recente passato sia per quanto riguarda il futuro, fornisce la valutazione dell'impresa o solo del capitale netto ed un rating.

Le tabelle proposte hanno un fine riassuntivo e pertanto non è detto che due analisti che danno delle informazioni riguardo ad uno stesso argomento lo facciano con la medesima esaustività.

Si noti inoltre che talvolta il fatto che una voce non venga riportata non vuol dire che il report non ne faccia menzione ma piuttosto che anche menzionandola da poco risalto all'argomento e pertanto viene considerata accorpata ad un'altra voce più generale quale può essere ad esempio l'analisi di mercato.

Generalmente non è possibile passare dall'informazione, ad esempio sull'andamento del mercato, al valore quantitativo per la previsione di bilancio. Spesso, nel momento in cui l'analista esprime delle previsioni, propone dei tassi di crescita per determinate grandezze quali possono essere le vendite, come conseguenza di una determinata informazione. Pertanto anche se talvolta si può parlare di vere e proprie *assumptions* come quelle descritte nella trattazione teorica, si è preferito utilizzare il termine più generale di informazioni.

Collegati alla tabella verranno infine riportati dei commenti accompagnati da alcuni esempi tratti dei report analizzati, che sono stati considerati esaustivi e chiari soprattutto ponendosi dal punto di vista di un investitore.

ANALISI DEI REPORT PRESENTI NEL SITO INTERNET DELLA BORSA ITALIANA DEL 2008 PER ENI

Di seguito viene riportata la tabella con tutti i punti presenti nei report di sette analisti finanziari, nella valutazione per ENI.

DESCRIZIONE DEL GRUPPO	DEUTSCHE BANK	MERRIL LYNCH	CITIGROUP	GOLDMAN SACHS	CHEUVREX	JP MORGAN	LEHMANN BROTHERS	percentuale
descrizione generale della società		x						14%
storia della società								0%
struttura del gruppo					x			14%
azionariato			x		x			29%
INFROMAZIONI								
<i>INFROMAZIONI CHE RIGUARDANO IL CONTESTO MACROECONOMICO</i>								
analisi del tasso di crescita del PIL								0%
analisi dei tassi di cambio		x			x		x	42%
analisi dei consumi								0%
analisi dei tassi di interesse								0%
analisi del tasso di inflazione atteso								0%
<i>INFROMAZIONI CHE RIGURDANO IL SETTORE DELL'IMPRESA</i>								
Analisi di mercato e sviluppo	x	x					x	42%
Analisi delle politiche dei concorrenti								0%
Analisi dell'evoluzione o effetto dei prezzi		x	x		x	x		57%
Analisi di interventi normativi/fiscali	x	x	x	x		x	x	86%
<i>INFROMAZIONI DI CARATTERE PIU' SPECIFICO</i>								
criteri di bilancio		x						14%
analisi ultimo bilancio	x	x	x	x	x	x	x	100%
sistemi di produzione								0%
descrizione logistica/rete di trasporti di gas-petrolio			x		x			29%
investimenti passati/riserve			x		x	x	x	57%
strategia di marketing passata								0%
strategia	x							14%
strategia di investimento	x	x	x	x	x	x	x	100%
strategia di marketing					x			14%
andamento della redditività o vendite o EBIT per	x	x	x		x	x	x	86%

segmento								
analisi della produzione			x		x	x	x	57%
previsione vendita o EBIT per segmento	x				x			29%
produzione per regione					x	x		29%
andamento del rapporto di indebitamento e struttura finanziaria					x			14%
dividendi nell'anno in corso e/o l'anno seguente	x	x		x	x	x		71%
VALUTAZIONE								
CE	x	x	x	x	x	x	x	100%
SP	x	x	x	x	x	x	x	100%
rendiconto finanziario	x	x	x	x	x	x	x	100%
fino a								
2008	x	x	x	x	x	x	x	100%
2009	x	x	x	x	x	x	x	100%
2010		x	x	x		x	x	71%
2011		x*				x	x	43%
2012		x*				x		29%
2013						x°		14%
2014						x°		14%
2015						x°		14%
<i>INDICI DI BILANCIO</i>	x	x	x		x			57%
<i>DCF</i>	x			x	x	x	x	43%
DCF a due stadi							x	14%
Descrizione calcolo del WACC						x		14%
Descrizione calcolo Terminal Value								0%
<i>MULTIPLI</i>	x	x	x	x	x	x	x	86%
<i>comparabili</i>					x	x	x	29%
RISCHI		x	x	x		x	x	71%
RATING	x	x	x	x	x	x	x	100%

* solo per il CE

° solo per Rendiconto finanziario

DESCRIZIONE DELLE VOCI E COMMENTI

In generale non viene dato particolare risalto al gruppo, solo Cheuvreux chiarisce quali siano i segmenti che formano ENI. Un po' più di spazio viene dato alla descrizione dell'azionariato, in particolare al fatto che ENI è detenuta per il 30% circa dallo Stato italiano (vedi ad esempio Citigroup).

Informazioni di carattere macroeconomico

Per quanto riguarda le informazioni di carattere macroeconomico viene dato spazio solamente alla descrizione dell'evoluzione del tasso di cambio euro/dollaro, che è un fattore chiave per la determinazione dei prezzi del petrolio.

Ponendo l'attenzione sul settore, vengono messe in risalto le prospettive del settore e del mercato di riferimento solo da due analisti su sette. Solo Lehmann Brothers descrive accuratamente l'andamento della domanda in Europa.

Informazioni che riguardano il settore dell'impresa

Più attenzione viene posta invece all'andamento dei prezzi del petrolio e pertanto ai prezzi anomali dell'estate 2008 che hanno visto il petrolio toccare prezzi massimi, talvolta viene anche proposta un'analisi di sensibilità con diversi possibili prezzi.

In generale non viene dato risalto nell'analisi dell'ENI alle politiche dei concorrenti, i quali vengono raramente citati se non per comparazioni tramite i multipli.

Molto spazio (sei analisti su sette) viene dato alle nuove normative fiscali, sia quelle sulla tassazione degli utili introdotte dal governo Prodi, sia la cosiddetta "Robin Hood Tax" introdotta dall'attuale governo e che riguardava in particolar modo il settore petrolifero con effetti importanti: ad esempio nel settembre 2008: *il cda [dell'ENI] ha deciso di dotare Eni Foundation dei mezzi finanziari necessari per l'erogazione di un contributo fino a 200 milioni al fondo di solidarietà destinato alla riduzione del costo della bolletta del gas, adeguandosi alle indicazioni contenute nella manovra relative alla Robin Hood Tax* (Sole24ore.it 11/09/2008).

Informazioni di carattere più specifico

Tra le informazioni di carattere più specifico notiamo:

- Merrill Lynch descrive brevemente alcuni criteri adottati nella redazione del bilancio.
- Scendendo un po' più sullo specifico è possibile notare che, come ci si poteva aspettare, viene dato sempre grande risalto all'analisi dell'ultimo bilancio pubblicato sia di fine esercizio che trimestrale, in particolare viene concentrata l'attenzione su EBIT, EBITDA, costi, capacità di realizzare flussi di cassa. Non è un caso che spesso i report escono spesso in concomitanza con la pubblicazione dei bilanci stessi.
- In generale non viene dato risalto ai metodi di produzione, se non dei brevissimi cenni ai metodi di trivellazione.
- Più importanti (due analisti su sette) invece sono la logistica e la rete di trasporti del petrolio ed in particolare del gas.
- Molto spazio viene dedicato agli investimenti passati, in particolare alla disponibilità di riserve, in quanto rappresenta una garanzia di produttività e quindi di flussi di cassa a lungo termine.

Fondamentale è l'analisi della strategia di investimento, ovvero di nuove trivellazioni, nuove esplorazioni per trovare greggio, aumenti del volume di investimenti per la produzione (capex), nuove acquisizioni, variazioni di quote in società partecipate controllate (Snam e Saipem e Gazprom). Un "buon o cattivo" investimento, così come la scoperta di un nuovo giacimento, possono modificare notevolmente la valutazione dell'azienda, in particolare in un settore come quello petrolifero. Ciò può essere ricondotto

al principio secondo il quale il valore attuale di un investimento o di un'impresa è dato dalla somma dei singoli valori attuali degli investimenti.

In particolare vengono analizzati gli investimenti per ciascun settore e anche per regione del mondo. Ogni report comunque dedica gran parte del suo spazio all'analisi di investimenti e progetti, accennando anche ai rapporti e trattative con i governi dei paesi in cui sono presenti i giacimenti.

Tutti gli analisti ad esempio hanno dedicato molto spazio a dei problemi contrattuali con il governo Kazaco, per l'accesso nella regione del Kashgan nel mar Caspio, secondo gli sviluppi nel gennaio 2008: *il gruppo guidato da Paolo Scaroni, infatti, perderà il suo ruolo di capofila unico del consorzio per lo sfruttamento* (Sole24ore.it 18/01/2008), un elemento importantissimo per la valutazione dell'azienda.

- La strategia di marketing è descritta solo da Cheuvreux e riguarda solo il settore della distribuzione, ovvero quello dell'AGIP
- Sei analisti su sette danno spazio alla capacità reddituale per segmento, quali quello dell'estrazione del greggio, quello del gas o quello del raffinamento, descrivendone la capacità reddituale in termini di vendite o EBIT.
- La capacità produttiva è considerata un elemento importante, i report un po' più articolati ne danno particolare risalto, sia per quanto riguarda la produzione per segmento, sia per quanto riguarda la produzione per regione con tabelle dettagliate.
- Solo Cheuvreux, il più articolato tra i report presenti per ENI, ha dato spazio ad un ampio commento sul rapporto di indebitamento e quindi di leva finanziaria, che non fosse quello desumibile dai bilanci passati e previsionali. Questo aspetto rientra in generale in una scarsa attenzione alla descrizione della valutazione che il più delle volte viene tralasciata e non specificata.
- Cinque analisti su sette danno spazio e commentano la capacità dell'azienda di distribuire dividendi, in cui ENI è generalmente considerata una delle migliori del suo settore. In particolare viene chiarito e ci si aspetta che i dividendi rimangano costanti o che non vengano distribuiti o parzialmente reinvestiti oppure qual è la capacità di distribuire dividendi rispetto alle altre imprese del settore. Ciò non deve stupire, ai fini della valutazione la capacità di garantire dividendi è un elemento chiave.

Valutazione

Per quanto riguarda la valutazione naturalmente vengono riportati da tutti gli analisti i conti economici, stati patrimoniali e rendiconti finanziari, tutti gli analisti li riportano almeno fino al 2009, la maggioranza fino al 2010.

Si noti che non tutti gli analisti propongono la valutazione secondo il Discounted Cash Flow. Quelli che lo fanno talvolta ne specificano le modalità: quali somma delle parti, ovvero vengono valutate singolarmente nei vari segmenti: E&P (petrolio), G&P (gas), R&F (refining), Petrochemicals, E&C.

Solo la Lehmann Brothers ha specificato di aver valutato ENI tramite DCF a due stadi, ovvero un primo stadio di analisi anno per anno ed un secondo di crescita perpetua. Presumibilmente è un sistema utilizzato anche dagli altri analisti, i quali però non ne fanno menzione, o si limitano a riportare il terminal value, che viene di solito riportato numericamente ma non ne vengono descritte le modalità di calcolo e gli elementi quali il flusso di cassa di riferimento iniziale, il tasso di crescita, il wacc.

Non tutti i report (solo per quattro analisti su sette) riportano abbastanza dettagliatamente gli indici di bilancio quali il ROE, il ROI, il ROS, gli indici di liquidità ecc... utili per una prima valutazione dell'impresa.

I multipli vengono sempre riportati, almeno quelli principali descritti nella trattazione teorica. Non sempre vengono presentati dei confronti con le aziende comparabili o comunque non vengono specificate le aziende comparabili, il che nell'analisi attraverso i multipli è un limite.

L'analisi dei rischi può essere vista come una conclusione finale all'analisi precedente, di solito si sottolineano gli eventuali rischi legati agli investimenti, in particolar modo alla situazione nel Kashgan, o comunque in generale viene assegnato alla diverse attività nel mondo uno specifico profilo di rischio, che potrebbe avere delle ripercussioni sugli utili (Lehmann Brothers). Altri analisti come Merrill Lynch pongono l'attenzione su i rischi legati alle oscillazioni del prezzo del petrolio. In conclusione viene riportato il rating, scopo dell'intera trattazione.

Si noti infine che per la valutazione sono state utilizzate talvolta delle specifiche grandezze adatte al settore petrolifero ad esempio i flussi DACF = cash flow from operations + financing costs (after tax) + exploration expenses (before tax) +/- working capital adjustment, dove le esplorazioni rappresentano un tipico costo delle aziende petrolifere o energetiche, il DACF viene utilizzato ad esempio da Goldman Sachs.

Riportiamo l'analisi di Cheuvreux del modello DCF:

Our DCF approach, which is our preferred method in the case of Eni, values the share at EUR30.5 [...]

Discounted Cash Flow (DCF): EUR30.5 per share

In the DCF approach, we apply a WACC of 8.5%, a growth rate of 3% from 2018 to 2027, and a perpetual growth rate (from 2028) of 2.5%. The WACC is calculated with: 1) a riskfree rate of 4.5%; 2) a market premium of 4.0%; 3) a beta of 1.1x; 4) gearing (Net debt / Market capitalisation) of 6.7%; and, 5) a cost of debt of 500bp.

We assumed yearly capital expenditures (capex) of EUR10.6bn in 2007, EUR11.3bn in 2008-09-10 and EUR12.0bn thereafter.

The tax rate at the company level is taken at 49.1% in 2007, 49.6% in 2008 and 49% thereafter.[...]

In primo luogo notiamo che l'analista finanziario considera la migliore valutazione per ENI quella tramite DCF. Come vedremo, sempre Cheuvreux non riterrà opportuno questo modello per altri tipi di aziende, ad esempio per FIAT.

Per il calcolo del wacc vengono esplicitati il tasso risk free, il premio per il rischio di mercato ed il beta, utili per trovare il costo del capitale netto, in seguito il rapporto di indebitamento e il costo del debito.

Vengono poi proposte delle ipotesi sugli investimenti futuri e sulle variazioni dell'aliquota fiscale.

In seguito Cheuvreux propone un'analisi di sensitività del wacc al variare del prezzo del petrolio.

Sensitivities to WACC and the long-term oil price are provided in the following table, all else being equal.

WACC/LT oil price USD50/b USD55/b USD60/b USD65/b USD70/b

7.50%	26.25	31.89	37.53	43.16	48.8	
8.00%	23.53	28.62	33.71	38.8	43.89	
<u>8.50%</u>	<u>21.26</u>	<u>25.9</u>	<u>30.54</u>	<u>35.18</u>	<u>39.81</u>	<i>(base case)</i>
9.00%	19.35	23.61	27.86	32.12	36.37	
9.50%	17.72	21.65	25.57	29.5	33.42	

Source: Cheuvreux

ANALISI DEI REPORT PRESENTI NEL SITO INTERNET DELLA BORSA ITALIANA DEL 2008 PER BENETTON GROUP

Di seguito viene riportata la tabella con tutti i punti presenti nei report di sette analisti finanziari, nella valutazione del gruppo Benetton.

	DEUTSCHE BANK	MERRIL LINCH	CITIGROUP	GOLDMAN SACHS	CHEUVREX	JP MORGAN	LEHMANN BROTHERS	percentuale
DESCRIZIONE DEL GRUPPO								
descrizione generale della società			x		x	x	x	57%
storia della società					x			14%
struttura del gruppo			x		x	x	x	57%
azionariato					x		x	29%
								0%
INFORMAZIONI								0%
<i>INFORMAZIONI CHE RIGUARDANO IL CONTESTO MACROECONOMICO</i>								
analisi del tasso di crescita del PIL			x					14%
analisi dei tassi di cambio					x	x		29%
analisi dei consumi			x			x		29%
analisi dei tassi di interesse								0%
analisi delle tasso di inflazione atteso			x					14%
								0%
<i>INFORMAZIONI CHE RIGUARDANO IL SETTORE DELL'IMPRESA</i>								
Analisi del tasso di sviluppo del mercato di riferimento								0%
Analisi delle politiche dei concorrenti								0%
Analisi dell'evoluzione o effetto dei prezzi								0%
Analisi di interventi normativi/fiscali	x			x				29%
analisi di mercato	x	x	x	x	x	x	x	100%
<i>INFORMAZIONI DI CARATTERE PIU' SPECIFICO</i>								
criteri di bilancio								
analisi ultimo bilancio	x	x	x	x	x	x	x	100%
sistemi di produzione					x	x	x	29%
descrizione logistica/rete di distribuzione					x		x	29%
investimenti passati/beni immobiliari							x	14%
strategia di marketing passata					x		x	29%
strategia	x				x	x	x	57%
strategia di investimento			x		x	x	x	574%
strategia di marketing					x	x	x	43%

andamento della redditività o vendite o EBIT per brand o segmento	x				x			29%
acquisti					x			14%
previsione vendita o EBIT per brand o segmento								0%
vendite per regione			x		x	x		43%
andamento del rapporto di indebitamento e struttura finanziaria			x		x			14%
dividendi nell'anno in corso e/o l'anno seguente								0%
VALUTAZIONE								
CE	x	x	x	x	x	x	x	100%
SP	x	x	x	x	x	x	x	100%
rendiconto finanziario	x		x	x	x	x	x	86%
fino a								
2008		x						14%
2009	x							14%
2010			x	x	x	x*	x	57%
2011								0%
2012								0%
2013								0%
2014								0%
2015								0%
<i>INDICI DI BILANCIO</i>	x		x	x	x		x	57%
<i>DCF</i>	x	x	x		x	x	x	86%
DCF a due stadi						x		14%
Descrizione calcolo del WACC					x			14%
Descrizione calcolo Terminal Value								0%
<i>MULTIPLI</i>	x	x	x	x	x	x	x	100%
<i>comparabili</i>	x			x	x	x	x	71%
RISCHI		x	x	x		x	x	71%
RATING	x	x	x	x	x	x	x	100%

* per il rendiconto finanziario l'analisi si sviluppa fino al 2017

DESCRIZIONE DELLE VOCI E COMMENTI

Descrizione del gruppo

Partendo dalla descrizione del gruppo possiamo notare che quattro analisti su sette danno una descrizione generale del gruppo Benetton, e una descrizione della sua struttura, ovvero del peso specifico di ciascun brand (Benetton, Killerloop, Playlife e Sisley) nell'intero gruppo.

Solo due analisti danno informazioni precise sull'azionariato, ponendo l'accento sulla preponderanza della quota posseduta dalla famiglia Benetton.

Informazioni di carattere macroeconomico

Per quanto riguarda le informazioni di carattere macroeconomico Citigroup è la più esaustiva, non a caso è l'unica a far notare sia la possibilità di una recessione, come poi si è verificata, sia la possibilità di un accrescimento dell'inflazione ed a porre l'attenzione, insieme a JP Morgan, all'andamento dei consumi in Europa. Due analisti discutono dei possibili vantaggi che potrebbe avere Benetton da un deprezzamento del dollaro (Cheuverux) in termini di EBIT.

Informazioni che riguardano il settore dell'impresa

Passando alle informazioni che riguardano il settore possiamo notare che due analisti fanno riferimento a delle modifiche fiscali volute dal governo italiano e delle ripercussioni che possono avere sul risultato d'esercizio.

Tutti gli analisti dedicano solitamente ampio spazio all'analisi di mercato, sottolineando in particolar modo quali siano i mercati emergenti, analizzando la domanda in tali mercati e presentando delle previsioni sull'andamento dei singoli mercati nazionali; chiariscono anche quale sia la posizione di mercato di Benetton in una determinata regione, che risultati hanno garantito i singoli mercati regionali a Benetton, quanto l'azienda sia esposta nei mercati emergenti rispetto a quelli "classici" europei, e dove Benetton ha possibilità di rinforzare la sua posizione.

Informazioni di carattere specifico

Possiamo notare tra le informazioni di carattere specifico:

- Tutti gli analisti (naturalmente) partono nella loro discussione dall'analisi dell'ultimo bilancio pubblicato e propongono delle stime. Talvolta nell'analisi fanno vagamente riferimento anche al rapporto di indebitamento, che può comunque essere desunto dalla lettura dei bilanci. Gli analisti pongono di solito particolare attenzione alle principali voci del conto economico riclassificato in forma scalare, ovvero all'analisi dell'andamento delle vendite, dell'EBIT dell'EBITDA, ma anche alla capacità di produrre flussi di cassa, elemento fondamentale ai fini della valutazione.
- Tre analisti parlano dei metodi di produzione, e delle loro ripercussioni positive sui costi.
- Due analisti descrivono la rete di distribuzione citandone il numero di negozi, il numero di paesi in cui è presente il marchio, oltre a ciò descrivono le aree in cui avviene la produzione e le piattaforme di distribuzione o quali sono i paesi fornitori di merci (Cheuvreux).

- La strategia di investimento è un elemento chiarito da quattro analisti su sette i quali descrivono dove e in cosa Benetton vuole investire; pertanto vengono presentate le scelte di investimento in nuovi negozi e l'evoluzione del capex.
- Due analisti commentano la strategia di marketing passata o che comunque ha sempre contraddistinto il marchio Benetton, in particolare la strategia del *good value for money*; tre analisti descrivono le nuove strategie di marketing prospettate dall'azienda veneta, quali la creazione di nuove collezioni per clientele specifiche come quella maschile, l'introduzione di agenti che aiutano il rivenditore a scegliere i giusti prodotti da vendere.
- Cheuvreux sottolinea la quantità di beni immobiliari ed investimenti.
- Due analisti presentano la redditività attuale o la crescita stimata per il futuro di ogni brand.
- Tre analisti riportano le vendite per regione, di solito Italia, Europa, America e Asia.
- Solo due analisti si soffermano sulla struttura finanziaria dell'azienda, Cheuvreux nel report del 08/09/2008 propone una tabella autonoma dal bilancio in cui mette in evidenza l'andamento della struttura finanziaria dal 2007 fino al 2010. Citigroup si limita a commentare (a parte) l'andamento del debito.
- A differenza del caso di ENI gli analisti non descrivono la capacità di Benetton di distribuire dividendi, aspetto importante per la valutazione con modelli come il DDM.

Valutazione

Ponendo l'attenzione sulla valutazione cinque analisti sui sette analizzati propongono una serie di indici di bilancio quali il ROE, ROI; solitamente viene presentata la stima del DCF anche se non vengono specificate le modalità di calcolo del Terminal Value, solo un analista chiarisce come ha calcolato il wacc proponendo gli elementi (crescita, premio per il rischio di mercato, aliquota fiscale, costo del debito e delle equity). Un operatore soltanto esplicita di aver utilizzato la valutazione per DCF a due stadi.

Tutti gli analisti utilizzano i multipli per la valutazione, cinque di essi presentano esplicitamente confronti con aziende comparabili quali H&M o Indetex.

Proponiamo ora un esempio di valutazione tramite il modello DCF, si noti che per la valutazione complessiva Abaxbank si rifà anche alla valutazione dei multipli combinando i due modelli di valutazione (report del 21/01/2008):

Per la valutazione utilizziamo: a) il DCF (WACC=7.9% da 7.4% con risk premium=4.5%; g=2%) con stime esplicite fino al FY09e ed ipotizzando dal FY10e vendite addizionali di €110m/anno (CAGR FY09e-17e=4.1%)

ed un EBIT Margin=12%, in linea con la nostra stima per il FY09e. La valutazione che otteniamo con il DCF è di €14 (da €15.2); [...] La valutazione complessiva (50% DCF; 50% multipli FY08e) è di €11.3 per azione.

(€ m)	FY08e	FY09e	FY10e	FY11e	FY12e	FY13e	FY14e	FY15e	FY016e	FY017e	
Sales	2178	2302	2412	2522	2632	2742	2852	2962	3072	3182	Term.
% increase	*	5.70%	4.80%	4.60%	4.40%	4.20%	4.00%	3.90%	3.70%	3.60%	Value
EBIT	249.3	276.4	289.6	302.8	316	329.2	342.4	355.6	368.8	382	
EBIT margin %	11.40%	12.00%	12.00%	12.00%	12.00%	12.00%	12.00%	12.00%	12.00%	12.00%	

<i>Pro-Forma Taxes</i>	-63.6	-70.5	-75.3	-78.7	-82.2	-85.6	-89	-92.5	-95.9	-99.3	
<i>Depreciations&Amortiz.</i>	102	110	110	110	110	110	110	110	110	110	
<i>Change in W.C</i>	-34.7	-34.7	-30.8	-30.8	-30.8	-30.8	-30.8	-30.8	-30.8	-30.8	
<i>Investments</i>	-250	-230	-110	-110	-110	-110	-110	-110	-110	-110	
<i>Free Cash Flow</i>	3.1	51.2	183.5	193.3	203	212.8	222.6	232.4	242.1	251.9	4275
<i>Discounted Period</i>	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	10
<i>Disc. Free Cash Flow</i>	2.8	44	146.1	142.6	138.9	134.9	130.8	126.5	122.2	117.8	2000
<i>Somma of DCF</i>	2.8	46.8	192.9	335.5	474.4	609.3	740.1	866.6	988.9	1106.7	3106
<i>Enterprise Value</i>											3106
<i>Net Cash (Debt) 31/12/08</i>											-547.2
<i>Equity Value</i>											2559
<i>Value per Share (euro)</i>										euro	14

Le informazioni sul calcolo del wacc sono scarse, viene fornito solo il valore del risk-free e del premio per il rischio di mercato, mancano l'aliquota di imposta e il rapporto di indebitamento. Notiamo che vengono descritti i flussi di cassa calcolati nella prima parte della valutazione a due stadi tramite un rendiconto previsionale.

I flussi di cassa scontati ad esempio per il periodo due (cioè per il 2009) sono stati calcolato come :

$$\frac{FCF}{(1+wacc)^t} = \frac{51.2}{(1+0.079)^2} \cong 44$$

Viene poi calcolato il terminal value (secondo stadio) però non viene specificato quale sia il flusso preso in considerazione, sempre che venga utilizzato il modello di Gordon per la determinazione del terminal value stesso.

Il valore dell'azienda a questo punto può essere trovato sommando:

$$\text{somma dei flussi di cassa scontati del primo stadio} + \text{terminal value} = 1106.7 + 2000 = 3106.7$$

Come abbiamo visto nella trattazione teorica il valore del capitale netto può essere trovato come:

$$\text{valore azienda} - \text{debiti} = 3106 - 547.2 = 2558.8$$

Infine l'analista valuta il prezzo delle azioni con una media ponderata fra il valore trovato tramite DCF e quello trovato tramite i multipli.

ANALISI DEI REPORT PRESENTI NEL SITO INTERNET DELLA BORSA ITALIANA DEL 2008 PER MEDIASET

Anche per Mediaset sono stati analizzati i report delle solite sette banche di investimento. Dal report sono state rilevate le seguenti informazioni:

	DEUTSCHE BANK	MERRIL LINCH	CITIGROUP	GOLDMAN SACHS	CHEUVREUX	JP MORGAN	LEHMANN BROTHERS	percentuale
DESCRIZIONE DEL GRUPPO								
descrizione generale della società			x				x	29%
storia della società								0%
struttura del gruppo			x					14%
azionariato	x							14%
								0%
INFROMAZIONI								
<i>INFORMAZIONI CHE RIGUARDANO IL CONTESTO MACROECONOMICO</i>								
analisi del tasso di crescita del PIL	x							14%
analisi dei tassi di cambio								0%
analisi dei consumi								0%
analisi dei tassi di interesse								0%
analisi dele tasso di inflazione atteso								0%
<i>INFORMAZIONI CHE RIGURDANO IL SETTORE DELL'IMPRESA</i>								
Analisi del tasso di sviluppo del mercato di riferimento	x	x						29%
Analisi delle politiche dei concorrenti	x	x	x		x	x	x	71%
Analisi dell'evoluzione o effetto dei prezzi								0%
Analisi di interventi normativi/fiscali			x			x		29%
analisi di mercato	x	x	x	x	x	x	x	100%
<i>INFORMAZIONI DI CARATTERE PIU' SPECIFICO</i>								
analisi bilancio								
analisi ultimo bilancio	x	x	x	x	x	x	x	100%
criteri di bilancio								0%
andamento della redditività o vendite o EBIT per segmento	x		x				x	43%
dividendi nell'anno in corso e/o l'anno seguente								0%
andamento del rapporto di indebitamento e struttura finanziaria								0%
funzionamento								

sistemi di produzione									0%
rete di distribuzione							x		14%
investimenti passati									0%
strategia di marketing passata									0%
strategia di mercato									0%
strategia di investimento	x	x	x		x	x	x		86%
strategia di marketing	x	x	x				x		57%
produzione per regione									0%
previsioni di bilancio	x				x	x			43%
previsione vendita o EBIT per segmento	x						x		29%
VALUTAZIONE									
CE	x	x	x	x	x	x	x	x	100%
SP	x	x	x	x	x	x	x	x	100%
rendiconto finanziario	x	x	x	x	x	x	x	x	100%
fino a									
2008									
2009								x	14%
2010	x					x			29%
2011		x							14%
2012				x			x		29%
2013									0%
2014									0%
2015									0%
<i>INDICI DI BILANCIO</i>	x		x	x	x	x	x	x	86%
<i>DCF</i>	x		x		x	x	x		71%
DCF a due stadi									0%
Descrizione calcolo del WACC	x								14%
Descrizione calcolo Terminal Value									0%
<i>MULTIPLI</i>	x	x	x	x	x	x	x	x	100%
<i>comparabili</i>	x	x							29%
RISCHI	x	x	x	x				x	71%
RATING	x	x	x	x	x	x	x	x	100%

DESCRIZIONE DELLE VOCI E COMMENTI

Informazioni di carattere macroeconomico

Partendo dalle informazioni che riguardano il contesto macroeconomico notiamo che non viene dato alcun peso a variabili riguardanti l'andamento del mercato generale. A dire la verità talvolta gli analisti fanno riferimento ad un possibile rallentamento della crescita ma non si può parlare di una analisi o anche solo di un commento sulla crescita tranne che per il caso di Deutsche Bank.

Informazioni che riguardando il settore dell'impresa

Passando ad informazioni di settore, tramite uno sguardo generale alla tabella è possibile cogliere che l'analisi del settore è considerata molto importante dagli analisti, in particolare vengono analizzate l'audience, e le politiche dei concorrenti:

- due analisti si soffermano sul tasso di sviluppo del mercato della comunicazione e quello più specifico della televisione; viene presentata la quota della televisione nel settore della comunicazione. Possiamo ad esempio citare Merrill Lynch che riporta:

TV consumption

For Italy, the total number of viewers has been used as daily minutes are readily unavailable. As one would expect, the number of TV viewers in Italy has grown since 1997. However, as we have seen in the rest of Europe, there has been a slowdown in TV consumption in 2005 and 2006. In 2007, it declined by 2.5%. In 2008, the number of viewers is up 2.0% year-to-date indicating full year consumption could increase.

- Sei analisti su sette hanno dedicato, come abbiamo detto, ampio spazio all'analisi delle politiche dei concorrenti ovvero di RAI, SKY e La7, in termini di prezzi, di offerta e di strategia di investimento, generalmente si tratta di confronti tra le scelte fatte da Mediaset e quelle fatte dai concorrenti.
- Per quanto riguarda gli aspetti fiscali e normativi bisogna notare che il 2008 è anche l'anno dell'elezione dell'attuale governo Berlusconi, ciò può aver avuto, secondo alcuni analisti, un impatto positivo per l'azienda, in particolare viene fatto riferimento alla cosiddetta *Gentiloni Bill* norma introdotta dal ministro delle comunicazione dell'ultimo Governo Prodi che potrebbe venire bloccata. JP Morgan (report del 31/01/2009) ne analizza bene gli effetti che avrebbe potuto avere esplicitando anche le conseguenze a livello quantitativo sulla valutazione:

the Gentiloni Bill was carrying 3 potential negatives for Mediaset:

- *the potential transfer of one of the 3 Mediaset's FTA TV channels (Rete 4) to satellite;*
- *the reduction of advertising airtime per hour from 18% to 16%;*
- *the inclusion of Telepromotion in the advertising limits.*

According to our estimates the Gentiloni Bill could have reduced Mediaset's medium term operating margin (in the Italian FTA TV) by 4% with a negative impact on SoP of roughly €0.6 per share.

- Passando all'analisi di mercato possiamo dire che questo è il punto principale di tutte le trattazioni di tutti gli analisti, in generale viene proposta una attenta analisi di mercato della pubblicità in Italia, la cui crescita avrebbe naturalmente degli effetti notevoli su Mediaset, viene proposta inoltre l'offerta di canali disponibili nel mercato italiano per determinati segmenti quali il digitale terrestre (DTT). JP Morgan (report 27/02/2008) ad esempio propone una dettagliata tabella per quanto riguarda il mercato delle Pay TV (praticamente quote di mercato) riportato nell'ultimo anno da ogni annuale italiano che possiamo riportare:

The pay TV market in Italy

According to our estimates Pay TV penetration in Italy reached 32% of TV households at the end of 2007. The main Pay TV operators are:

- Sky Italia: mainly through DTH satellite;
- Mediaset and La7 : both through DTT;
- Fastweb and Alice (TI): both through IP TV.

At the end of 2007 the number of TV households receiving TV through the digital terrestrial technology was 6,375,000 (84% using a DTT Decoder and 16% using the DTT Decoder integrated in the TV set). Multichannel penetration (including both the free DTT and the pay TV platforms) was 44% at end-2007.

Table 4: Italy - Pay TV Subscribers estimates

	2003	2004	2005	2006	2007e	2008e	2009e	2010e	2011e	2012e	2013e
TVHH			23,048	23,163	23,279	23,372	23,489	23,606	23,724	23,843	23,962
y/y change (%)	1.10%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.40%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%
DTH Subscribers (Sky Italia) *	2,400	3,100	3,590	4,020	4,370	4,670	4,970	5,170	5,370	5,470	5,570
y/y change (%)	4.30%	29.20%	15.80%	12.00%	8.70%	6.90%	6.40%	4.00%	3.90%	1.90%	1.80%
As a % of TVHH	10.50%	13.50%	15.60%	17.40%	18.80%	20.00%	21.20%	21.90%	22.60%	22.90%	23.20%
DTT Subscribers (Single Users)**	n/a	n/a	479	2,272	2,773	2,774	3,209	3,578	3,814	3,881	3,931
y/y change (%)	n/a	n/a	n/a	374.20%	22.10%	0.00%	15.70%	11.50%	6.60%	1.80%	1.30%
As a % of TVHH n/a	n/a	n/a	2.10%	9.80%	11.90%	11.90%	13.70%	15.20%	16.10%	16.30%	16.40%
IPTV (Pay TV) Subscribers 1	160	193	240	347	360	470	670	1170	1870	2570	3161
y/y change (%)		20.60%	24.40%	44.60%	3.70%	30.60%	42.60%	74.60%	59.80%	37.40%	23.00%
As a % of TVHH	0.70%	0.80%	1.00%	1.50%	1.50%	2.00%	2.90%	5.00%	7.90%	10.80%	13.20%
Total Pay TV Subscribers	2,560	3,293	4,309	6,639	7,503	7,914	8,849	9,918	11,054	11,921	12,662
y/y change (%)	111.00%	128.60%	130.90%	154.10%	113.00%	105.50%	111.80%	112.10%	111.50%	107.80%	106.20%
As a % of TVHH	11.20%	14.40%	18.70%	28.70%	32.20%	33.90%	37.70%	42.00%	46.60%	50.00%	52.80%
Free DTT Households	n/a	1063	3422	4733	6375	7925	9725	11925	14125	15525	15725
y/y change (%)	n/a	n/a	221.90%	38.30%	34.70%	24.30%	22.70%	22.60%	18.40%	9.90%	1.30%
As a % of TVHH	n/a	4.60%	14.80%	20.40%	27.40%	33.90%	41.40%	50.50%	59.50%	65.10%	65.60%
Multichannel TV Households 2	2,720	4,549	7,081	8,627	10,149	11,480	13,906	16,476	19,953	21,236	23,355
y/y change (%)	18.30%	67.20%	55.70%	21.80%	17.60%	13.10%	21.10%	18.50%	21.10%	6.40%	10.00%
As a % of TVHH	11.90%	19.80%	30.70%	37.20%	43.60%	49.10%	59.20%	69.80%	84.10%	89.10%	97.50%

Source: Industry Data, Mediaset Reports and JPMorgan estimates. * fiscal year ending to June; ** Mediaset and Telecom Italia Media

Sky Italia is the Italian Pay TV market leader with an estimated (JPM estimates) 4.4 million subscribers at end 2007. Sky Italia Pay TV offer is essentially distributed through the DTH (Direct To Home) Satellite platform, although a small percentage of TV households receive Sky Italia through IP TV (less than 5% of Sky Italia's subscribers base according to our estimates). The second largest

provider of Pay TV is Mediaset with 2.2m single users (i.e. subscribers to the Pay Per View offer) at the end of 2007. Until end-2007 Mediaset's Pay TV users were buying Pay Per View events (mainly the Italian Football) and therefore they were not subscribers paying a fixed monthly subscription. As highlighted in the previous paragraphs Mediaset is now trying to move its "single user base" to a "subscriber based model". We estimate 360,000 IP TV subscribers at end-2007 with the main operators, Fastweb and Alice (Telecom Italia), controlling 50/50 the market. Cable TV never really took off in Italy owing to the lack of cable network infrastructures and operators.

Si noti che anche se viene presentata l'evoluzione del numero di abbonamenti venduti, non viene riportato l'effetto quantitative sul bilancio. Oltre alla analisi di mercato l'analista commenta anche alcune scelte strategiche di Mediaset per aumentare il suo numero di clienti.

Informazioni di carattere più specifico

Possiamo passare all'analisi di informazioni di carattere più specifico:

- Come notiamo, e come potevamo aspettarci, tutti gli analisti propongono una più o meno dettagliata analisi dei bilanci spiegandone le cause. Solitamente si fa riferimento nell'analisi alle grandezze fondamentali: vendite, EBITDA, EBIT, utili e i rispettivi tassi di crescita. Si noti che in questa voce possono essere inclusi anche riferimenti ai dividendi ed al rapporto di indebitamento se non sono stati trattati a parte. Per capire meglio proviamo a estrapolare una parte dell'analisi di Deutsche Bank:

The Q108 results analysis

Mediaset Italian sales were in line with our estimates at E581m, up 19% YoY, with Italian adspend increasing by 3% YoY. EBIT was 4.5% higher than our forecast due to a better performance in the FTA business.

Si noti che *adspend* è la spesa per la pubblicità. FTA è il segmento della televisione gratuita.

- Tre analisti analizzano tramite bilanci separati la redditività per segmento (televisione gratuita, Pay TV, altro). Bisogna specificare che quasi tutti gli analisti oltre all'analisi di Mediaset generale hanno posto l'attenzione sul suo segmento della Pay TV essendo quello più rischioso.
- Si noti che non viene dedicato un commento, oltre a ciò che si può desumere dall'analisi dei bilanci, alla capacità dell'azienda di distribuire dividendi e al rapporto di indebitamento.

Dal punto di vista del funzionamento dell'azienda possiamo notare che:

- Un analista fa riferimento alle modalità di distribuzione di alcuni prodotti.
- Sei analisti riportano le scelte di investimento di Mediaset in progetti in corso di sviluppo quali la Pay TV e la loro rischiosità.
- Cinque analisti propongono le politiche di marketing portate avanti da Mediaset in politiche di abbonamenti o il tipo di offerta, ad esempio JP Morgan (report del 31/01/2008) riporta:

The commercial offer

Mediaset's objective is to transform and expand its subscriber base from a Pay Per View to a monthly subscription-based model. Consumers with the old Mediaset Premium PPV smart card can still use it until 30 June 2008. New subscribers have two choices:

- *Subscribe to the new commercial offer paying a lump sum for the period that goes from 19 January to 30 June 2008;*

- *Pay €6 per match to watch the Italian Football; €2 per Day to watch Big Brother extended offer; pay €4 per movie/event. The new commercial offer is adding, to the traditional PPV packages, one basic premium offer: “Premium Gallery” broadcasting major US and Italian movies and US fictions through 3 premium channels – Joi (generalist target), Mya (female target), Steel (male target) – and their 1 hour delayed version (Joi+1, Mya+1, Steel+1). The other two historical premium packages are:*

- *“Premium Calcio” broadcasting the live Italian's National Football Championship (Seria A and Serie B) and the UEFA Champion's League tournament.*

- *“Premium Extra” broadcasting special event programs (i.e. Big Brother, Reportages, etc) and selected US blockbusters movies.*

Il problema è ancora che non viene descritto il reale effetto che questa nuova offerta potrebbe avere sulle vendite future.

Per quanto riguarda la parte di previsione possiamo dire che vengono di solito proposti dei tassi di crescita di alcune voci quali i ricavi pubblicitari o i costi. Detto ciò non è possibile passare dall'informazione al valore autonomamente. Proponiamo un esempio tratto da Merrill Lynch (report del 14/05/2008):

Change in forecasts

We have made several changes to our model:

- *Lower 2008 advertising growth to 0.9% from 1.3%*
- *Lower 2008 television cost growth to 1.5% from 1.8%*
- *Increase 2008 EBITA for Pay-Television to €67m from €69m Network Operator to €10m from €7m and Other Activities to €4 to €3m.*

- *Input our Telecinco forecasts (changed last week)*

Overall these changes result in headline EPS being more or less unchanged.

I cambiamenti delle stime sono giustificati dalle informazioni riportate dall'analista sull'andamento ad esempio del mercato della pubblicità.

Valutazione

A questo punto possiamo porre l'attenzione sulla valutazione. Generalmente possiamo dire che non viene dedicato molto spazio alla descrizione dei metodi di valutazione, due analisti non hanno presentato la valutazione tramite DCF, un analista dichiara di aver utilizzato la valutazione per somma delle parti, un altro specifica le componenti del wacc calcolato.

Merrill Lynch propone un buon uso dei multipli che non vengono soltanto riportati ma anche commentati:

Static multiples

The table below shows the static multiples for the European free-to-air TV companies.

Mediaset trades on 5.7x 2008E EV/EBITDA, a 5% discount to the sector (6.0x) and 5.6x 2009E EV/EBITDA, a 4% discount to the sector (5.8x). On 2008E P/E

Mediaset trades on 10.8x, a 21% premium to the sector (8.9x), and on 10.4x 2009E PE, a 29% premium to the sector (8.1x). These multiples however are based on Mediaset reported figures ie including 50% of Telecinco. If we exclude Telecinco from the income statement, the equity and the enterprise value then Mediaset is at a significant premium to comps. On an EV/EBITDA basis, it trades on 6.5x and 5.9x 2008E and 2009E respectively (premia of 9% and 1%). On a P/E basis, it trades on 12.4x and 12.3x 2008E and 2009E respectively (premia of 39% and 53%).

Come notiamo vengono presentati I multipli di Mediaset e confrontati con quelli medi calcolati su quelli delle aziende comparabili europee (ITV M6 TF1 Pro7Sat1 RTL Antena 3 Telecinco).

Infine cinque aziende fanno riferimento ai rischi futuri, di solito legati ad investimenti rischiosi come nella Pay TV.

ANALISI DEI REPORT PRESENTI NEL SITO INTERNET DELLA BORSA ITALIANA DEL 2008 PER FIAT

Di seguito presentiamo la tabella che riassume gli elementi chiave ricavati dall'analisi dei report dei soliti sette analisti.

DESCRIZIONE DEL GRUPPO	DEUTSCHE BANK	MERRIL LINCH	CITIGROUP	GOLDMAN SACHS	CHEUVREUX	JP MORGAN	LEHMANN BROTHERS	percentuale
descrizione generale della società			x		x	x		43%
storia della società								0%
struttura del gruppo			x			x	x	43%
azionariato					x			14%
ASSUMPTIONS								
<i>ASSUMPTIONS CHE RIGUARDANO IL CONTESTO MACROECONOMICO</i>								
analisi del tasso di crescita del PIL								0%
analisi dei tassi di cambio								0%
analisi dei consumi								0%
analisi dei tassi di interesse								0%
analisi del tasso di inflazione atteso								0%
<i>ASSUMPTIONS CHE RIGURDANO IL SETTORE DELL'IMPRESA</i>								
Analisi del tasso di sviluppo del mercato di riferimento	x	x		x	x	x	x	86%
Analisi delle politiche dei concorrenti	x						x	29%
Analisi dell'evoluzione o effetto dei prezzi	x		x				x	43%
Analisi di interventi normativi/fiscali			x				x	29%
analisi di mercato	x	x	x	x	x	x	x	100%
<i>ASSUMPTIONS DI CARATTERE PIU' SPECIFICO</i>								
analisi bilancio								
analisi ultimo bilancio	x	x	x		x	x	x	86%
criteri di bilancio								
andamento della redditività o vendite o EBIT per segmento	x		x		x	x	x	71%
dividendi nell'anno in corso e/o l'anno seguente					x			14%
andamento del rapporto di indebitamento e struttura finanziaria			x		x			29%
funzionamento								

sistemi di produzione							x	14%
rete di distribuzione							x	14%
investimenti passati								0%
strategia di marketing passata								0%
strategia				x			x	29%
strategia di investimento			x		x		x	43%
strategia di marketing					x		x	29%
produzione per regione								0%
previsioni di bilancio	x	x	x	x	x		x	86%
previsione vendita o EBIT per segmento	x	x		x	x		x	71%
VALUTAZIONE								
CE	x	x	x	x	x	x	x	100%
SP	x	x	x	x	x	x	x	100%
rendiconto finanziario	x	x	x	x	x	x	x	100%
fino a								
2008							x	14%
2009	x							14%
2010		x	x		x		x	57%
2011				x				14%
2012								0%
2013								0%
2014								0%
2015								0%
<i>INDICI DI BILANCIO</i>	x	x	x				x	57%
<i>DCF</i>					x			43%
DCF a due stadi								0%
DCF sum of Parts								0%
Descrizione calcolo del WACC					x			14%
Descrizione calcolo dei flussi di cassa								0%
Descrizione calcolo Terminal Value								0%
<i>MULTIPLI</i>	x	x	x	x	x		x	86%
<i>comparabili</i>					x		x	29%
RISCHI		x	x	x	x		x	71%
RATING	x	x	x	x	x	x	x	100%

DESCRIZIONE DELLE VOCI E COMMENTI

Descrizione del gruppo

Notiamo che solo tre analisti su sette propongono una descrizione generale del gruppo, specificandone la struttura, ovvero tutte le aziende di cui ne fanno parte che per FIAT sono Fiat Auto, CNH e Iveco. Un solo analista parla della quota della famiglia Agnelli in Fiat.

Informazioni riguardanti il contesto macroeconomico

Non vengono proposte analisi macroeconomiche. L'analisi economica riguarda sempre il settore.

Informazioni che riguardano il settore dell'impresa.

Tutti gli analisti, ad eccezione di Citigroup, propongono un'attenta analisi dello sviluppo del mercato (o mercati) di riferimento, generalmente è però difficile capire quali siano le conseguenze dirette sulle vendite.

- Due analisti propongono dei riferimenti alle politiche dei concorrenti di Fiat. Si tratta per lo più di descrizioni delle politiche di investimento, ovvero in quale mercato e quanto, ad esempio nella ricerca, hanno investito i concorrenti rispetto a Fiat.
- Tre analisti si soffermano sul possibile effetto che potrebbe avere un aumento del prezzo delle materie prime, Deutsche Bank ne dà una stima precisa e ne chiarisce gli effetti sulla politica dei prezzi di Fiat. Allo stesso modo fa Lehmann Brothers riportando la ripercussione sui costi come si può vedere dal seguente estratto (report del 11/06/2008):

Targets for 2009 and 2010 were set against expectations of raw material headwinds of EUR 240m in 2009 and EUR 220m in 2010. It seems inevitable to us that 2009's raw material headwind will be above 2008's level, so management will have to compensate for an addition cost of EUR 250m-300.

- Due analisti parlano senza chiarirne le conseguenze della legislazione sulle emissioni di anidride carbonica e di possibili incentivi del governo.
- Tutti gli analisti propongono un'analisi di mercato. In generale viene proposta la quota di mercato di Fiat in una determinata regione del mondo e il possibile sviluppo. Molta attenzione viene posta sul mercato brasiliano dove Fiat è una delle società leader del settore.

Informazioni di carattere più specifico

- L'unico analista a non riportare un'analisi di bilancio è Goldman Sachs che si concentra solo sulle previsioni.
- Cinque analisti propongono un'analisi della redditività per le singole aziende che compongono il gruppo. Solo Cheuvreux si sofferma sui dividendi che verranno distribuiti e solo due analisti danno delle informazioni sull'andamento del rapporto di indebitamento di Fiat.
- Solo Lehmann Brothers si propone di descrivere i sistemi di produzione di Fiat, in particolare pone l'accento sulle potenzialità di Fiat di utilizzare economie di scala per contenere i costi, attraverso piattaforme comuni per produrre più tipi di modelli.
- Con la voce strategia, analizzata da tre analisti, si vuole far notare che il report descrive le scelte operate dal management, ad esempio il fatto di optare per un aumento della presenza del gruppo nei segmenti C e D del mercato automobilistico, oppure vengono descritti gli effetti che una possibile scelta di spin-off di Fiat auto potrebbe avere sulla valutazione.
- Nella voce strategia di investimento, descritta da tre analisti, viene riportata ad esempio la possibilità di Fiat di acquisire alcuni marchi.

- Solo due analisti si occupano vagamente delle scelte di marketing di Fiat, citando nuovi modelli, descrivendo la scelta di puntare su motori a basse emissioni, e chiarendo le potenzialità di alcuni modelli e il possibile lancio di alcuni di essi in nuovi mercati. Non viene però in generale tradotto in termini quantitativi.
- Tutti gli analisti ad eccezione di JP Morgan propongono delle previsioni di bilancio in forza delle informazioni che hanno riportato. Alcuni (cinque su sette) analisti si soffermano ad analizzare le prospettive per ogni azienda del gruppo. Cheuvreux propone un dettagliato stress test per ogni azienda in cui viene presentato uno scenario particolarmente sfavorevole e quantificandone gli effetti. Proponiamone un estratto per Fiat auto (report del 31/03/2008):

[...] For this reason, we believe it is critical to assess the potential impact of a worst case scenario, entailing a declining consumption trend and lower consumer confidence, which could result in lower car volumes in 2008 and 2009. The share performance in the car sector, which has declined dramatically since Oct-07 (-38%) already anticipates a market collapse. After putting all of this data together, we conclude that in a distressed scenario, FIAT's volumes would amount to ~2.1m units in both 2008 and 2009 (vs. FIAT's official targets of 2.4m and 2.6m respectively). Clearly, this would have a major impact on trading profit, but considering the rapid cost containment measures that FIAT plans to implement in the very short term (maximum 6 months) and the impact of reduced purchasing costs (~EUR300m in 2007), we believe that FIAT should be able to sustain a positive margin (we estimate that with the current mix, FIAT's break-even point would be ~1.9m vehicles).

Si noti che l'analista dopo aver messo insieme i dati di uno scenario particolarmente sfavorevole quantifica gli effetti sui profitti e i costi di acquisto.

Valutazione

- Tutti gli analisti presentano lo stato patrimoniale, il conto economico e il rendiconto finanziario previsionale al massimo fino al 2011.
- Quattro analisti riportano qualche indice di bilancio principale.
- Per quanto riguarda la valutazione si può notare che solo tre analisti valutano l'azienda attraverso il metodo DCF. Cheuvreux infatti, pur riportando la valutazione tramite DCF, spiega che esso non si adatta molto alla valutazione di Fiat a causa della ciclicità del suo core business. Proponiamo di seguito la valutazione riportata da Cheuvreux (report del 31/03/2008):

In our view, DCF is not the best way to value FIAT, given the cyclical nature of its core businesses. However, FIAT's wide product range, geographical diversification and accurate volume forecasts help it to partially offset this cycle, permitting a consistent valuation. On the back of a weaker macro-economic scenario and the uncertainties about car market trends, we reduced our base assumptions:

- *beta was increased to 1.3 (from 1.1) to factor in the deterioration of the market scenario in Europe;*
- *the growth rate to infinity was reduced to 1% (from 2%) and the operating margin to 4% (from 5%) as a terminal value;*

- *the risk-free rate (4.5% equal to 10-year Euro bond yield) and risk premium (4%) remain unchanged; a 20% gearing and a 33% tax rate. We calculated a WACC of 8.70%, obtaining a theoretical value of EUR20 share (vs. EUR28.6 before).*

Si può notare come l'analista specifichi in modo chiaro come ha calcolato le componenti fondamentali necessarie per l'attualizzazione dei flussi di cassa. Ciò che manca, e non è secondario, è la rappresentazione dei flussi, si noti inoltre che nel report da cui è stato tratto il passaggio non è stato riportato nemmeno il rendiconto finanziario e quindi una rappresentazione dei flussi di cassa.

- Tutti gli analisti tranne JP Morgan presentano la valutazione tramite multipli, solo due analisti però specificano quali siano i comparabili, ovvero quali aziende hanno utilizzato per fare un confronto. In generale però si può dire che la valutazione sembra meno accurata rispetto alle altre aziende analizzate.
- Infine cinque analisti specificano i rischi ai quali potrebbe incorrere l'azienda.
- Tutte le aziende riportano il rating che ritengono più appropriato.

ANALISI DEI REPORT PRESENTI NEL SITO INTERNET DELLA BORSA ITALIANA DEL 2008 PER TELECOM ITALIA

Di seguito presentiamo la tabella che riporta le informazioni presenti nei report principali per il 2008 dei soliti sette analisti finanziari.

Si noti che in generale viene sempre proposta una trattazione a parte per Tim Brazil e del mercato brasiliano. Telecom controlla la società brasiliana, la quale è il secondo operatore nel paese.

	DEUTSCHE BANK	MERRIL LINCH	CITIGROUP	GOLDMAN SACHS	CHEUVREUX	JP MORGAN	LEHMANN BROTHERS	percentuale
DESCRIZIONE DEL GRUPPO								
descrizione generale della società		x	x					29%
storia della società								0%
struttura del gruppo		x						14%
Azionariato	x	x	x		x			43%
INFORMAZIONI								
<i>INFORMAZIONI CHE RIGUARDANO IL CONTESTO MACROECONOMICO</i>								
analisi del tasso di crescita del PIL								0%
analisi dei tassi di cambio								0%
analisi dei consumi								0%
analisi dei tassi di interesse								0%
analisi del tasso di inflazione atteso								0%
<i>INFROMAZIONI CHE RIGURDANO IL SETTORE DELL'IMPRESA</i>								
Analisi del tasso di sviluppo del mercato di riferimento								0%
Analisi delle politiche dei concorrenti			x		x			29%
Analisi dell'evoluzione o effetto dei prezzi					x			14%
Analisi di interventi normativi/fiscali	x		x					29%
analisi di mercato		x	x		x	x		57%
<i>INFROMAZIONI DI CARATTERE PIU' SPECIFICO</i>								
analisi bilancio	x							14%
analisi ultimo bilancio	x	x	x	x	x	x	x	71%
criteri di bilancio								0%
andamento della redditività o vendite o EBIT per segmento	x		x					29%
dividendi nell'anno in corso e/o l'anno seguente	x	x	x		x			57%
andamento del rapporto di indebitamento (anche futuro)	x	x	x		x		x	71%

Funzionamento								
sistemi di produzione								0%
rete di distribuzione								0%
investimenti passati					x			14%
strategia di marketing passata					x			14%
strategia	x	x	x	x	x	x	x	100%
strategia di investimento	x	x	x	x	x		x	86%
strategia di marketing			x		x	x		43%
produzione per regione								0%
previsioni di bilancio	x	x	x	x	x	x	x	100%
previsione vendita o EBIT per segmento			x					14%
VALUTAZIONE								
CE	x	x	x	x	x	x	x	100%
SP	x	x	x	x	x	x	x	100%
rendiconto finanziario	x	x	x	x	x	x	x	100%
fino a								
2008								0%
2009				x	x			29%
2010		x						14%
2011	x		x					29%
2012						x		14%
2013							x	0%
2014								0%
2015								0%
INDICI DI BILANCIO		x	x	x	x			57%
DCF	x	x	x	x	x	x		86%
DCF a due stadi								0%
Descrizione calcolo del WACC	x	x		x	x			57%
Descrizione calcolo Terminal Value								0%
MULTIPLI			x	x	x		x	43%
<i>Comparabili</i>					x		x	14%
RISCHI	x		x	x	x			57%
RATING	x	x	x	x	x	x	x	100%

DESCRIZIONE DELLE VOCI E COMMENTI

Descrizione del gruppo

Notiamo che due analisti propongono una descrizione generale del gruppo, solo Merrill Lynch esplicita con l'aiuto di un grafico i segmenti in cui è divisa Telecom Italia ovvero: rete fissa, rete mobile, Tim Brazil ed altre.

Tre analisti propongono un'approfondita analisi dell'azionariato e delle possibili evoluzioni dell'azionariato stesso, e su chi potrà in futuro assumere il controllo dell'azienda. Viene dato

spazio alle possibilità di Telefonica di aumentare la sua quota e alla volontà del governo di mantenere in mani italiane la società.

Settore dell'impresa

Per quanto riguarda il settore dell'impresa notiamo che due analisti propongono dei paragoni con le altre aziende concorrenti descrivendone le scelte e le possibilità di crescita a scapito di Telecom. Cheuvreux ad esempio descrive l'effetto in termini di quote di mercato che potrebbe avere un'entrata di Vodafone nel mercato della telefonia fissa.

Un analista fa notare la diminuzione dei prezzi nel settore della telefonia negli ultimi anni.

Due analisti sottolineano gli effetti che alcuni provvedimenti di tipo normativo potrebbero avere su Telecom.

Quattro analisti propongono delle brevi analisi di mercato. Si parla per lo più di analisi delle quote di mercato di Telecom e di andamento generale del settore.

Informazioni di carattere più specifico

- Tutti gli analisti propongono quantomeno un quadro generale degli ultimi bilanci dando al massimo delle stime dei tassi di crescita o decrescita delle principali voci di bilancio. Si noti che talvolta oltre ad analizzare le solite voci quali EBIT EBITDA e vendite, viene analizzato un indice tipico della telefonia mobile, l'ARPU "Average Revenue Per Unit".
- Solo due analisti si focalizzano sui singoli segmenti che compongono il gruppo. Bisogna sottolineare che, come detto in precedenza, quasi tutti gli analisti comunque analizzano a parte Tim Brazil.
- Quattro analisti dedicano ampio spazio alla situazione, negativa, di indebitamento di Telecom ed a possibili decisioni che potrebbero venire adottate a riguardo, specificando gli effetti positivi che avrebbe una diminuzione del debito.

Cheuvreux in particolare propone un'analisi sulla capacità di Telecom di guardare al lungo termine e alle scelte di distribuzione di molti dividendi e pochi reinvestimenti. Proponiamo un estratto da Cheuvreux (report del 26/02/2008):

A long term industrial approach

We believe this is what TI has been lacking over the last 10 years, since the privatizations. In our view, a long term industrial strategy would be the greatest advantage that the new shareholders might bring to TI. In particular with its publicly stated goal to be TI industrial partner, we expect Telefonica to contribute in this direction.[...] TI's management has been replacing long term industrial objectives, with the short term financial goals of the controlling shareholders (tied directly to the cumbersome controlling structure). As a result, over the last 4 years, TI has distributed ~EUR11bn of cumulated dividends, with an average pay-out of 103%, almost two times the average of European comparables (57%).

It has also been disposing of valuable international operations (Chile, Peru, Venezuela, Turkey, Greece, minority stakes in Auna, Bouygues, Telekom Austria), thus reducing its overall diversification and increasing its exposure to the saturated domestic market.

As a result, while the other main European telco operators have been reducing their financial leverage and increasing the diversification outside their mature domestic markets, TI has moved in the opposite direction over the last 4 years, increasing just slightly its exposure to fast-growing emerging markets (13% of EBITDA2007E) and increasing its financial leverage, with the sole objective of obtaining the maximum pay-out for the control chain.

After a reshuffle in April 2007, TI now has a shareholding structure which might permit management to take a longer term view and focus on industrial issues again, not just short term financial goals. The current shareholders have very limited exposure to TI and have much greater financial flexibility, thus reducing pressure on the company's cashflows. This might allow TI to reduce dividends significantly. In our view, a reasonable pay-out would be ~50% of consolidated net income, implying a DPS of ~EUR0.065-0.075 per share over the next three years based on our 2008-10 estimates. Hypothetically, if shareholders were willing to quickly reduce dividends and recover more financial flexibility, dividends could even be cancelled. However, we believe this is unlikely as a DPS of EUR0.065 would provide a 3-4% dividend yield, which might provide critical share price support. In addition, although this is a minor issue, a dividend of EUR0.06 per share would also give Telco the financial resources (EUR205m) to cover the bulk of the interest due on its outstanding debt .

Notiamo in questo pezzo la descrizione delle scelte effettuate da Telecom in termini di distribuzione dei dividendi e di struttura del capitale comparandole anche con quelle dei maggiori concorrenti europei. Viene criticata la strategia passata di Telecom che non guardava al lungo termine; si tratta di un elemento che può avere sicuramente delle ripercussioni forti sulla valutazione dell'azienda e del suo capitale netto. L'analista comunque vede per l'immediato futuro un miglioramento in termini di obiettivi di lungo periodo con un reinvestimento maggiore di dividendi, si pensi agli effetti sul valore del capitale netto di un aumento delle opportunità di crescita, e in termini di rapporto di indebitamento e quindi di rischio.

- Un solo analista accenna ad alcuni investimenti passati fatti da Telecom, in particolare viene ripercorsa brevemente la storia e la redditività degli investimenti effettuati in Brasile.
- Tutti gli analisti dedicano ampio spazio alle scelte strategiche, quali il taglio dei costi, le decisioni di riduzione della distribuzione dei dividendi per ottenere una maggiore crescita. Un esempio può essere tratto da Deutsche Bank (report del 08/02/2008) sugli obiettivi strategici di Telecom:

style New CEO, new management

Based on our conversations with industry sources, we think Mr Bernabe' will focus on:

- *reduced aggressiveness on the Italian market. Mr Ruggiero decided – in H2 2005 – to abandon margins defense in order to re-gain market shares both in mobile and wire line.*
- *We believe Mr Bernabe' will go back to a more "incumbent" type of approach reducing the level of litigations on the Italian market and preserving margins rather than market shares*
- *organic international expansion, strengthening its position in the areas of presence: Brazil, Germany, Argentina supporting all the CAPEX needed to capture growth cost cutting, mainly through synergies with Telefonica (much of the rest has been done in the past already)*

- *attention to financial optimization, which could potentially lead to the elimination of the costly saving shares*
- *trying to secure that the strategic part of the network – the access – remains in Italian hands, potentially leading to structural access network separation.*

Non vengono però specificati gli impatti diretti sui bilanci futuri di questi nuovi obiettivi.

- Per quanto riguarda la strategia di investimento notiamo che sei analisti su sette ne propongono almeno qualche accenno. Oltre a citare possibili investimenti o progetti che Telecom potrebbe portare avanti, vengono specificate possibili scelte di disinvestimento di fronte alle quali Telecom si potrà trovare, anche in un'ottica di riduzione del debito.
- Tre analisti danno qualche informazione sulle strategie di marketing di Telecom, si tratta per lo più di nuove offerte. Cheuvreux ci da qualche informazione riguardo la strategia di marketing passata adottata da Telecom.
- Tutti gli analisti descrivono ampiamente le previsioni di bilancio. Spesso commentano le previsioni proposte dal management dell'azienda e le rivedono secondo le loro opinioni. Solo Citigroup spende qualche parola sulle previsioni per singolo segmento.

Valutazione:

In generale non vengono presentate descrizioni chiare e dettagliate delle modalità di valutazione.

- Tutti gli analisti riportano il conto economico, lo stato patrimoniale e il rendiconto finanziario previsionali ad anni diversi.
- Solo Lehmann Brothers non propone una valutazione utilizzando il modello DCF.
- Quattro analisti specificano gli elementi che compongono il wacc.
- Quattro analisti propongono la valutazione tramite multipli, solo uno però specifica in modo approfondito quali siano le aziende comparabili utilizzate.

Proponiamo di seguito la valutazione più completa tramite comparabili, ovvero quella riportata da Cheuvreux (report del 26/02/2008):

Telecom Italia is trading broadly in line with the median of European integrated operators, despite the lower growth outlook, poor visibility on strategy and high regulatory risk, which in our view should command a significant discount (~10%).

EV/EBITDA. *Compared to the median of European integrated operators, the stock is trading broadly in line on 2008 and 2009 EV/EBITDA at 5.74x and 5.3x respectively;*

P/E multiple. *Compared to the median of European integrated operators, the stock trades at a 3% premium on 2008 P/E (12.7x vs. 12.3x) and at 7% discount on 2009 P/E (11.8x vs. 12.7x);*

(EUR,%)	Mkt. Cap.	P/E		EPS gr. 07-09E	Yield		EV/EBITDA	
		08E	09E		08E	09E	08E	09E
BELGACOM	10414	12.3	12.7	-3.20%	4.9	4.9	6.3	6.2
DEUTSCHE								
TELEKOM	57609	19	16.1	11.10%	6.3	6.5	5	4.7
FRANCE TELECOM	61634	11	10.3	0.70%	5.9	6.2	5.5	5.1
KPN	21623	13.5	13	9.50%	4.4	4.8	6.7	6.4

TELEFONICA	91269	12	10.3	19.80%	5.3	6.1	5.7	5.2
TELENOR	22033	13.5	12.7	-8.80%	3.6	3.8	6	5.7
TELIASONERA	23372	11.9	11.4	0.00%	4.3	4.5	4.9	4.6
TELECOM ITALIA	32480	12.7	11.8	3.50%	3.8	4.1	5.4	5.3
Weighted average	324112	13.3	12	7.90%	5.2	5.5	5.6	5.2
Median		12.3	12.7	0.70%	4.9	4.9	5.7	5.2

source:Cheuvreux

Notiamo che Cheuvreux prende in considerazione le maggiori società nel panorama europeo del settore. Allo stesso tempo pone dei dubbi sui risultati, la differenza tra i multipli di Telecom e la mediana dovrebbe essere più ampia, vista l'analisi precedente.

Quattro analisti infine parlano dei rischi a cui potrebbe incorrere l'azienda e quindi non rispecchiare la valutazione.

Tutti gli analisti come al solito danno un proprio rating, quale *buy*, *sell* o *hold*.

BIBLIOGRAFIA

- Per la prima parte:

Damodaran A. , *Finanza Aziendale*, Apogeo, Milano, 2001.

Brealey R., Meyers S., Sandri S., *Principi di finanza aziendale*, McGraw-Hill, Milano, 2003.

Massari M., Zanetti L., *Valutazione finanziaria*, McGraw-Hill, Milano, 2004.

- Per la seconda parte tutti i report analizzati sono tratti dal sito internet:

www.borsaitaliana.it