

LIBERA UNIVERSITÀ INTERNAZIONALE DEGLI STUDI
SOCIALI
“LUISS - GUIDO CARLI”



DIPARTIMENTO DI IMPRESA E MANAGEMENT

Corso di laurea in

Economia e Management

Amministrazione, Finanza e Controllo

Metodi di valutazione aziendale

RELATORE:

Prof. Enrico Maria Cervellati

LAUREANDO:

Filippo Ciampi

ANNO ACCADEMICO 2014/2015

Indice

0.0	Introduzion.....	pag. 3
1.0	Flussi di Cassa.....	pag. 5
1.1.0	Il rischio.....	pag. 6
1.1.1	Rischio di mercato.....	pag. 7
1.1.2	Il tasso privo di rischio.....	pag. 9
1.2.0	Stime dei flussi di cassa.....	pag. 10
1.2.1	Stime esterne.....	pag. 10
1.2.2	Indicatori interni.....	pag. 11
1.3.0	Modello DDM.....	pag. 13
1.3.1	DDM a due fasi.....	pag. 14
1.3.2	Modello DDM H.....	pag. 16
1.3.3	Modello DDM a tre fasi.....	pag. 16
1.4	Modello FCFE.....	pag. 17
1.5	Modello FCFF.....	pag. 20
2.0	Multipli per la valutazione aziendale relativa.....	pag. 22
2.1	Metodi per la comparabilità delle imprese.....	pag. 23
2.2.0	Rapporto P/E.....	pag. 24
2.2.1	I limiti del P/E ratio.....	pag. 25
2.3	PEG.....	pag. 25
2.4	Price/sales.....	pag. 26
2.5	Price-to-book.....	pag. 27
2.6	Enterprise Value.....	pag. 27
2.7	EP.....	pag. 28
2.8	Imprese sottovalutate.....	pag. 28

3.0	Analisi studi societari.....	pag. 30
3.1.0	Composizione studi societari.....	pag. 30
3.1.1	Analisi SWOT.....	pag. 30
3.1.2	Valutazioni.....	pag. 32
3.1.3	Conto profitti e perdite.....	pag. 34
4.0	Conclusioni.....	pag.36

0.0 Introduzione

La valutazione aziendale rappresenta uno dei fondamenti della finanza. Infatti, valutare le imprese sulla base dei dati storici per farne una proiezione futura del loro andamento mi ha sempre affascinato come tema. Se si pensa alla facilità con il quale si possono comprare diversi tipi di titoli finanziari appartenenti a qualsiasi società quotata quotidianamente da casa propria attraverso l'home banking ci rendiamo conto di come i mercati si sono evoluti.

Le valutazioni aziendali sono il concetto sul quale si basano gli scambi facenti parte di quel complicato meccanismo chiamato mercato e lo scopo reale di questo studio è appunto quello di fornire gli strumenti necessari per poter analizzare report e riuscire a fare un'analisi accurata della situazione presente e futura di un'azienda.

Alla base di tutto è però necessario fare una premessa fondamentale. Per quanto la scienza delle analisi societarie sia diventata sempre più approfondita e accurata, ci sono delle ipotesi sulla quale questa si basa per essere a tutti gli effetti veritiera. Questo studio deve per prima cosa basarsi su dati realmente affidabili.

Non è difficile trovare dei casi di aziende quotate che emettevano documenti falsati, basti pensare al caso Cirio e Parmalat in Italia. Solo Parmalat, per l'appunto, ha prodotto falsi in bilancio per quattordici miliardi di euro diventando di fatto uno dei più grandi scandali europei.

Il lavoro è strutturato in 3 parti. Nelle prime due vedremo una divisione fondamentale tra due tipi di valutazioni. Quella relativa ai flussi di cassa attesi in futuro e quella che viene chiamata valutazione relativa, ovvero una

valutazione che si basa sull'utilizzo di multipli per il confronto tra imprese più o meno correlate all'interno del mercato.

Nella terza parte invece ci sarà un confronto attraverso lo studio societario della banca Fineco. Approfondiremo poi in modo più ampio la mission di Fineco bank, ma per adesso ci basti sapere che è una banca diretta multicanale facente parte del gruppo Unicredit, caratterizzata da un home banking multifunzionale.

Attraverso la piattaforma internet è infatti possibile gestire il proprio conto e operare, con l'ausilio di una rete di promotori finanziari, sui mercati internazionali a costi contenuti. Grazie a questo modello di business è riuscito ad affermare la società come primo broker a livello di volumi scambiati sul mercato in Italia e come primo in Europa in base al numero di transazioni eseguite.

Come abbiamo detto metteremo a confronto due diversi studi societari redatti da Mediobanca e da Kepler Cheuvreux per osservare le differenze delle valutazioni nello stesso periodo. Questo ci permetterà di renderci conto di come possono variare le opinioni degli analisti.

1.0 Flussi di cassa

L'approccio più utilizzato per stimare il valore di una attività è sicuramente la valutazione dei flussi di cassa attualizzati (*discounted cash flow*, DCF). Valore il quale si ricava attraverso il flusso di cassa prodotto dall'attività attualizzato ad un tasso, che corrisponda alla rischiosità della medesima attività.

Un'attività viene quindi acquistata in previsione dei flussi di cassa che si suppone vengano prodotti in futuro $E(CF_1)$ al tasso di rischiosità (r).

Il valore dell'attività potrà essere scritto quindi così:

$$\text{Valore dell'attività} = \frac{E(CF_1)}{(1+r)} + \frac{E(CF_2)}{(1+r)^2} + \frac{E(CF_3)}{(1+r)^3} + \dots + \frac{E(CF_n)}{(1+r)^n}$$

Tuttavia, mentre si potrebbe pensare che il flusso di cassa prodotto da molteplici attività non sia altro che la sommatoria dei flussi di cassa delle singole attività, bisogna distinguere la valutazione *going concern* da quella della singola attività. Se prendiamo quindi ad esempio un'azienda è opportuno fare una valutazione non solo delle attività già poste in essere ma anche di quelle future.

Quando si parla di tasso di attualizzazione si intende quel tasso da applicare ai flussi di cassa che più rifletta la rischiosità del flusso di cassa stesso. È quindi logico domandarsi come sia caratterizzato questo tasso.

1.1.0 Il rischio

Per rischio si intende la probabilità che il flusso di cassa realizzato sia diverso da quello stimato. È importante considerare che tale differenza può manifestarsi in difetto quanto in eccedenza. Ed un prima caratteristica del rischio fondamentale da considerare è questa sua natura di pericolo/opportunità. Procederemo ora ad analizzare diversi tipi di rischio.

1.1.1 Rischio di mercato

Possiamo definire il rischio di mercato come quel rischio che non è diversificabile in un portafoglio titoli. I metodi per calcolarlo sono molteplici, ma noi prenderemo in esame per primo quello standard, ovvero, il CAPM (*capital Asset Pricing Model*).

Il CAPM si basa su delle ipotesi, tra queste le più importanti sono:

- Non esistono tasse, né costi di transazione o altre imperfezioni di mercato.
- Gli investitori hanno aspettative omogenee circa rendimenti attesi, varianze e le covarianze dei rendimenti attesi di tutte le attività rischiose.

Per stimare il rischio sistematico è quindi necessario ricorrere alla covarianza dell'attività con il portafoglio di mercato, seppure la covarianza essendo un valore non standardizzato non ci da nessuna informazione sul rischio relativo. È quindi necessario dividerla per la varianza del portafoglio di mercato arrivando così al calcolo del beta (β) dell'attività:

$$\beta_i = \frac{Cov_{im}}{\sigma_m^2}$$

Il β esprime, quindi, la sensitività del rendimento dell'asset al rischio sistematico. Infatti, si potrà definire un portafoglio in base al beta che lo caratterizza:

- $\beta > 1$ Titolo o portafoglio aggressivo
- $\beta < 1$ Titolo o portafoglio difensivo
- $\beta = 1$ Titolo o portafoglio neutrale

Il rendimento di una attività può essere scritto quindi come (il tasso di rendimento di una attività risk free) x (beta dell'attività) x (premio per il rischio).

Dopo il CAPM un altro modello noto è l'APM (*arbitrage pricing model*) che come ipotesi principale asserisce che le attività aventi lo stesso rischio vengono negoziate allo stesso prezzo. Inoltre si ammette l'esistenza di più beta di mercato e di conseguenza di più rischi di mercato correlati ad una attività.

Possiamo quindi definire la funzione del rendimento atteso nel seguente modo:

$$E(R_i) = R_f + \beta_1[E(R_1) - R_f] + \beta_2[E(R_2) - R_f] \dots \dots + \beta_n[E(R_n) - R_f]$$

dove:

R_f = Rendimento atteso di un portafoglio risk free.
 $E(R_i) - R_f$ = premio atteso per il rischio associato a i

1.1.2 Il tasso privo di rischio

Un investimento si dice privo di rischio quando il rendimento atteso è noto con certezza, di conseguenza per tasso privo di rischio si intende il tasso di rendimento di tale investimento.

Per calcolare i rendimenti attesi di investimenti rischiosi si aggiunge al tasso privo di rischio un premio per il rischio atteso, e affinché ciò sia possibile,

ovvero un investimento sia esente dal rischio, bisogna soddisfare due condizioni:

- Assenza del *default risk*
- I tassi di reinvestimento futuri devono essere certi

È però opportuno domandarsi come si possa arrivare alla stima del tasso risk free.

Una buona approssimazione può essere data dai tassi dei titoli di stato in quanto è possibile stimare facilmente il *default spread* e il premio per il rischio.

Altrimenti si può prendere come esempio le aziende più solide all'interno di un mercato e usare come tasso privo di rischio il tasso dei fondi presi in prestito dall'azienda a lungo termine.

Per premio per il rischio si intende dunque quella misura da aggiungere al rischio risk free quando ci si sposta da un investimento privo di rischio ad uno mediamente rischioso come il portafoglio di mercato. In poche parole più l'investitore è avverso al rischio e più richiede un premio per il rischio elevato. Inoltre maggiore è la rischiosità dell'investimento e maggiore sarà il premio per il rischio.

Esistono diversi modi per stimare il premio per il rischio, tuttavia la migliore stima è considerata da molti lo studio dei dati storici. Nel CAPM il premio viene calcolato facendo la differenza tra i rendimenti medi azionari e i rendimenti medi su titoli privi di rischio in un periodo di tempo esteso. Nell'APM, e in quei modelli definiti multifattoriali, si stima sulla base di prezzi storici di determinate attività sempre su periodi lunghi. Dunque le variabili per la stima saranno il periodo utilizzato, la scelta del titolo e le medie.

Spesso si ricorre allo studio dell'intero periodo disponibile, ma si può ricorrere anche a periodi più brevi sebbene ciò comporti un errore potenziale maggiore sulla stima.

Per quanto riguarda la scelta del titolo privo di rischio abbiamo già discusso in precedenza le variabili fondamentali, focalizziamoci quindi sulle medie.

Per calcolare la media dei rendimenti si può ricorrere sia a al metodo aritmetico che a quello geometrico. Il primo è in realtà più corretto, ma nel caso i rendimenti annui non abbiano correlazioni temporali, ci sono numerose motivazioni per usare la media geometrica. Infatti, gli investimenti azionari sono negativamente correlati nel tempo e la media aritmetica tende a sovrastimare il premio, in più stimando i flussi di cassa, anche nel caso in cui l'orizzonte sia uniperiodale, si fa riferimento a rendimenti futuri per scadenze lunghe ed è quindi più corretto prendere come riferimento un orizzonte pluriennale.

Oltre allo studio dei dati storici si può stimare il valore del premio per il rischio mettendo come postulato che i prezzi di mercato riflettano l'andamento del prezzo delle azioni. Possiamo quindi ricavare il premio per il tasso privo di rischio attraverso la seguente equazione:

Valore

$$= \frac{\textit{Dividendi attesi prossimo periodo}}{\textit{Tasso rendimento atteso CN} - \textit{Tasso crescita dividendi attesi}}$$

Qui l'incognita è il tasso di rendimento atteso del capitale netto al quale sostituiamo il tasso privo di rischio per ottenere il premio.

1.2.0 Stima flussi di cassa

Sappiamo già cosa sono i flussi di cassa e come vengono usati, quindi ora analizzeremo come si possono stimare.

Per prima cosa dobbiamo considerare che quando si stima un flusso di cassa lo si fa entro un termine predeterminato caratterizzato da una crescita straordinaria al termine della quale possiamo dare un valore all'impresa conosciuto come valore terminale. Si considera che i flussi di cassa, alla fine del periodo di crescita straordinaria, crescano ad un tasso costante stabile e sostenibile per sempre conosciuto come periodo di crescita stabile.

Descriviamo quindi così il valore di un'impresa:

$$\sum_{t=1}^{t=n} \frac{\text{Flusso di cassa atteso}_t}{(1+r)^t} + \frac{\text{Valore terminale}_n}{(1+r)^n}$$

Abbiamo già definito il periodo di crescita straordinaria, ma è necessario chiedersi quanto sia la sua lunghezza, ovvero quando l'impresa raggiungerà la crescita stabile, scenario finale di tutte le imprese che non siano liquidate.

La crescita prima citata è considerata la creazione di valore che si ha quando il valore del ROE è maggiore del costo di capitale netto. Tale crescita è influenzata da 3 fattori:

- Le dimensioni dell'impresa, in quanto un'impresa di piccole dimensioni ha maggiore possibilità di ottenere rendimenti in eccesso. (È da tenere in considerazione che non solo è importante in modo assoluto la grandezza dell'azienda ma è fondamentale considerare la percentuale che gli appartiene nel mercato in quale opera, per stimare se realmente le possibilità decrescita sono elevate. In sintesi il mercato potenziale è quindi un indice fondamentale per stimare le potenzialità di un'impresa.)
- I tassi di crescita, poiché imprese che hanno registrato un aumento del fatturato avranno più possibilità di vedere aumentare i loro ricavi futuri.

- Sostenibilità del vantaggio competitivo, perché perfino le barriere all'entrata di un settore di mercato posso variare la stima sul periodo di crescita straordinaria.

1.2.1 Stime esterne

Le stime fatte dagli analisti sono spesso derivanti da stime fornite a quest'ultimi direttamente dall'impresa o da altri analisti.

È facile intuire i privilegi dati da questo tipo di analisi. Infatti, ricevendo i dati dal management aziendale scaricano la responsabilità in caso di errori derivanti da quest'ultima. Sono da considerare anche gli svantaggi che derivano da questo tipo di analisi, poiché è molto probabile che il management aziendale sia spesso vittima dei bias e che quindi le stime future rappresentino in realtà aspettative più che positiviste.

Altro pericolo è dato dal fatto che molti management sono remunerati in base alla loro capacità di raggiungere e superare le stime ed è quindi possibile che si abbassino intenzionalmente in fase di valutazione.

Le stime fornite da altri analisti sono in realtà molto più efficienti di quelle fornite dai rendimenti storici. Infatti, gli analisti prendono in considerazione anche i recenti rapporti di gestione. Si valutano inoltre anche l'effetto di altre aziende appartenenti allo stesso settore che possono riportare significative modifiche nello studio dei flussi di cassa futuri.

Un altro fattore decisivo che dimostra la superiorità delle stime degli analisti è dato dalla conoscenza di informazioni di dominio privato di cui vengono a conoscenza gli analisti che seguono quella determinata azienda.

1.2.2 Indicatori interni

Una delle strategie più comuni all'interno di un'azienda in crescita è quella di non procedere alla distribuzione degli utili totale o parziale per reinvestire una grande parte di utili direttamente all'interno dell'azienda. Un esempio palese di questo comportamento ci è dato da Amazon che nonostante l'attivo di

bilancio ha un tasso di crescita sorprendentemente elevato da portarli a non distribuire utili bensì a reinvestirli nella loro totalità all'interno della stessa.

La crescita degli utili per azione è data in primis quindi dalla relazione tra ROE e il tasso di ritenzione degli utili.

$$g_t = \left(\frac{\text{Utili reinvestiti}_{t-1}}{NI_{t-1}} \right) * ROE$$
$$= \text{Tasso di ritenzione degli utili} * ROE$$

Un altro indicatore è dato dall'utile netto e la sua crescita che non è altro che il rapporto tra il tasso di reinvestimento del capitale netto e il ROE.

Essendo impossibile stimare i flussi di cassa futuri all'infinito le stime vengono fatte entro un certo termine e da quel termine consideriamo il valore terminale dell'impresa.

$$\text{Valore dell'impresa} = \frac{CF_1}{(1 + k_c)^t} + \frac{\text{Valore terminale}_n}{(1 + k_c)^n}$$

Il valore terminale di un'impresa si può calcolare, sia considerando il caso di liquidazione e quindi stimando il valore che il mercato è disposto a pagare per quell'azienda, sia attraverso l'applicazione di un multiplo agli utili, ricavi o valore contabile, sia considerando che i flussi di cassa cresceranno da lì in avanti ad un tasso costante g .

Il valore di liquidazione si può calcolare attraverso la seguente equazione:

Valore atteso liquidazione

$$= \text{Valore contabile delle attività}_{\text{Anno terminale}} \\ * (1 + \text{tasso di inflazione})^{\text{Vita media dell'attività}}$$

Importante è discutere il calcolo del tasso di crescita g da applicare al valore terminale. Poiché si possono fare due distinzioni, ovvero in caso di valutazione del capitale netto o nel suo complesso. Il valore terminale può quindi assumere rispettivamente queste due forme:

Valore terminale capitale netto_t

$$= \left(\frac{\text{Flusso di cassa per l'azionista}_{t+1}}{r_{e_{n+1}} - g_{\text{Stabile}}} \right)$$

Il flusso di cassa in evidenza non è altro che il dividendo generato dalle azioni appartenenti all'azionista.

$$\text{Valore terminale}_t = \frac{FCFF_{t+1}}{\text{Costo del capitale}_{n+1} - g_n}$$

Un indice fondamentale è quello dell'indebitamento di un'azienda. Infatti, le aziende in fase di crescita tendono ad usare meno debito poiché non in grado di sostenerlo. Invece, quando ci si avvicina invece alla crescita stabile, si aumenta la capacità di indebitarsi.

1.3.0 Modello DDM

Il modello DDM (*Divident Discount Model*) è basato sull'attualizzazione dei dividendi e rappresenta il primo modello dell'analisi dei DCF.

Prendiamo ad esempio una posizione lunga su un'azione. In questo caso l'azionista si aspetta due flussi di cassa: il valore dell'azione al momento in cui assume una posizione corta e i dividendi che fruttano durante il periodo in cui si detiene l'azione. Possiamo quindi rappresentarlo così:

$$\text{Valore di un azione} = \sum_{t=1}^{t=\infty} \frac{E(DPS_t)}{(1 + k_e)^t}$$

DPS= dividendo atteso per azione

k= costo dell'equity

Come detto in precedenza le stime non possono avere un orizzonte temporale infinito, quindi possiamo distinguere diversi tipi di modelli DDM a seconda di come è considerata la crescita dell'azienda. Il primo modello più semplicistico è quello di Gordon che tiene conto di una crescita costante ed è rappresentato da questa equazione:

$$\text{Valore dell'azione} = \frac{DPS_1}{k_e - g}$$

DPS= dividendi attesi nel prossimo anno

K= tasso di rendimento richiesto dagli investitori nel capitale di rischio

g= tasso di crescita perpetuo dei dividendi

Consideriamo che la stima della crescita dei dividendi rispecchi la crescita dei ricavi e degli utili. Poi si calcola il tasso di crescita in questo caso. Una regola fondamentale è che il tasso di crescita di un'azienda deve essere uguale o inferiore al tasso di crescita del settore di mercato di cui fa parte.

1.3.1 DDM a due fasi

Il modello DDM a due fasi si basa sull'ipotesi che ci siano due fasi di crescita all'interno di una azienda e di queste due la prima è considerata straordinaria e quindi limitata e la seconda invece no, in quanto perpetua nel tempo. Il valore di un'azione non sarà altro che la somma tra il VA dei dividendi in crescita straordinaria e il VA del prezzo terminale. Il che può essere rappresentato da questa equazione:

$$P_0 = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{DPS_1}{(1 + k_{e,hg})^t} + \frac{P_n}{(1 + k_{e,hg})^n}$$

Dove: $P_n = \frac{DPS_{n+1}}{k_{e,st} - g_n}$

st= crescita stabile

hg=crescita elevata

Per la crescita stabile valgono le solite condizioni del modello di Gordon come ad esempio il fatto che la crescita dell'azienda non può superare la crescita dell'economia di cui fa parte.

Abbiamo già affrontato la questione del pagamento dei dividendi in una società in fase di crescita e sappiamo già che una società che raggiunge la stabilità avrà un tasso di payout maggiore rispetto ad una società in crescita straordinaria.

Questa relazione può essere rappresentata così:

$$\text{Tasso di crescita atteso} = (1 - \text{Tasso di payout})(ROE)$$

Dal quale si ottiene:

Tasso di payout in fase di stabilità

$$= 1 - \frac{\text{Tasso crescita stabile}}{\text{ROE fase crescita stabile}}$$

Il modello DDM a due fasi è quindi applicabile ad aziende in forte crescita che sono in grado di sostenerla per un determinato periodo di tempo al termine del quale si manifesterà una stabilità.

Per comprendere meglio a chi applicare questo modello possiamo fare degli esempi particolarmente adatti. Uno di questi è un'azienda farmaceutica che detiene un brevetto per un medicinale. In questo caso essendo l'impresa in monopolio per quel prodotto avrà una crescita straordinaria che è già prevedibile a livello temporale in quanto si sia a conoscenza della scadenza del suo vantaggio. Possiamo quindi già determinare il periodo di crescita straordinaria e il momento in cui da questo si arriva alla stabilità.

1.3.2 Modello DDM H

Questo modello, come il precedente, considera un'impresa in cui si realizza una condizione di crescita straordinaria seguita da una stabilità di crescita. Tuttavia in questo caso si considera un'azienda che manifesti un tasso di crescita straordinaria linearmente decrescente. Quindi il valore dei dividendi attesi si può scrivere come:

$$p_0 = \frac{DPS_0 * (1 + g_n)}{(k_e - g_n)} + \frac{DPS_0 * H * (g_a - g_n)}{(k_e - g_n)}$$

Con:

p_0 = Valore delle azioni oggi

k = costo equity

$g(a)$ = tasso crescita iniziale $g(n)$ = tasso crescita al termine di H

Analizzando questa equazione possiamo dire che il primo membro rappresenta il periodo di crescita stabile e il secondo quello di crescita straordinaria.

Questo modello non può essere utilizzato, tuttavia, da imprese che non ricorrono alla distribuzione degli utili, poiché il tasso di payout deve essere costante. Dato che prende in considerazione imprese in forte crescita e che si aspettano un calo di quest'ultima al diminuire del vantaggio concorrenziale iniziale, ciò comporta un grande limite.

1.3.4 Modello DDM a tre fasi

Il modello a tre fasi è quello più completo in quanto non mette alcuna restrizione al tasso di payout e considera tre fasi della crescita aziendale:

1. Prima fase: Crescita elevata
2. Seconda fase: Transizione
3. Terza fase: Crescita stabile

Quindi questo modello considera una prima fase di crescita molto elevata seguita da una fase di transizione nel quale il tasso di crescita riscontra una forte diminuzione per poi stabilizzarsi ad un tasso di crescita stabile perpetuo. Il valore delle azioni si può quindi descrivere come:

$$p_0 = \sum_{t=1}^{t=n1} \frac{EPS_0 * (1 + g_a)^t * \Pi_a}{(1 + k_{e,tr})^t} + \sum_{t=n1+1}^{t=n2} \frac{DPS_t}{(1 + k_{e,tr})^t} + \frac{EPS_{n2} * (1 + g_n) * \Pi_n}{(k_{e,st} - g_n)(1 + k_e)^{n2}}$$

Dove:

$\Pi(a)$ = tasso di payout nella fase di crescita elevata

$\Pi(n)$ = tasso di payout nella fase di crescita stabile

$k(a)$ = costo dell'equity nella fase di crescita elevata (hg), nella fase di transizione (tr) e nella fase di crescita stabile (st)

I tre membri rappresentano le tre fasi prima descritte. Si può dire inoltre che questo modello è il più completo per le imprese che presentano tassi di crescita molto elevati.

1.4.0 Modello FCFE

Il modello FCFE (*free cash flow to equity*) è il modello dell'attualizzazione dei flussi di cassa per gli azionisti. Si consieri quindi che nella cassa dell'impresa non ci sia nessun deposito dato che dopo aver ripagato il debito e i fabbisogni di reinvestimento necessari per il proseguo dell'attività di azienda il resto sia distribuito sotto forma di FCFE agli azionisti. Deduciamo che la crescita degli utili degli asset sarà inclusa nei FCFE.

I FCFE hanno un tasso di crescita atteso che si ottiene dallo sviluppo della seguente relazioni.

Tasso reinvestimento equity

$$= \frac{\text{capex nette} + \text{Variazione CCN op.} - (\text{nuove emissioni debito} - \text{rimborso debito})}{\text{Utile netto}}$$

ROE noncash

$$= \frac{\text{Utile netto} - \text{Reddito da liquidità e titoli al netto delle imposte}}{\text{Valore libro equity} - \text{Liquidità e titoli negoziabili}}$$

Tasso di crescita atteso del FCFE

$$= \text{Tasso do reinvestimento} * \text{ROE noncash}$$

Da tale tasso è possibile valutare, applicandolo all'utile noncash, il patrimonio netto degli asset operativi.

Come per i modelli DDM possiamo fare la distinzione anche qui per i diversi modelli a seconda della crescita stimata per l'azienda. Quindi applicheremo i FCFE nei modelli:

- A crescita costante
- A due fasi
- A tre fasi

Il primo è definito nell'equazione:

$$P_0 = \frac{FCFE_1}{k_e - g_n}$$

Dove:

P= valore dell'equity oggi

FCFE= FCFE atteso nel prossimo anno

k(e)= costo dell'equity

(n)= tasso di crescita perpetuo dei FCFE

Come possiamo notare il modello è simile a quello di Gordon studiato per i DDM e ne segue diverse condizioni.

Per stimare i flussi di cassa possiamo seguire due metodologie, ovvero per primo prendere in considerazione il tasso di reinvestimento degli utili delle imprese nello stesso settore. L'altro, invece, considerando la relazione che intercorre tra la crescita e ROE.

$$\text{Tasso reinvestimento equity} = \frac{\text{Tasso crescita atteso}}{\text{ROE}}$$

Questo tasso come per Gordon è più consono alle aziende che crescono ad un tasso pari o inferiore alla media di crescita del settore in cui esse operano.

Nel modello a due fasi si considera una fase di crescita straordinaria e una di stabilità di crescita perpetua. Il valore di ogni azione è possibile definirla come:

Valore equity

= VA dei FCFE periodo di crescita elevata

$$+ \text{VA prezzo nominale} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCFE_t}{(1+k_e)^t} + \frac{P_n}{(1+k_e)^n}$$

Dove:

P(n)= Valore del patrimonio netto al termine del periodo di crescita straordinaria

K(e)= Costo dell'equity nel periodo di crescita elevata e in quello di crescita stabile

Infine si parla proprio come per i DDM del modello dei FCFE a tre fasi che comporta le stesse caratteristiche. Infatti, i tre periodi si possono così rappresentare:

$$P_0 = \sum_{t=1}^{t=n1} \frac{FCFE_t}{(1+k_{e,hg})^t} + \sum_{t=n1+1}^{t=n2} \frac{FCFE_t}{(1+k_{e,t})^t} + \frac{P_{n2}}{(1+k_{e,st})^{n2}}$$

Dove:

$P(n2) = \text{valore dell'equity alla fine del periodo di transizione}$

$$= \frac{FCFE_{n2+1}}{r - g_n}$$

n1= periodo crescita elevata

n2= periodo di transizione

1.5.0 Modello FCFF

Il modello FCFF (*free cash flow for the firm*) è noto anche come il modello del costo del capitale in quanto ha come scopo quello di valutare l'azienda nella sua interezza tenendo conto anche dei benefici fiscali del debito e dei costi attesi derivanti da questo.

Anche in questo modello si ripetono i tre casi studiati prima per i DDM e i FCFE.

Nel primo caso, ovvero nell'impresa a crescita stabile, il valore dell'impresa si calcola con la seguente relazione:

$$\text{Valore dell'impresa} = \frac{FCFF_1}{WACC - g_n}$$

Dove il WACC è il costo medio ponderato del capitale, inteso come il costo che l'azienda deve sostenere per raccogliere risorse finanziarie presso soci e terzi finanziatori. Si tratta di una media ponderata tra il costo del capitale proprio ed il costo del debito, con "pesi" rappresentati dai mezzi propri e dai debiti finanziari complessivi.

Anche nei FCFF le condizioni necessarie per utilizzare il modello devono essere le medesime.

- Tasso di crescita stabile dell'azienda \leq Tasso di crescita del settore in cui opera
- Tasso di reinvestimento in linea con il tasso di crescita

Analizziamo ora come si calcola si comportano i FCFF nel modello a due e tre fasi. Calcoliamo che l'impresa finisca la sua crescita straordinaria dopo n anni e che raggiunga quindi un periodo di crescita stabile. Potremmo descrivere questo scenario come:

$$\text{Valore dell'impresa} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t} + \frac{[FCFF_{n+1}/(WACC - g_n)]}{(1+WACC)^n}$$

In questo modello non vengono presi in considerazione gli asset non operativi, ovvero attività caratterizzate da redditi che non fanno parte del reddito operativo. Questi asset, quali liquidità e titoli negoziabili ad esempio, devono essere aggiunti al valore degli asset operativi. Un altro caso da considerare è quello dei diritti non equity sull'impresa primo tra tutti il debito oneroso che dovrebbe andare a diminuire il valore dell'impresa.

2.0 Multipli per la valutazione aziendale relativa

La valutazione dei flussi di cassa ci ha permesso di valutare un'attività in base ai flussi di cassa che essa produce.

Prendiamo ora in esame un altro tipo di valutazione, ovvero quella relativa, che valuta le attività in base ai prezzi correnti sul mercato di attività simili. Questa valutazione in realtà è più difficile di quello che sembri, infatti, se prendiamo ad esempio la valutazione di due appartamenti che sono due beni uguali possiamo riscontrare un grande quantità di variabili che ne definiscono il prezzo. Ad esempio un appartamento può essere più grande ma situato in

una posizione meno favorevole, oppure arredato in modo peggiore di un appartamento più piccolo. Tutte queste caratteristiche ne definiscono il prezzo.

Ma come si comparano le azioni di imprese diverse purché appartenenti allo stesso segmento di mercato? È necessario standardizzarli attraverso dei multipli.

Nel corso di questo capitolo analizzeremo i multipli più utilizzati dagli analisti, ma prima andiamo a vedere quali sono le radici su cui si basa la teoria della valutazione relativa. Ogni multiplo è costituito da un numeratore e un denominatore che hanno le seguenti caratteristiche:

- Entrambi devono essere calcolati da tutti gli analisti seguendo gli stessi criteri
- All'interno di un multiplo il numeratore e il denominatore devono riferirsi entrambi all'impresa o al capitale netto e essere quindi coerenti tra di loro
- Il multiplo di un gruppo di imprese deve essere omogeneo con le imprese sottostanti.

Ogni multiplo è in funzione delle stesse tre variabili da cui dipendevano i flussi di cassa, ovvero la generazione di flussi di cassa attesi, la loro crescita e l'incertezza associata a quest'ultimi. È quindi possibile ricavare i multipli partendo dalle equazioni dei flussi di cassa studiate in precedenza. Ciò implica a loro volta scomporre i multipli per analizzare i fattori determinanti dai quali è poi possibile studiarne le relazioni. È quindi da considerarsi fondamentale capire come si relazionano tra di loro i diversi multipli.

Le imprese comparabili sono quindi quelle che non solo appartengono allo stesso settore, ma che hanno rendimenti di crescita e rischio molto simili.

In molti paesi le imprese quotate appartenenti allo stesso settore sono un numero molto ridotto. Come si fa in questo caso a valutare in modo relativo?

Un primo modo è quello di allargare la definizione di imprese comparabili e avere come indici di relazione il ROE, gli utili e il β di imprese facenti parte di settori diversi. Altrimenti è possibile considerare tutte le imprese correlate e

tenere conto durante le valutazioni delle loro differenze in base alle variabili fondamentali attraverso tecniche statistiche.

2.1 Metodi per la comparabilità dell'impresa

Le imprese sono difficilmente comparabili tra di loro, poiché alcune differenze sono sempre presenti. Gli analisti hanno quindi a disposizione tre metodi per confrontare le imprese tenendo conto delle loro differenze.

Il primo di questi metodi è quello di dare dei giudizi soggettivi, in sostanza quando si fanno analisi di gruppi di imprese messe in relazione è possibile fare delle deduzioni nel momento in cui un valore di un'impresa si discosta troppo rispetto alle altre all'interno del gruppo. L'analista cerca di spiegare sulla base delle caratteristiche della singola impresa ma qualora non ci riuscisse può fare riferimento ai fondamentali e comprendere se l'impresa è stata sottovalutata o sopravvalutata a seconda se il valore si discosta in positivo o in negativo rispetto alla media delle altre imprese.

Un altro metodo consiste nel rettificare i multipli, ovvero, tenendo conto di una variabile guida cioè una variabile fondamentale per la determinazione dell'utile, si modifica il multiplo. Per questo metodo tuttavia occorrono delle ipotesi:

- La relazione tra i fondamentali e i multipli deve essere lineare
- Eccetto la variabile guida tutte le imprese devono essere uguali

L'ultimo metodo è noto come regressione il quale consiste "nell'esprimere una variabile dipendente attraverso una o più variabili indipendenti che si ritiene siano in grado di incidere sulla stessa". In questo modo si ottiene un output rappresentante la relazione che c'è tra variabili fondamentali e multipli.

La prima differenza rispetto all'approccio della rettifica dei multipli è quella di poter usare non solo una variabile guida ma un numero di variabili elevato. Le aziende non necessitano quindi di essere simili in tutti gli altri aspetti.

Come detto in precedenza l'impresse messe a confronto possono appartenere a settori diversi purché rappresentino lo stesso rischio gli stessi rendimenti e la stessa crescita. In questo caso possiamo quindi parlare di regressione sul mercato.

2.2.0 Rapporto P/E

Il rapporto P/E (*price/earnings*) come comprensibile dalla sua definizione è il rapporto dato da:

$$\frac{P}{E} = \frac{\text{Valore di mercato dell'azione}}{\text{Utile per azione}}$$

Mentre il valore di mercato dell'azione è considerato quello corrente, l'utile per azione può essere riferito a diversi orizzonti temporali. Il primo è quello corrente, ovvero sia i prezzi che gli utili sono quelli presenti nel dato momento in cui si calcola il multiplo. Un secondo modo si definisce il P/E trailing e prende in considerazione gli utili trailing per azione calcolati su una base annuale (considerato il metodo più preciso e il più affidabile). Infine, si definisce il P/E forward ovvero al denominatore si inseriranno non gli utili conseguiti per azione, ma gli utili stimati per il periodo futuro. Quando avremo un rapporto P/E forward inferiore ci aspetteremo dei dividendi superiori per azione.

2.2.1 I limiti del P/E ratio

Due sono i limiti fondamentali del multiplo P/E. Il primo lo abbiamo elencato anche prima ed è relativo alle aziende che sono prese in considerazione.

Questo multiplo non può essere usato per comparare aziende che non appartengono allo stesso settore. Infatti, assume valore quando viene messo a

relazione con più aziende possibili che appartengono allo stesso segmento di mercato.

Un altro limite che invece assume valenza elevata in particolar modo su questo multiplo è data dal fatto che il debito può influenzare sia il prezzo che i rendimenti. Di conseguenza due aziende con diversi livelli di debito avranno dei P/E diversi ma non sempre realistici in quanto un'impresa può avere ricavi maggiori dati però dal fatto che si prende più rischi.

Non possiamo sempre fidarci di questo indice limitandoci a preferire un'impresa all'altra soltanto poiché presenta un P/E più basso.

2.3 PEG

Il PEG (*price/earnings to growth*) non è altro che il P/E diviso per il tasso di crescita atteso.

$$PEG = \frac{P/E}{\text{Tasso di crescita atteso}}$$

Questo multiplo serve a vedere se l'impresa è sopravvalutata o sottovalutata. A seconda di come è valutato il tasso di crescita faremo ricorso ai differenti P/E prima citati. Infatti se il tasso di crescita viene calcolato sulla base degli ultimi utili attuali allora faremo ricorso al P/E corrente, mentre se invece vengono utilizzati gli utili trailing allora anche il P/E preso in considerazione sarà quello trailing. Non si può ricorrere al P/E forward poiché si incorrerebbe l'errore del considerare due volte il tasso di crescita. Quando il PEG è inferiore ad uno si può dire che il mercato sta sottovalutando la crescita effettiva della società. Inoltre questo multiplo può anche avere valori negativi che si verificano qualora la crescita sia negativa.

2.4 Rapporto Price/sales

Questo multiplo permette di misurare il valore del capitale in base ai ricavi che un'attività produce. Si calcola attraverso il seguente rapporto:

$$\frac{\text{Price}}{\text{Sales}} = \frac{\text{Valore di mercato del capitale netto}}{\text{Ricavi}}$$

La caratteristica più utile di questo multiplo è che può essere applicato alla quasi totalità delle imprese escluse appunto quelle dove i ricavi non sono dichiarati, come ad esempio le start up.

Anche questo multiplo si definisce intorno al valore 1.5 al di sopra di esso l'impresa è a rischio sopravvalutazione e al di sotto a rischio sottovalutazione.

2.5 Price-to-book

Questo multiplo è calcolato dal seguente rapporto:

$$\text{Price to book} = \frac{P}{BV} = \frac{\text{Valore di mercato del capitale netto}}{\text{Valore contabile del capitale netto}}$$

Un limite che ha questo multiplo è dato dal fatto che non può essere applicato ad imprese che registrano una perdita di denaro per lunghi periodi in quanto registreranno un valore di mercato del capitale netto negativo.

Il valore di questo indice definisce la società in base alla sua dispersione intorno al valore 1. Un valore inferiore ad 1 di questo multiplo implica che

l'impresa ha una capitalizzazione di borsa inferiore all'ammontare del patrimonio netto. Un valore superiore ad uno al contrario ci indica che il mercato è disposto a pagare un prezzo superiore a quello del patrimonio netto. È però corretto dire che per valori sopra ad 1 l'impresa è sopravvalutata e per valori superiori ad uno questa è sottovalutata? Questo non si può dire con certezza dato che questo rapporto è influenzato da due fattori: Il ROE e la forza del marchio dell'impresa.

2.6 Enterprise value

Noi abbiamo visto che il valore capitale dell'impresa dato dal valore di mercato del capitale netto più il valore di mercato del debito tuttavia l'enterprise value deve essere calcolato sottraendo il valore delle attività operative. Quindi avremo:

Enterprise Value

= Valore di mercato del capitale netto

+ Valore di mercato del debito

– Disponibilità liquide

Attraverso l'enterprise value è possibile calcolare altri importanti multipli del valore. I più usati sono EV/EBIT e EV/EBITDA. Questi due multipli sono spesso utilizzati anche a confronto con il P/E ratio. Un vantaggio fondamentale di questi multipli quello di poter relazionare aziende con diversi livelli di debito. L'EV/EBITDA rischia di perdere di significato qualora ci siano differenze in merito alla struttura finanziaria, all'intensità del capitale e all'imposizione fiscale.

È necessaria però una condizione. Infatti, questo multiplo deve essere usato quando ci sono elevati margini di profitto.

Consideriamo in oltre che il reciproco di EV/EBITDA non è altro che il ROI (*return on investment*).

2.7 EPS

L'EPS (*earnings per share*) sono gli utili maturati da ogni azione di un'impresa. Infatti si potrà calcolare facendo il seguente rapporto:

$$EPS = \frac{\text{Utile netto} - \text{Dividendi delle azioni privilegiate}}{\text{Numero medio azioni emesse in circolazione}}$$

2.8 Imprese sottovalutate

Spesso siamo spinti a cercare buoni investimenti in imprese che siano sottovalutate. Ma quali sono le caratteristiche di un'impresa sottovalutata secondo quanto abbiamo detto prima?

- ratio P/E basso
- Un elevato grado di crescita dei ricavi
- Un rischio e un costo dell'equity contenuto
- ROE elevato

Ma spesso quando un'impresa ha un valore basso è perché non ci sono ragioni per il quale questo debba essere elevato. Questo perché i multipli rappresentano un metodo di valutazione che combinato tra loro sia il più preciso possibile. È quindi errato cercare di aggirare i risultati che questi studi comportano.

3.0 Analisi di Studi societari

In questo capitolo analizzeremo due studi societari redatti da Mediobanca e Kepler Cheuvreux in data 06 agosto 2014 in occasione della quotazione in borsa della società Fineco bank Spa. I due studi societari sono riportati dal sito www.borsaitaliana.it.

Fineco bank è una banca italiana con un modello di business unico basato su una piattaforma che si occupa di servizi finanziari. Leader del suo settore in Europa con 22 milioni di ordini annuali permette ad un utente attraverso il suo account di fare operazioni di brokeraggio in tutti i mercati internazionali.

3.1.0 Composizione studi societari

Tutti gli studi societari hanno una composizione predefinita e così pure quelli presi in considerazione dal nostro caso. Ogni studio societario, infatti, parte con una fase descrittiva e riassuntiva dell'azienda sotto analisi per poi elaborare tutti i punti che vanno a comporre l'indice. Ogni parte dello studio societario ha come obiettivo quello di dimostrare come la società è arrivata a valutare l'impresa presa ad oggetto del suo studio. È quindi necessario prendere in considerazione alcune parti fondamentali degli studi portati ad esempio per comprendere il loro risultato finale.

3.1.1 Analisi SWOT

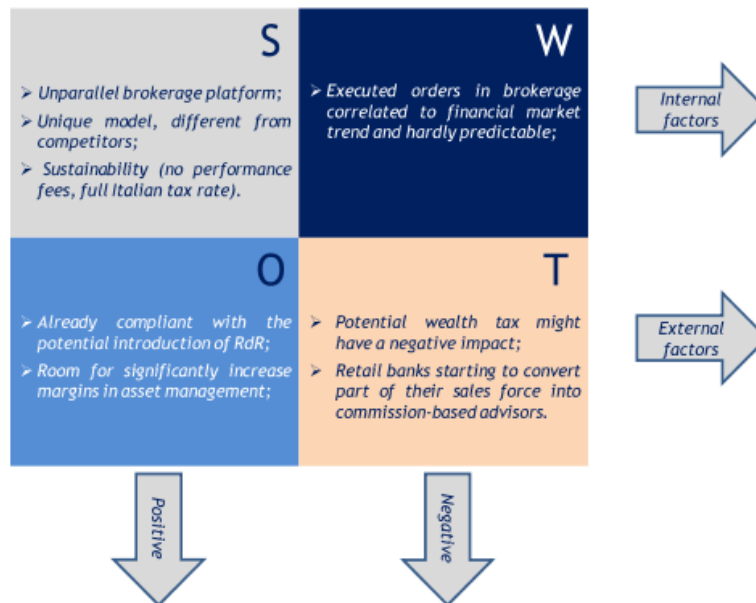
Una prima parte fondamentale è la SWOT analysis, che è uno strumento di valutazione della posizione strategica che rappresenta l'impresa. SWOT infatti è l'acronimo per (*Strengths, Weaknesses, Opportunities, Threats*). Qui sotto sono riportate le due SWOT analysis dei report studiati.

Table 1: SWOT analysis

Strengths	Weaknesses
<ul style="list-style-type: none"> • Successful integrated business model, very difficult to replicate. • European leader in online brokerage. • AM open architecture with sustainable pricing. • Superior operating leverage, limited risk, light capital intensity. • Best-in-class banking (and trading) offer, at a reasonable price. • Leading position among financial advisor networks. • Part of UniCredit group, new liquidity investment policy. • Stability of a highly-experienced management team. 	<ul style="list-style-type: none"> • Fully exposed to Italy. • Tax rate. • Part of FA network has a junior profile. • Lack of ownership of brand name. • High concentration of liquidity invested in UniCredit.
Opportunities	Threats
<ul style="list-style-type: none"> • Low asset management penetration in Italy. • FA recruitment has just restarted. • Cross selling. • Recently introduced guided products to boost margins. • Interest rate recovery. • M&A. • Increasing digitalisation. 	<ul style="list-style-type: none"> • Concentration in Italy, sovereign risks. • The bulk of clients' trading activity is in the Italian market. • Credit risk of UniCredit group. • Online banking more exposed to operational risks. • Change in regulation framework.

Source: Kepler Cheuvreux

Fineco - SWOT analysis



Source: Mediobanca Securities

Come possiamo notare la tabella portata da Kepler Cheuvreux è più specifica e elenca più punti per ogni sezione dell'analisi.

La prima di queste è data dai punti di forza. Entrambe le società evidenziano come il modello Fineco sia unico e di successo. Interessante è il punto dato da Kepler Cheuvreux che considera punto di forza quello di essere all'interno di un gruppo come Unicredit.

Un'altra categoria su cui è interessante soffermarsi è quella delle minacce. Kepler Cheuvreux si concentra sul rischio dato dall'alta concentrazione del suo utilizzo in Italia e dalla posizione nel gruppo UniCredit, mentre

Mediobanca esprime il suo disappunto sul potenziale impatto negativo della “wealth tax”.

3.1.2 Valutazioni

In questa sezione sono riportati i valori che portano le società a definire il target price. Come abbiamo studiato nei capitoli precedenti le valutazioni si basano sui flussi di cassa attualizzati e sulle informazioni date dalla valutazione relativa e quindi dai multipli. Sfruttiamo però queste informazioni per poter mettere a confronto i due studi.

Le azioni Fineco in data di redazione dello studio societario si aggirano a quota 3,96€ in Mediobanca e 3,93€ in Kepler. Tuttavia i target price dichiarati dalle due società discosta di 50 centesimi (4,40€ per Kepler e 4,90€ per Mediobanca) per azione. Come abbiamo detto prima, i target price non sono altro che il risultato della valutazione dei flussi di cassa e dall’analisi dei multipli.

Focalizziamoci quindi sulla matrice dei multipli presenti negli studi portati ad esempio dai due studi.

Valuation								
P/E	na	na	na	na	na	16.6	15.6	14.0
P/E reported	na	na	na	na	na	17.3	15.9	14.2
P/BV	na	na	na	na	na	4.5	3.9	3.5
P/TBV	na	na	na	na	na	5.5	4.7	4.1
P/NAV	na	na	na	na	na	5.5	4.7	4.1
Dividend yield (ord.)	na	na	na	na	na	3.3%	3.8%	4.1%
Payout ratio	90.0%	93.6%	94.2%	89.1%	23.5%	57.2%	60.7%	57.9%
ROE	11.9%	14.5%	16.9%	30.6%	23.9%	30.3%	26.9%	26.5%
ROTE	16.3%	20.0%	23.0%	40.1%	30.8%	38.0%	32.4%	31.2%
RoRWAs	3.3%	3.8%	3.0%	4.8%	3.9%	6.6%	8.2%	8.8%

Matrice Kepler Cheuvreux

Multiples	2013	2014E	2015E	2016E
P/E Adj.	28.2	17.3	14.6	13.7
P/E	28.2	17.3	14.6	13.7
P/CEPS	28.2	17.3	14.6	13.7
P/TBV	7.3	5.4	4.7	4.2
P/FCF	nm	19.5	16.2	14.8
P/Total Deposits (%)	19.2%	18.0%	16.9%	16.4%
P/AUM (%)	12.3%	10.7%	9.4%	8.3%
EV/Revenues	na	5.4	4.8	4.4
EV/EBITDA	na	10.1	8.5	8.0
EV/EBIT	na	11.0	11.0	9.3
EV/Cap. Employed	na	2.6	2.0	1.6
Yield (%)	0.8%	4.1%	4.8%	5.1%

Per Share Data (€)	2013	2014E	2015E	2016E
EPS Adj.	0.14	0.23	0.27	0.29
EPS Adj. growth (%)	-43.5%	63.6%	18.1%	6.7%
EPS	0.14	0.23	0.27	0.29
EPS growth (%)	-43.5%	63.6%	18.1%	6.7%
TBVPS	0.54	0.74	0.85	0.95
DPS Ord	0.03	0.16	0.19	0.20

Matrice Mediobanca

Consideriamo per primo il multiplo P/E dove possiamo vedere che i valori per il 2014 sono le stesse in quanto rappresenta l'anno corrente. Tuttavia, varia il multiplo per gli anni a seguire.

Mentre Kepler Cheuvreux stima un P/E più elevato, Mediobanca stima valori inferiori. Ricordiamoci che è proprio Mediobanca a presentare un target price più alto che quindi stima un aumento maggiore degli utili per azione. Un'altra osservazione da fare è che il multiplo P/E si considera in valori normali tra il 13%-15%, poiché se eccede il 15% in modo consistente potrebbe essere indicazione di un'impresa sopravvalutata, mentre se scende sotto il 13% questo valore può rispecchiare un'impresa sottovalutata. Notiamo però, che in queste previsioni Fineco Bank risulta esattamente all'interno di tale intervallo.

Un altro multiplo che abbiamo in precedenza studiato è dato da P/BV. I valori in questo caso sono molto simili ma la cosa interessante è come sono questi valori. Abbiamo discusso in passato sulla dispersione del multiplo intorno al valore 1 e adesso possiamo notare che il multiplo assume valenza più elevata aggirandosi intorno a 4-5 per i prossimi 3 anni.

3.1.3 Profit & Loss

Nei due studi è riportato anche il conto economico con i ricavi futuri stimati. Quindi anche qui possiamo analizzare lo studio delle due società per quanto riguarda i flussi di cassa di Fineco Bank.

Table 10: FinecoBank profit & loss

(EURm)	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	2013-16E CAGR
Net interest income	243	180	229	236	236	9%
Net commissions	144	167	192	213	241	13%
- o/w brokerage	60	63	72	69	69	3%
- o/w investing	83	102	117	141	169	19%
- o/w banking	2	3	4	4	4	7%
- o/w other	0	-1	-1	-1	-1	11%
Trading income	28	28	25	28	28	0%
Other net revenues	-5	-5	-4	-5	-5	1%
Total revenues	410	370	442	472	500	11%
Change YOY	37%	-10%	19%	7%	6%	
Staff expenses	-61	-63	-70	-74	-73	5%
Other administrative exp. net of recoveries	-117	-118	-135	-140	-144	7%
Depreciation and amortisation	-8	-8	-9	-10	-10	8%
Operating expenses	-186	-189	-214	-224	-227	6%
Change YOY	7%	1%	13%	5%	1%	
Gross operating profit	223	181	228	247	273	15%
Change YOY	77%	-19%	26%	8%	10%	
Loan loss provisions	-3	-3	-3	-3	-3	-2%
Other provisions	-18	-16	-10	-10	-10	-14%
Pre-tax profit	202	162	215	234	260	17%
Income taxes	-77	-77	-77	-84	-92	6%
Net profit	125	85	138	150	167	25%
Change YOY	100%	-32%	62%	9%	12%	
Adjusted net profit	126	103	145	154	171	18%
Change YOY	99%	-18%	40%	6%	11%	
- Mutual funds	14,941	17,691	20,259	22,948	25,668	13%
- Insurance products	1,721	1,805	2,571	3,449	4,350	34%
- Managed accounts	213	42	21	11	5	-50%
Total managed assets (AUM)	16,875	19,538	22,851	26,407	30,024	15%
Assets under custody (AUC)	10,893	11,590	11,281	11,307	11,333	-1%
Direct deposits	12,044	12,518	14,132	14,742	15,352	7%
Total assets	39,812	43,606	48,264	52,456	56,708	9.2%
- Managed asset net inflows	1,611	2,417	2,402	3,216	3,236	
- Securities net inflows	-666	-350	-500	-200	-200	
- Direct deposits net inflows	1,392	415	1,600	600	600	
Total net inflows	2,337	2,482	3,502	3,616	3,636	
Nil margin	1.4%	1.0%	1.56%	1.43%	1.37%	
Net investing fees on AUM	0.54%	0.56%	0.55%	0.57%	0.60%	
Cost-income ratio	45.5%	51.0%	48.4%	47.6%	45.4%	
Tax rate	37.9%	47.4%	36.0%	36.0%	35.5%	
Performance of AUM	8.1%	1.5%	4.3%	1.4%	1.3%	

Source: Fineco (actual data), Kepler Cheuvreux

Fineco - Profit and loss, 2010-2018E - €m

	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
Interest Income	184.4	274.8	433.7	294.2	311.1	315.2	326.5	338.1	349.7
Interest Expenses	-84.7	-141.2	-190.3	-113.9	-77.6	-50.4	-51.2	-52.1	-53.3
Net interest margin	99.7	133.6	243.5	180.3	233.5	264.8	275.4	285.9	296.5
Commission Income	317.1	312.0	324.4	359.6	408.9	463.4	521.9	584.8	652.2
Commission expenses	-155.5	-156.9	-180.8	-192.9	-219.3	-243.5	-274.2	-299.6	-331.2
Net commissions	161.7	155.1	143.6	166.7	189.7	219.9	247.7	285.2	321.0
Trading income, hedging and fair value	27.3	24.9	28.1	28.3	22.0	22.7	23.3	24.0	24.8
Other income (net of other expenses)	-3.4	-13.7	-5.4	-5.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0
Total trading income & other	24.0	11.2	22.7	23.3	19.0	19.7	20.3	21.0	21.8
Total Income	285.4	299.9	409.8	370.3	442.1	504.3	543.4	592.2	639.2
Staff cost	-56.0	-60.0	-61.0	-63.3	-67.1	-69.8	-72.6	-75.5	-78.5
Other administrative expenses	-139.2	-135.1	-148.7	-174.6	-206.1	-226.7	-249.3	-269.3	-290.8
Expenses recovery	27.1	30.3	31.5	57.0	70.1	73.6	77.3	81.2	85.2
Write-downs of assets	-9.0	-8.6	-8.2	-8.1	-8.1	-8.1	-8.1	-8.1	-8.1
Total operating costs	-177.2	-173.4	-186.5	-189.1	-211.2	-231.0	-252.8	-271.7	-292.2
C/I ratio	62%	58%	46%	51%	48%	46%	47%	46%	46%
Operating profits	108.2	126.5	223.3	181.2	231.0	273.3	290.6	320.4	347.0
% on AUM (total)	0.34%	0.40%	0.56%	0.42%	0.48%	0.53%	0.52%	0.53%	0.53%
LLPs	-1.8	-2.8	-2.9	-3.3	-3.3	-3.3	-3.3	-3.3	-3.3
Net operating profit	106.5	123.7	220.5	178.0	227.7	270.0	287.3	317.1	343.7
Net provision for risk and charges	-18.1	-17.4	-18.4	-16.1	-10.0	-13.0	-13.0	-13.0	-13.0
Gains/losses on Investments	0.4	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
LLPs	-1.8	-2.8	-2.9	-3.3	-3.3	-3.3	-3.3	-3.3	-3.3
Net operating profit	106.5	123.7	220.5	178.0	227.7	270.0	287.3	317.1	343.7
Net provision for risk and charges	-18.1	-17.4	-18.4	-16.1	-10.0	-13.0	-13.0	-13.0	-13.0
Gains/losses on Investments	0.4	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Pre-tax profit	88.8	106.5	202.1	161.9	217.7	257.0	274.3	304.1	330.7
Taxes	-36.9	-43.7	-76.6	-76.7	-78.4	-92.5	-98.8	-109.5	-119.0
Minority interest									
Net profit	51.9	62.8	125.5	85.2	139.3	164.5	175.6	194.7	211.6

Source: company data, Mediobanca Securities estimates

Analizzando le tabelle possiamo dire che Mediobanca prevede profitti netti superiori a quelli di Kepler Cheuvreux in modo coerente con quanto detto prima. Questo perché sono previsti più entrate totali non pareggiate da costi maggiori. Infatti, dall'anno 2015 compreso si nota un forte discostamento di entrate stimate da Mediobanca rispetto a Kepler e Cheuvreux.

Conclusioni

Le valutazioni aziendali sono un mezzo di incredibile sofisticatezza e svolgono un ruolo fondamentale negli scenari di mercato che ogni giorno si manifestano. Difficile non capire il loro lato complesso dopo la lunga analisi elaborata nei precedenti capitoli. Infatti, abbiamo affrontato i numerosi problemi che comportano le stime dei flussi di cassa futuri fino ad arrivare all'analisi dei multipli e delle loro conseguenze. Tutto questo si palesa negli studi societari che sopra sono stati portati a confronto, poiché per quanto precisi e scrupolosi non si può non considerare l'impossibilità di arrivare a due previsioni per lo più uguali.

Lo studio si è rivelato più che interessante e una possibilità di approfondimento di una materia che già mi affascinava. Il campo in sé e le conseguenze che ha nel mondo reale e nell'economia globale, determinando gli scenari di cui ogni giorno siamo spettatori, mi ha portato a compiere un lavoro di questo tipo.

Il mio obiettivo è stato quello di fornire una base solida per approcciarsi a questo studio, preseguito ad approfondire e a considerare il suo risultato nella realtà. Infatti, credo sia di grande importanza l'analisi degli studi societari su Fineco Bank in quanto mostrano la valenza reale delle valutazioni e l'obiettivo per il quale vengono così scrupolosamente studiate e applicate.

Non mi sono quindi limitato ad uno studio teorico, poiché sono fortemente convinto che attualizzare i concetti negli scenari che vediamo quotidianamente stimoli il nostro interesse.

Bibliografia

Brealey, R. Myers, S. Allen, F. Sandri, S. *Principi di Finanza Aziendale*, 7 edizione, McGraw Hill Italia, 2015.

Damodaran, Aswath. *Valutazione delle Aziende*, Milano: Apogeo, 2010.

Sitografia

Damodaran, Aswath. <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
(15/09/2015)

“Borsa Italiana”. www.borsaitaliana.it/ 15/09/2015