

A group of business professionals in a meeting. A woman in a grey blazer is pointing at a tablet held by another person. Other people are visible in the background, some holding coffee cups. The scene is brightly lit, likely in an office or conference room.

Lezione 9: Valutazione degli Investimenti

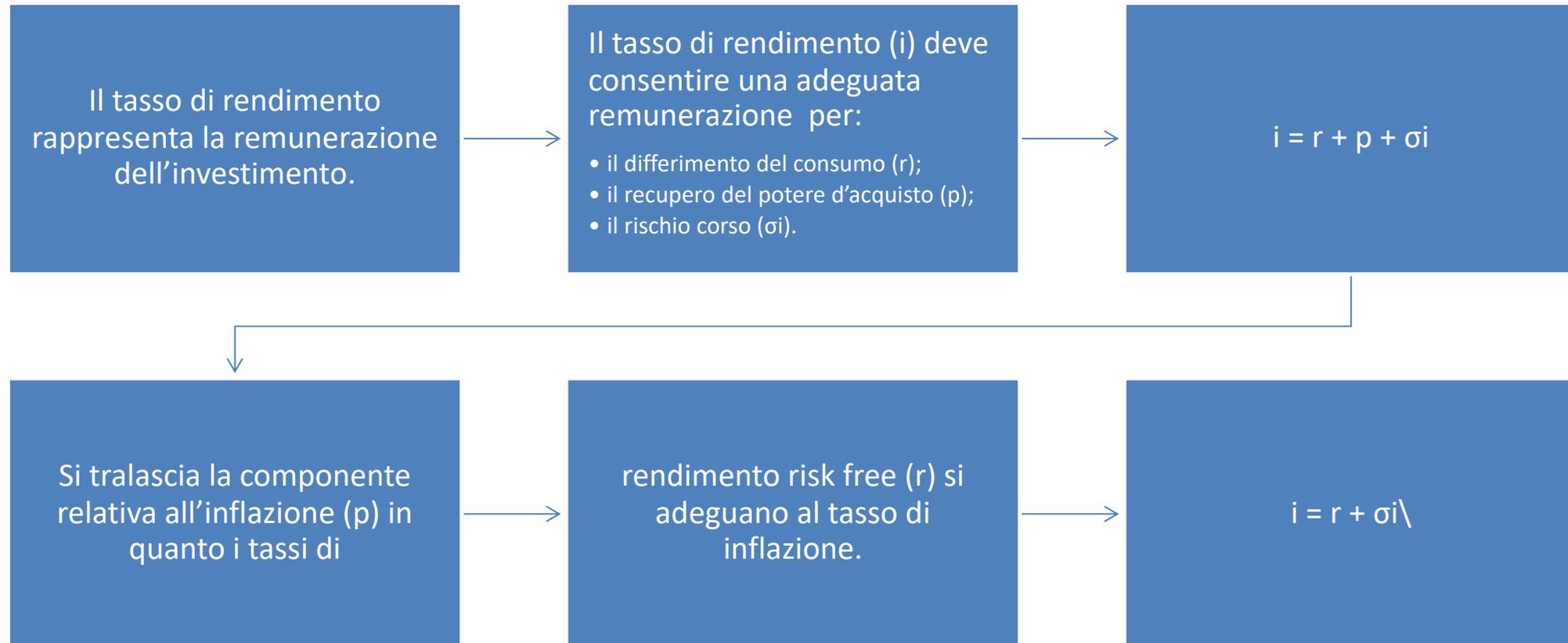
Gian Paolo Stella

Finanza per il Turismo

A.A. 2023/2024

18/10/2023

Il tasso di rendimento



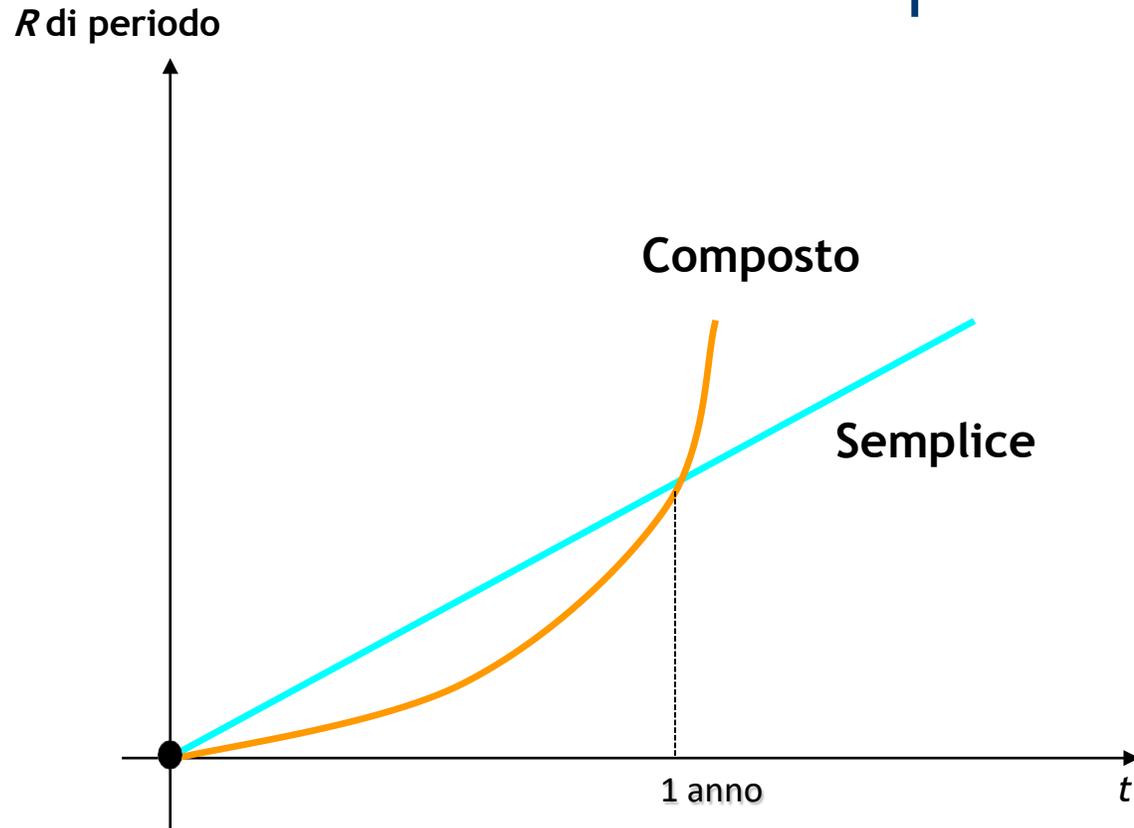
Operazioni di attualizzazione/capitalizzazione

Scambio di somme disponibili ad epoche diverse

Capitalizzare: determinare (in base a certi parametri finanziari) l'ammontare M disponibile ad un'epoca y generato da una somma C impiegata ad un'epoca precedente a $x \leq y$.

Attualizzare: determinare l'ammontare A disponibile ad un'epoca x , equivalente a una somma disponibile ad un'epoca $y \geq x$.

Interesse semplice e composto



Dal tasso di rendimento annuo al tasso periodale

$$i_p = (1 + i_a)^{[1/n]} - 1$$

i_p = tasso di interesse periodale

i_a = tasso di interesse annuale

n = numero di periodi in un anno.

Interesse semplice e composto

Si consideri un'obbligazione *zero coupon* a tre mesi con:

- prezzo di emissione: 99 centesimi di euro;
- valore nominale: 1 €;
- rimborso: alla pari (valore di rimborso = valore nominale);
- giorni alla scadenza: 91.

Il tasso di rendimento annuo è:

$$i_a = [(\text{prezzo di rimborso} / \text{prezzo di acquisto})^{(365/\text{gg})} - 1] * 100 \\ = [(1/0,99)^{(365/91)} - 1] \times 100 = 4,11\%.$$

tasso di rendimento periodale è: $i_p = (1 + 4,11\%)^{(1/4)} - 1 = 1,01\%$.

Il rischio e la sua manifestazione

Concetto connaturato a qualunque attività economica ziarria poiché questa implica il trasferimento, nel tempo e/o nello spazio, di “valori” (i mezzi di pagamento e gli strumenti finanziari) per ciò stesso soggetti all’alea della modifica

Il rischio si può manifestare sia nella perdita di parte del capitale investito, sia nella sua eccessiva oscillazione.

Il rischio e la sua manifestazione

Il problema è che tutti gli investitori desidererebbero realizzare rendimenti elevati, ma non tutti sono in grado di sopportare un rischio altrettanto elevato, perché non tutti gli investitori hanno la stessa propensione al rischio.

Il termine “rischio” tende spesso ad assumere una valenza esclusivamente negativa; nella realtà, poiché il rischio fa riferimento all’incertezza dei risultati, un maggior livello di rischio sta ad indicare una:

- maggiore probabilità di riportare delle perdite;
- maggiore probabilità di riportare dei guadagni più elevati.

Il rischio è al tempo stesso un elemento negativo ed una opportunità.

La misurazione del rischio

La complessità dei fattori causativi dei rischi si riflette sulla molteplicità degli approcci di misurazione e degli indicatori

	finalità	obiettivi
<i>ex ante</i>	limitare il rischio potenziale	misurare l'impatto di una nuova operazione
<i>ex post</i>	misurare il rischio effettivamente assunto	sintetizzare tutti i possibili profili di rischio assunto

Le misure del rischio

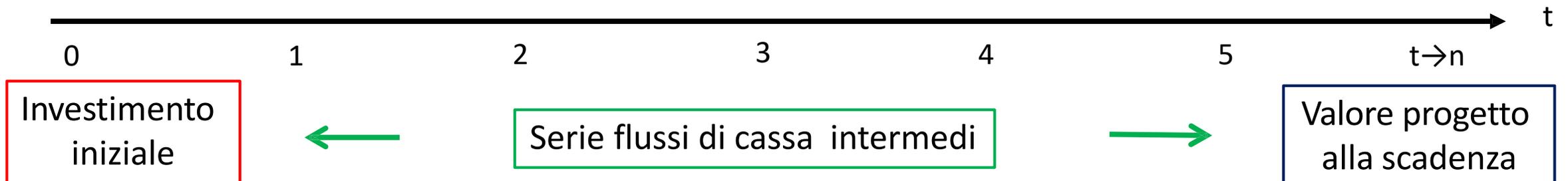
RISCHIO ASSOLUTO variabilità del prezzo	<ul style="list-style-type: none">• varianza• semivarianza• VaR
<i>SENSITIVITY</i> sensibilità del prezzo rispetto al fattore di rischio cui è esposto	<ul style="list-style-type: none">• <i>duration</i>• <i>duration mod.</i>• beta
RISCHIO RELATIVO variabilità del prezzo rispetto ad un elemento preso a riferimento	<ul style="list-style-type: none">• TEV• <i>shortfall probability</i>

Le misure del rischio

Misure	pregi	limiti
RISCHIO ASSOLUTO	<ul style="list-style-type: none">• sintesi di tutti i fattori di rischio	<ul style="list-style-type: none">• trattamento paritetico delle variazioni in aumento e in diminuzione• orizzonte temporale di riferimento
<i>SENSITIVITY</i>	<ul style="list-style-type: none">• Facilità del confronto binario	<ul style="list-style-type: none">• affidabilità dei dati di input
RISCHIO RELATIVO	<ul style="list-style-type: none">• semplicità• comprensibilità	<ul style="list-style-type: none">• inutilizzabilità <i>ex post</i> (sintetizza una sola fonte di rischio per variazioni istantanee)• incapacità di cogliere tutti i profilo di rischio

Capital budgeting analysis

- La *capital budgeting analysis* (CBA) è finalizzata ad individuare i progetti di investimento che l'impresa dovrebbe intraprendere.
- Il tipico progetto di investimento preso in esame ha le seguenti caratteristiche:



Capital budgeting analysis

Tuttavia, per progetto di investimento deve intendersi ogni decisione relativa all'utilizzo delle limitate risorse finanziarie a disposizione delle imprese.

Rientrano nella definizione di progetto le:

- Decisioni strategiche fondamentali, quali l'ingresso in un nuovo settore (l'espansione della Virgin nel settore agroalimentare) o mercato
- Decisioni relative all'acquisizione di altre imprese;
- Decisioni relative a nuove iniziative all'interno di attività o mercati in cui l'impresa è già presente;

Capital budgeting analysis

Le decisioni di investimento possono essere classificate in base a:

1. L'oggetto dell'investimento: **attività reali** (tangibili o intangibili) o **finanziarie**;
2. Il modo con cui i diversi progetti che l'impresa sta analizzando interagiscono fra di loro: **indipendenti, complementari e alternativi**;
3. La finalità del progetto: **aumento dei ricavi, riduzione dei costi, gestione del circolante**.

Definizione di investimento

“Investire” vuol dire differire il consumo, ovvero destinare parte del reddito disponibile al consumo futuro sottraendolo al consumo corrente.

L'investimento è indirizzato all'ottenimento di maggiori risorse da destinare al consumo futuro.

Le scelte di investimento sono effettuate sulla base del **rendimento** e del **rischio**.

Classificazione degli investimenti

I. INVESTIMENTI IMPLICITI O ESPlicitI

Impliciti quando non è associabile in maniera immediata ai flussi di cassa in entrata o in uscita, espliciti quando si fa riferimento in maniera chiara ad una serie di uscite iniziali e successivamente ai flussi in entrata

II. INVESTIMENTI ALTERNATIVI

la realizzazione di un investimento rende impossibile la realizzazione dell'altro

III. INVESTIMENTI VINCOLATI

un progetto richiede che un altro investimento sia portato a termine

Classificazione degli investimenti

IV. INVESTIMENTI SEQUENZIALI

la realizzazione di un progetto fa seguito la necessità di portarne a termine un altro per ottenere i benefici attesi dal progetto originario

V. INVESTIMENTI CONCORRENTI

due o più progetti sono ritenuti economicamente convenienti e non alternativi perché destinati a svolgere funzioni compatibili ma allo stesso tempo differenti, per i quali non si dispone delle risorse necessarie per realizzarli entrambi

VI. INVESTIMENTI INDIPENDENTI

due o più progetti hanno flussi in entrata e uscita non correlati fra loro

Classificazione degli investimenti

GLI INVESTIMENTI POSSONO AVERE:

❖ EFFETTI SUI COSTI:

Progetti di rinnovo degli impianti per incrementare l'efficienza ed economicità

❖ EFFETTI SUI RICAVI:

Progetti che permettono di aumentare il prezzo di vendita come conseguenza della decisione di investimento che migliora il prodotto in termini qualitativi.

❖ EFFETTI SUL CAPITALE CIROLANTE:

Investimenti che migliorano la gestione del magazzino come ad esempio, il passaggio ad una logica just in time.

Valutazione degli investimenti

Valutazione strategica

- *Mission* aziendale
- Analisi competitiva
- *S W O T analysis*
- Coerenza struttura/obiettivi

Valutazione tecnica

- Tipologie impiantistiche
- Tecnologia utilizzata
- Rese e assorbimenti

Valutazione di mercato

- Quote di mercato e *trend*
- Prezzi
- Disponibilità fornitori
- Capacità canali distributivi

Valutazione finanziaria

- Contribuzione al valore di impresa
- Mantenimento dell'equilibrio finanziario
- Sostenibilità del piano di sviluppo



Valutazione degli investimenti

Tre sono i principali profili di analisi da adottare per giudicare la validità di un progetto dovrà in linea di massima esaminare:

A. Il profilo economico

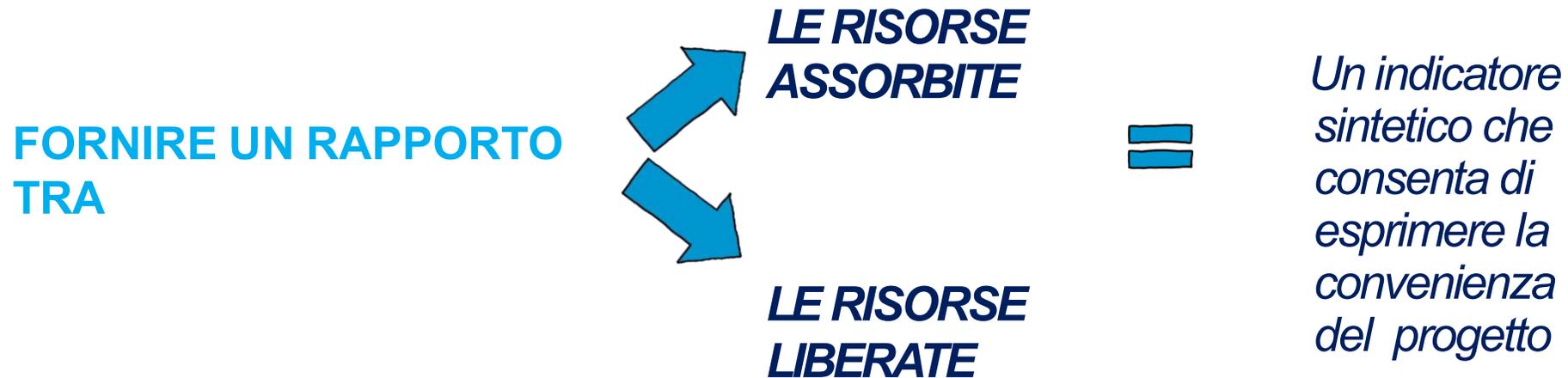
B. il profilo finanziario

C. Il profilo della comunicazione economica finanziaria.



Valutazione degli investimenti

I. PROFILO ECONOMICO



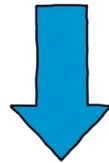
Per portare a termine un'analisi economica tuttavia, è opportuno associare:

- *I flussi di cassa incrementali del progetto*
- *il costo del capitale.*

Valutazione degli investimenti

II. PROFILO FINANZIARIO

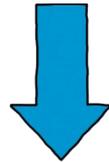
I PROGETTI ECONOMICAMENTE CONVENIENTI POTREBBERO NON ESSERE FINANZIARIAMENTE SOSTENIBILI



- ❑ L'analisi finanziaria è sempre presente più o meno rilevante, e mira a fornire indicazioni sulla sostenibilità del piano di sviluppo...
- ❑ Deve verificare la compatibilità dei flussi dell'investimento con il profilo di entrate ed uscite aziendali sotto il profilo sia dimensionale sia temporale.
- ❑ Progetti economicamente **convenienti**, potrebbero non essere finanziariamente **sostenibili**

Valutazione degli investimenti

III. PROFILO DELLA COMUNICAZIONE ECONOMICO - FINANZIARIA



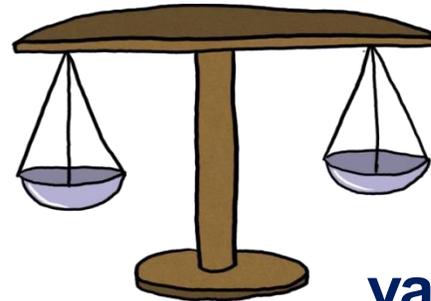
Un progetto valido ed economicamente conveniente può essere abbandonato a causa degli effetti negativi indotti sugli indicatori di bilancio e quindi sulle considerazioni degli analisti esterni .

Si tratta di una fattispecie di particolar rilievo per le società quotate, o comunque chiamate a trasmettere sistematicamente all'esterno informazioni di carattere reddituale e patrimoniale.

Valutazione degli investimenti

**UN CRITERIO VALIDO DEVE CONSIDERARE
CONTEMPORANEAMENTE**

distribuzione temporale dei flussi monetari



**dimensione dei flussi
monetari**

**valore finanziario del
tempo**

La valutazione economico-finanziaria

Le scelte di fondo e la base informativa

Poiché la funzione obiettivo dell'attività di *capital budgeting* è di massimizzare il valore dell'azienda, è necessario scegliere come misurare il rendimento di un investimento:

- **I° step:** *definizione dei flussi di risultato: contabili o finanziari?;*
- **II° step:** *Identificazione dei flussi di risultato: totali o incrementali?;*
- **III° step:** *Misurazione della soglia minima di rendimento per l'accettazione del progetto.*

Le scelte di fondo e la base informativa

■ **1° step:** *definizione dei flussi di risultato: contabili o finanziari?*

I flussi economici possono differire da quelli finanziari per due principali principi su cui si fondano i sistemi contabili:

A. Distinzione tra spese di esercizio e spese in conto capitale;

B. Principio di cassa e principio di competenza economica.

Le scelte di fondo e la base informativa

A. Spese di esercizio e spese in conto capitale

I principi contabili operano una distinzione fra **Spese di esercizio**, che producono benefici soltanto nel periodo in cui sono sostenute (spese per manodopera, merci, semilavorati, ecc.), e **Spese in conto capitale** che producono benefici per molti anni a venire (terreni, fabbricati, impianti, ecc.).

Le **Spese di esercizio** vengono sottratte integralmente ai ricavi per calcolare l'utile di esercizio;

Le **Spese in conto capitale** non vengono sottratte integralmente al periodo in cui sono sostenute, ma allocate su diversi periodi in base ad un piano di ammortamento.²⁶

Le scelte di fondo e la base informativa

B. Il Principio della competenza economica

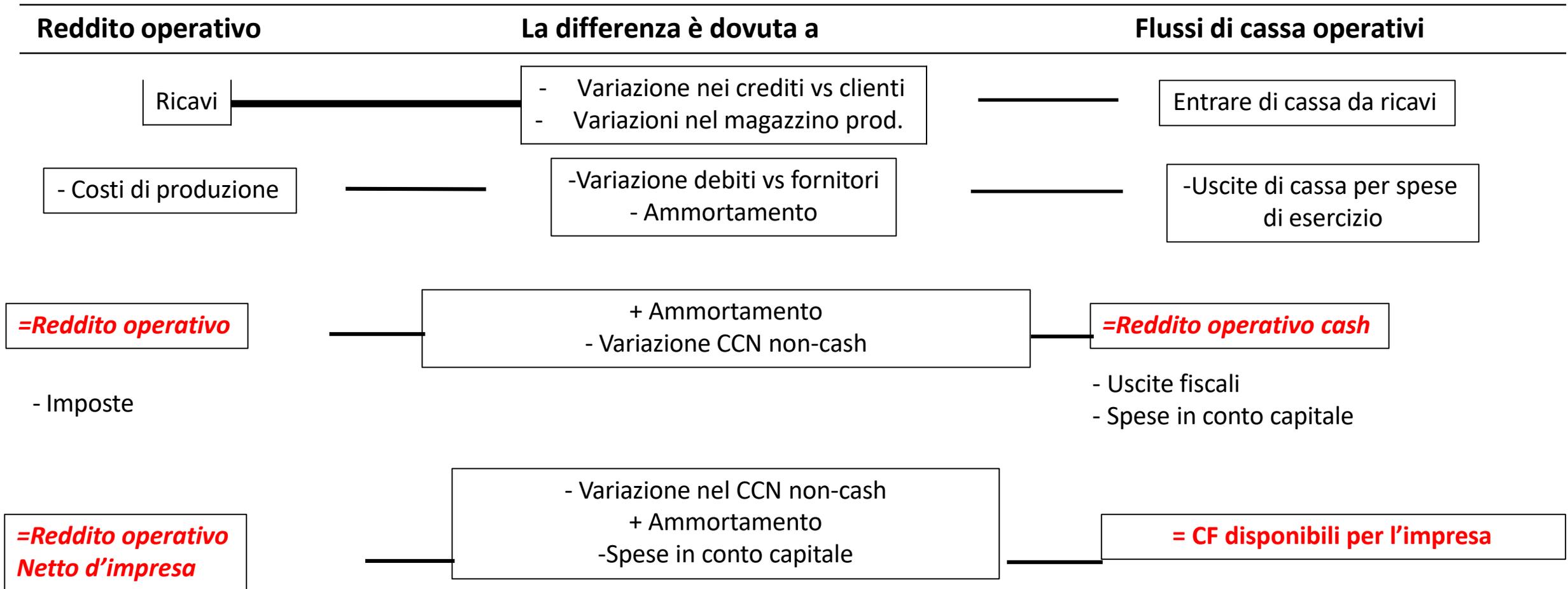
I ricavi vengono contabilizzati nel periodo in cui viene effettuata la vendita o prestato il servizio, piuttosto che nel periodo in cui il cliente effettua il pagamento.

I ricavi d'esercizio possono, pertanto, differire dalle entrate di cassa quando:

- 1) I clienti che hanno acquistato beni e servizi in passato li pagano nel periodo corrente;
- 2) I clienti che acquistano beni e servizi durante l'esercizio in corso ottengono una dilazione di pagamento;
- 3) I clienti che acquistano beni e servizi risultano insolventi.

Le scelte di fondo e la base informativa

Reddito operativo Vs flussi di cassa disponibili per l'impresa



Le scelte di fondo e la base informativa

Perché utilizzare i flussi di cassa?

Quando flussi economici e flussi di cassa attesi sono diversi, come accade per molti progetti, è necessario cercare di capire quale dei due fornisce una migliore misura di performance.

Le misure contabili possono essere manipolate almeno in singoli periodi attraverso apposite politiche contabili.

Tutti i fornitori chiedono liquidità. Un progetto con utili positivi e flussi di cassa negativi rischia di prosciugare la liquidità dell'impresa.

Il valore di un'impresa può essere validamente misurato attualizzando i flussi di cassa operativi attesi (FCFF).

Le scelte di fondo e la base informativa

- **II° step:** *Identificazione dei flussi di risultato: totali o incremental?*

Lo scopo dell'analisi degli investimenti è individuare progetti che possono aumentare il valore dell'impresa. Di conseguenza i flussi di cassa da prendere in considerazione sono solo i *flussi di cassa incremental* (quelli cioè aggiunti dal nuovo progetto), al netto delle imposte. *Flussi di cassa totali e incremental* di un progetto possono essere diversi per molte ragioni, tra cui:

- A. Presenza di costi sommersi (*sunk costs*);
- B. Ripartizione dei costi generali;
- C. Cannibalizzazione dei prodotti.

Le scelte di fondo e la base informativa

A. Presenza dei costi sommersi (*sunk costs*)

Alcune spese connesse ad un progetto di investimento possono essere sostenute prima dell'analisi del progetto: ad es., le spese di R&D effettuate prima di decidere se introdurre o meno un prodotto sul mercato o le indagini di mercato.

Tali costi non vanno considerati nel calcolo dei flussi incrementali, poiché non potranno essere recuperati se il progetto non verrà intrapreso.

\\Il fatto che i costi sommersi siano irrilevanti ai fini dell'analisi di un progetto di investimento non vuol dire che l'impresa non debba essere in grado di recuperarli.

Le scelte di fondo e la base informativa

A. Presenza dei costi sommersi (*sunk costs*)

Consideriamo, ad esempio, un'impresa come la **McDonald's** che investe somme ingenti in analisi di mercato prima di lanciare nuovi prodotti sul mercato.

Supponiamo che il manager finanziario debba esprimere il suo parere circa l'introduzione sul mercato del **McLean Deluxe** (primo hamburger dietetico) dopo aver sostenuto un costo di 40 mln di dollari per le analisi di mercato; il VAN stimato è di 30 mln di dollari.

Il progetto va realizzato, ma se tutti i prodotti avessero queste caratteristiche l'impresa non potrebbe durare a lungo.

Perché un modello di business di questo tipo sia sostenibile nel tempo il VAN cumulativo dei progetti di successo deve essere superiore alle spese cumulative per le analisi di mercato relative a tutti i progetti.

Le scelte di fondo e la base informativa

B. Ripartizione dei costi generali

Nell'analisi di un progetto bisogna evitare di includere costi che esistono a prescindere dalla realizzazione del progetto. Il problema si pone soprattutto con riferimento alle spese amministrative e del personale. Quest'ultime vengono solitamente ripartite tra le diverse area di attività sulla base di determinati criteri logici (ad es., grado di partecipazione ai ricavi).

Solo un incremento dei costi amministrativi o del personale riconducibile al progetto in esame rappresenta un costo incrementale e deve rientrare nell'analisi.

Le scelte di fondo e la base informativa

B. Ripartizione dei costi generali

Supponiamo di analizzare un progetto per conto di un'impresa per la vendita al dettaglio, le cui spese generali ed amministrative ammontano a 600.000 euro l'anno. Al momento tali spese sono ripartite equamente tra i cinque negozi posseduti dall'impresa (120.000 euro a negozio). Il nuovo progetto consiste nell'apertura di un sesto punto vendita. Una volta aperto il sesto negozio, a ciascun negozio verranno assegnate spese generali e amministrative pari a 110.000 euro.

A quanto ammontano le spese generali ed amministrative da includere nell'analisi del progetto?

Le scelte di fondo e la base informativa

C. Cannibalizzazione dei prodotti

Un nuovo prodotto lanciato dall'impresa andando a competere con prodotti già esistenti dell'impresa stessa ne riduce le vendite. La cannibalizzazione dei prodotti rappresenta un effetto incrementale negativo del nuovo prodotto che andrebbe trattato come un costo.

In contesti molto competitivi, è auspicabile non tener conto dell'effetto «cannibalizzazione» poiché la probabilità che un'impresa concorrente introduca un prodotto simile a quello in esame è molto alta.

Le scelte di fondo e la base informativa

C. Cannibalizzazione dei prodotti

Esempio 1: Il responsabile degli investimenti per il Lazio di Tod's Spa deve valutare se aprire o meno un nuovo punto vendita a Roma. Il nuovo *store* dovrebbe essere localizzato al centro di un quartiere residenziale e andrebbe ad aggiungersi a quello già presente in via del Babuino

Il nuovo *store* richiederà un investimento di 1.800.000 euro, avrà un volume di affari di circa 1.200.000 euro il primo anno per poi stabilizzarsi nel quinquennio successivo intorno al 1.500.000 euro l'anno. Inoltre i costi fissi ammontano a circa 200.000 euro l'anno mentre i variabili attorno al 40% dei ricavi.

Il manager si rende conto che manca una *key information*: la previsione del calo di volume d'affari che farà registrare lo store di Via del Babuino il nuovo a seguito dell'apertura del nuovo store

Le scelte di fondo e la base informativa

C. Cannibalizzazione dei prodotti

Esempio 2: La **Apple** deve valutare se lanciare o meno l'**iPhone 7**.

L'introduzione del nuovo modello di «iPhone» consentirà all'impresa di introitare ingenti risorse monetarie (30 miliardi di dollari solo nel primo semestre), ma avrà un effetto negativo sulle vendite dell'iPhone 6 (- 60% nei prossimi 4 anni) e dell'iPhone 5 (-70% nei prossimi 6 anni).

Il responsabile per gli investimenti di Apple deve o meno considerare nel calcolo della valutazione dell'investimento la cannibalizzazione degli altri prodotti?

Le scelte di fondo e la base informativa

- **III° step:** *Misurazione della soglia minima di rendimento per l'accettazione del progetto*

Lo scopo dell'analisi degli investimenti è individuare progetti che possono aumentare il valore dell'impresa. Ciò avviene se il **rendimento atteso** dai progetti di investimento è superiore rispetto al **costo medio della raccolta** delle risorse finanziarie investite nel progetto

Il costo del Capitale

Il costo del capitale di debito di un'impresa può essere visto come il rendimento richiesto dal mercato

Uso del costo del capitale specifico del progetto, ovvero costo del capitale aziendale

Deve tenere conto della struttura finanziaria

Costo del capitale di debito

$$K_d = i (1 - t)$$

Il costo del Capitale

Costo del capitale proprio = costo implicito = rendimento minimo da assicurare agli azionisti = costo opportunità

stima indiretta: investimenti alternativi

Secondo il modello del CAPM:

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

stima diretta: utili per azione al valore di mercato

$$K_e = \text{EPS} / P$$

Il costo medio del Capitale

$$WACC = K_{mp} = K_d (D / V) + K_e (E / V)$$

$$K_d < K_{mp} < K_e$$

La variazione della struttura finanziaria incide su WACC perché

- ✓ **determina un diverso peso di K_e e K_d**
- ✓ **modifica il rischio finanziario dell'impresa e di conseguenza anche il livello di K_e e K_d**

IMPORTANTE

E, D, & V sono sempre valori di mercato

Il costo medio del Capitale

Secondo l'impostazione tradizionale: spostandosi dalle azioni al debito k si riduce (almeno fino a un certo punto)

Riflette fundamentalmente la pratica operativa

Le imprese devono ricercare la struttura finanziaria ottimale

Gli azionisti preferiscono i dividendi

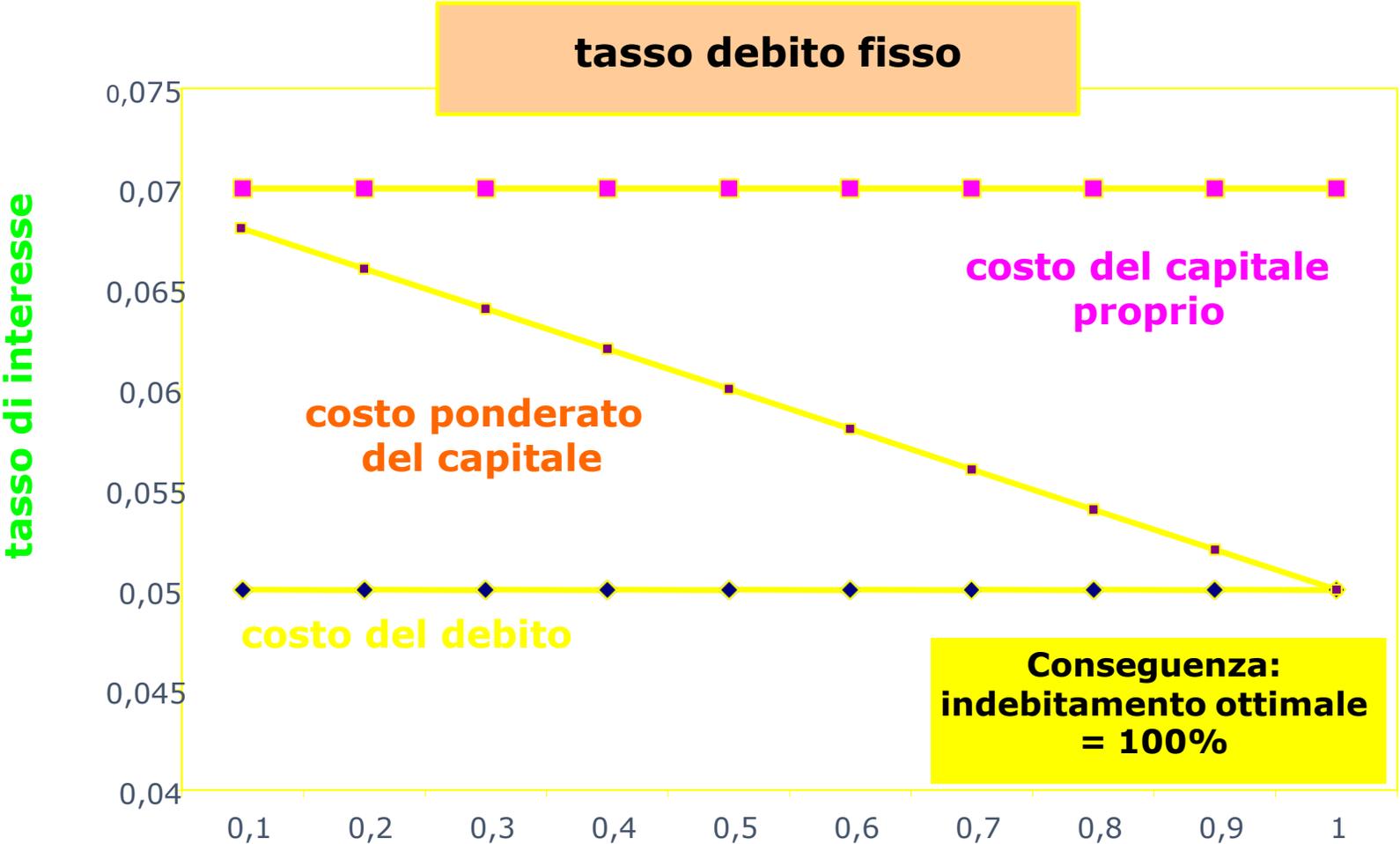
ergo: si può aumentare valore dell'impresa con politica finanziaria e politica dividendi

Guarda al risultato netto

Ricerca punto di minimo del costo del capitale

Costo del capitale e struttura finanziaria

l'impostazione tradizionale



Costo del capitale e struttura finanziaria

l'impostazione tradizionale

