



Esercitazione METODO REDDITUALE

L'impresa Beta, produttrice di mobili per arredo, presenta il seguente profilo reddituale:

I risultati netti contabili* desunti dal pre-consuntivo 2009, dal budget 2010 e dai dati 2011 e 2012 di piano sono i seguenti:

	2009	2010	2011	2012
Risultato netto contabile	3.186	1.789	3.103	4.457

Il carico fiscale riflesso nei risultati degli esercizi 2009 e 2010 è ricollegabile alla possibilità di dedurre perdite pregresse. È ragionevole stimare un carico fiscale di circa il 40%. Il beneficio fiscale delle perdite pregresse origina un surplus assets di 200.

Le imposte scontate dai risultati sopra riportati sono state le seguenti:

	2009	2010	2011	2012
Imposte	956	537	1.241	1.783

*i valori sono espressi in termini reali e omogenei

Il risultato del 2009 comprende un componente straordinario determinato dal realizzo di una plusvalenza derivante dalla vendita di un immobile civile, avvenuta nell'esercizio, di 120.

L'impresa Beta ha contratto un'operazione di leasing finanziario per finanziare l'acquisizione di alcuni immobili adibiti a filiali commerciali funzionali alla crescita internazionale. In particolare, al fine di pervenire ad una corretta espressione del reddito medio normalizzato, si considerino le seguenti informazioni aggiuntive: il valore corrente degli immobili è stimato pari a 3.800, l'aliquota di ammortamento è pari al 3%; la quota di rimborso del debito implicita nei canoni leasing contabilizzati nei periodi considerati è indicata nella tabella seguente:

	2009	2010	2011	2012
Quota rimborso debito v/soc. leasing	250	270	230	250

Nel 2009 a seguito di una ristrutturazione di una linea produttiva si verrà a determinare il licenziamento di alcuni operai. I costi operativi dell'anno in questione comprendono la somma di 331 corrisposta a titolo di buonuscita ai dipendenti posti in mobilità.

Nel corso del 2009 il settore sarà colpito da un fatto straordinario che comporterà una considerevole riduzione del reddito dell'anno 2010.

Alla luce di tale situazione e in funzione della significatività riconosciuta a ciascun risultato in una prospettiva futura, si riconosce un peso del 30% ai redditi del 2009, 2011 e 2012 e del 10% a quello del 2010.

Nel patrimonio dell'impresa Beta è presente un terreno agricolo non strumentale all'attività produttiva per un valore corrente di 380.

Il tasso *free risk* reale, determinato utilizzando la formula di Fisher, è pari a 2,16%

Il costo del capitale proprio reale è determinato tenendo conto dei seguenti dati:

- Premio di rischio di mercato deflazionato: 6%
- Beta *levered* (media Beta comparabili): 1,44
- Premio per il rischio specifico d'impresa deflazionato (motivato dall'incertezza sugli esiti di una recente acquisizione effettuata dall'impresa Beta in Cina): 2%

Alla luce delle informazioni disponibili, si proceda al calcolo del valore economico del capitale dell'impresa Beta utilizzando il metodo reddituale sintetico e analitico



Traccia di soluzione: metodo reddituale sintetico

1. Calcolo del reddito medio normale atteso:

	2009	2010	2011	2012
Risultato netto contabile	3.186	1.789	3.103	4.457
Storno imposte	956	537	1.241	1.783
Storno plusvalenza	- 120			
Storno quota capitale canone leasing	250	270	230	250
Storno costi del personale straordinari	331			
Risultato netto rettificato	4.603	2.596	4.574	6.490

Reddito netto rettificato medio	4.960
Ammortamento beni in leasing	114
Reddito medio ante imposte	4.846
Imposte (40%)	1.938
Reddito medio normale atteso	2.908

Le rettifiche effettuate sono state le seguenti:

- Storno della quota capitale dei canoni leasing e calcolo degli ammortamenti sul valore corrente dei fabbricati;
- Storno delle imposte contabilizzate e ricalcolo delle stesse in base all'aliquota mediamente gravante in prospettiva futura sui risultati aziendali;
- Storno della plusvalenza in quanto componente straordinario;
- Storno dei costi del personale relativi alla ristrutturazione;
- Calcolo del reddito medio normale atteso attribuendo un peso del 30% ai risultati netti rettificati del 2007, 2009 e 2010 e del 10% al risultato netto rettificato del 2008.

2. Calcolo del costo del capitale proprio reale:

Costo del capitale proprio reale = R_f reale + (Beta *levered* * premio per il rischio di mercato) + premio per il rischio addizionale d'impresa

$$2,16\% + (1,44 * 6\%) + 2\% = \mathbf{12,8\%}$$



3. Calcolo del valore economico del capitale dell'impresa Beta:

Valore economico del capitale (W) = (Reddito medio normale atteso/costo del capitale proprio reale) + surplus assets

$$\mathbf{W} = (2.908/12,8\%) + 380 + 200 = \mathbf{23.299}$$



Traccia di soluzione: metodo reddituale analitico

1. Calcolo del reddito normale atteso:

	2009	2010	2011	2012
Risultato netto contabile	3.186	1.789	3.103	4.457
Storno imposte	956	537	1.241	1.783
Storno plusvalenza	- 120			
Storno quota capitale canone leasing	250	270	230	250
Storno costi del personale straordinari	331			
Risultato netto rettificato	4.603	2.596	4.574	6.490
Ammortamento beni in leasing	114	114	114	114
Reddito ante imposte	4.489	2.482	4.460	6.376
Imposte (40%)	1.796	993	1.784	2.550
Reddito normale atteso	2.693	1.489	2.676	3.826

Le rettifiche effettuate sono state le seguenti:

- Storno della quota capitale dei canoni leasing e calcolo degli ammortamenti sul valore corrente dei fabbricati;
- Storno delle imposte contabilizzate e ricalcolo delle stesse in base all'aliquota mediamente gravante in prospettiva futura sui risultati aziendali;
- Storno della plusvalenza in quanto componente straordinario;
- Storno dei costi del personale relativi alla ristrutturazione;
- Calcolo del reddito medio normale atteso attribuendo un peso del 30% ai risultati netti rettificati del 2007, 2009 e 2010 e del 10% al risultato netto rettificato del 2008.

2. Calcolo del costo del capitale proprio reale:

Costo del capitale proprio reale = R_f reale + (Beta *levered* * premio per il rischio di mercato) + premio per il rischio addizionale d'impresa

$$2,16\% + (1,44 * 6\%) + 2\% = \mathbf{12,8\%}$$

3. Calcolo del terminal value:

$$V_t = 3.826/12,8\% = \mathbf{29.891}$$

4. Calcolo del valore economico del capitale dell'impresa Beta:

	2009	2010	2011	2012	Valore terminale
Reddito normale atteso	2.693	1.489	2.676	3.826	29.891
Coefficiente di attualizzazione	0,88652482	0,7859262	0,69674313	0,61768008	0,5475887
Redditi attualizzati	2.387	1.170	1.864	2.363	16.368

5. Calcolo del valore del capitale economico

W = valore dei redditi attualizzati + valore terminale attualizzato + surplus assets

$$\mathbf{W = 2.387 + 1.170 + 1.864 + 2.363 + 16.368 + 380 + 200 = 24.732}$$