

FINANZA

AZIENDALE

a.a. 19/20

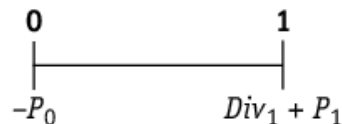


ANDREA

DEL GROSSO

CAPITOLO 9 "La valutazione delle azioni"

Un'azione è un titolo rappresentativo del capitale proprio della società, è rappresentativa di attività reali e quindi vale in funzione di quanto valgono queste attività reali, le tecniche ed i principi che abbiamo osservato per gli investimenti reali valgono quindi anche per le azioni. Da un'azione è possibile ricavare due diversi tipi di flussi di cassa: impresa potrebbe pagare dividendi ai suoi azionisti, e inoltre chi investe può ottenere liquidità vendendo le sue azioni nel futuro. Consideriamo il caso di chi investe ad un anno. quando un investitore acquista un'azione paga il prezzo corrente di mercato al momento dell'acquisto, P_0 . Finché continua a detenere l'azione ha il diritto di ricevere tutti i dividendi che l'azione paga. Chiamiamo Div_1 il totale dei dividendi pagati dall'azione nell'anno, essi sono legati agli utili che la società produce ed alla decisione della società di distribuirli. Alla fine dell'anno, l'investitore venderà l'azione al prezzo di mercato in quel momento, P_1 .



I dividendi e il prezzo delle azioni non sono certi, ma sono valori basati sulle aspettative dell'investitore al momento in cui acquista l'azione. L'investitore sarà disposto ad acquistare fino a quando il prezzo dell'azione porterà ad avere un VAN non negativo, ovvero fino a quando il prezzo corrente non sarà maggiore del valore attuale dei valori attesi dei dividendi futuri e del prezzo di vendita. Poiché questi flussi di cassa hanno una componente di rischio, non possiamo scontarli usando il tasso di interesse privo di rischio; dovremmo invece scontarli utilizzando il **costo del capitale proprio** delle azioni (r_E), chiamato così in quanto è il rendimento atteso sul capitale proprio o azionario. È il rendimento atteso per altri investimenti disponibili sul mercato con rischio equivalente, è quindi il rendimento atteso richiesto dagli azionisti perché per azioni simili questo è il tasso adottato perciò l'azione come minimo deve rendere questo tasso. In presenza di mercati normali il prezzo dell'azione deve soddisfare $P_0=VA$:

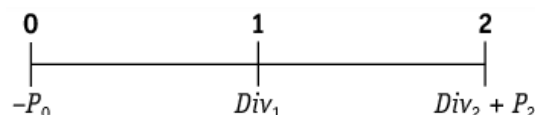
$$P_0 = \frac{Div_1 + P_1}{1 + r_E} \quad (1)$$

Perciò in un mercato concorrenziale acquistare o vendere un'azione deve essere un'opportunità di investimento a VAN nullo. Si può reinterpretare l'equazione precedente moltiplicando entrambi i membri per $(1+r_E)$, dividendo per P_0 e sottraendo uno:

$$r_E = \frac{Div_1 + P_1}{P_0} - 1 = \underbrace{\frac{Div_1}{P_0}}_{\text{tasso di dividendo}} + \underbrace{\frac{P_1 - P_0}{P_0}}_{\text{tasso di capital gain}} \quad (2)$$

Il primo elemento della parte destra dell'equazione è detto **tasso di dividendo (dividend yield)**, è il tasso di rendimento che l'investitore si aspetta di ottenere dal dividendo pagato dall'azione. Il secondo elemento a destra è il **capital gain** (guadagno in conto capitale o plusvalenza) che l'investitore riceverà dall'azione, ed è dato dalla differenza fra il prezzo di vendita atteso dell'azione e il suo prezzo di acquisto P_1-P_0 . Dividendo il capital gain per il prezzo corrente dell'azione, lo esprimiamo come tasso di rendimento, chiamato **tasso di capital gain**. La somma del tasso di dividendo e del tasso di capital gain è detta **rendimento totale** dell'azione (**total shareholder return**). Il rendimento totale è il rendimento che ci si aspetta di ottenere con l'investimento in un'azione per un anno, il rendimento totale di un'azione dovrebbe essere uguale al costo del capitale proprio.

Ora supponiamo di voler tenere le azioni per due anni, in questo caso prima di vendere l'azione, riceveremo i dividendi sia dell'anno 1 che dell'anno 2.



Ponendo il prezzo dell'azione uguale al valore attuale dei suoi flussi di cassa futuri si ha:

$$P_0 = \frac{Div_1}{1+r_E} + \frac{Div_2 + P_2}{(1+r_E)^2}$$

Questa equa con

$$P_1 = \frac{Div_2 + P_2}{1+r_E}$$

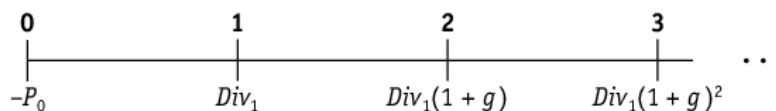
E sostituendo questa espressione nell'equazione di P0 per un investimento annuale, otterremo precisamente l'equazione di P0 per un investimento a due anni, quest'ultima è quindi identica a quella per due investimenti a un anno in sequenza. Si può continuare in questo modo per un qualunque numero di anni sostituendo il prezzo finale dell'azione con il valore che il successivo detentore dell'azione sarebbe disposto a pagare per il suo acquisto. Determiniamo così un modello più generale per la determinazione del prezzo delle azioni per qualunque orizzonte temporale N, il **dividend-discount model**:

$$P_0 = \frac{Div_1}{1+r_E} + \frac{Div_2}{(1+r_E)^2} + \dots + \frac{Div_N}{(1+r_E)^N} + \frac{P_N}{(1+r_E)^N}$$

Possiamo quindi affermare che tutti gli investitori daranno lo stesso valore all'azione a prescindere dall'orizzonte temporale di investimento, a patto che abbiano le stesse aspettative altrimenti sarebbero valutazioni diverse. Per semplificare l'equazione precedente possiamo considerare N->infinito, in quanto calcolare il prezzo tra n anni è complicato, con questa semplificazione ignoriamo il VA del prezzo di vendita, in quanto dovendo attualizzare per infiniti anni il suo VA sarebbe vicino allo 0:

$$P_0 = \frac{Div_1}{1+r_E} + \frac{Div_2}{(1+r_E)^2} + \frac{Div_3}{(1+r_E)^3} + \dots = \sum_{n=1}^{\infty} \frac{Div_n}{(1+r_E)^n}$$

In altre parole, in questo caso il prezzo dell'azione è uguale al VA dei futuri dividendi attesi che essa pagherà. Ovviamente è molto difficile riuscire a stimare questi dividendi, soprattutto se si parla di un futuro lontano. Il modo più semplice per prevedere i dividendi futuri di un'azienda è quello di assumere che crescano sempre un tasso costante g (può anche essere negativo):



in questo modo otteniamo la seguente formula per il calcolo del prezzo dell'azione:

$$P_0 = \frac{Div_1}{r_E - g} \quad (7)$$

Secondo il **modello di crescita costante dei dividendi (Modello di Gordon)**, il valore di un'impresa dipende dal dividendo del prossimo anno diviso per il costo del capitale proprio al netto del tasso atteso di crescita dei dividendi. Questa equazione si può interpretare in un altro modo:

$$r_E = \frac{Div_1}{P_0} + g \quad (8)$$

Mettendo a confronto questa equazione con l'equazione (2), si vede che g è uguale al tasso atteso di capital gain. In altre parole, con un'aspettativa di crescita costante dei dividendi, il tasso di crescita atteso del prezzo dell'azione coincide con il tasso di crescita dei dividendi.

Nell'equazione (7) il prezzo dell'azione aumenta con l'aumentare dei dividendi dell'anno, e con il tasso di crescita atteso g. Spesso, ci si trova di fronte a un trade-off: per aumentare la crescita è necessario investire, ma se il denaro viene speso i nuovi investimenti non può essere usato per pagare dividendi. Analizziamo allora che cosa determina il tasso di crescita dei dividendi. Se definiamo il **tasso di distribuzione degli utili, d, (payout)** di un'azienda come la

quota di utile che l'azienda distribuisce come dividendo ogni anno, possiamo definire il dividendo per azione alla data t come segue:

$$Div_t = \frac{\text{utili}_t}{\underbrace{\text{azioni in circolazione}_t}_{EPS_t}} \times \text{tasso di distribuzione degli utili}_t$$

considerando in questo caso il numero di azioni in circolazione come costante, un'azienda può aumentare i suoi dividendi in due modi: 1-aumentando gli utili, 2-aumentando il suo payout, esaminiamo il potenziale trade-off fra le due alternative. un'impresa può fare due cose con i propri utili: distribuirli agli investitori sotto forma di dividendo o non distribuirli e reinvestirli. Investendo la liquidità oggi, un'impresa può aumentare i propri dividendi futuri. Per semplicità si assuma che non ci sia crescita aziendale senza nuovi investimenti, se l'aumento degli utili futuri è risultato esclusivo di nuovi investimenti fatti con gli utili non distribuiti allora

$$\text{Variazione utili} = \text{nuovo investimento} \times \text{rendimento del nuovo investimento} \quad (10)$$

Il nuovo investimento a sua volta sarà pari agli utili moltiplicati per il **tasso di ritenzione (t)**, $t=(1-d)$, dell'impresa, cioè la quota di utili correnti che l'impresa non distribuisce come dividendi:

$$\text{nuovo investimento} = \text{utili} \times \text{tasso di ritenzione} \quad (11)$$

Sostituendo l'equazione 11 nell'equazione 10 e dividendo per gli utili si può esprimere il tasso di crescita degli utili in questo modo:

$$\begin{aligned} \text{tasso di crescita utili} &= \frac{\text{variazione utili}}{\text{utili}} \\ &= \text{tasso di ritenzione} \times \text{rendimento del nuovo investimento} \end{aligned}$$

Se l'impresa decide di mantenere costante il tasso di distribuzione degli utili, la crescita dei dividendi sarà uguale alla crescita degli utili, e quindi g sarà il tasso di crescita dei dividendi per azione oltre che per gli utili per azione:

$$g = \text{tasso di ritenzione} \times \text{rendimento del nuovo investimento}$$

Questo tasso è indicato talvolta come **tasso di crescita sostenibile** perché è il tasso a cui l'impresa può crescere utilizzando soltanto gli utili non distribuiti.

Limiti del dividend-discount model

Il dividend-discount model, Valuta le azioni in base alla previsione dei futuri dividendi distribuiti agli azionisti. tuttavia, a differenza dei titoli di Stato, che hanno flussi di cassa virtualmente certi, per le previsioni sui dividendi aziendali futuri esiste un elevato grado di incertezza. I limiti di questo modello sono:

- 1) Considerando l'equazione di Gordon utilizzata per calcolare il prezzo dell'azione, anche piccoli cambiamenti nel tasso di crescita previsto possono portare a grandi differenze nella valutazione del prezzo delle azioni, ciò è dovuto al fatto che g è una crescita perpetua, perciò un piccolo errore ripetuto perpetuamente aumenta esponenzialmente. È inoltre difficile conoscere quale sia la stima più ragionevole del tasso di crescita dei dividendi.
- 2) Secondo questo modello un'impresa che non paga i dividendi vale zero, ma ciò non è vero, in quanto esse non sono imprese che non danno remunerazione, danno una remunerazione in conto capitale, punta quindi sul far aumentare il prezzo dell'azione.
- 3) Per fare una previsione sui dividendi è necessario prevedere gli utili aziendali, il tasso di distribuzione degli utili e conteggiare le azioni future, è però molto difficile effettuare previsioni affidabili al riguardo.

Ci sono imprese che utilizzano come strumento di distribuzione di liquidità agli azionisti il riacquisto delle azioni, dato che per calcolare il valore di queste imprese non possiamo utilizzare il DDM, utilizzare due metodi seguenti:

1- Total payout model

Un numero sempre crescente di imprese ha sostituito la distribuzione dei dividendi con il riacquisto delle azioni. Si parla di **riacquisto di azioni** quando l'azienda usa la liquidità in eccesso per ricomprare le proprie azioni. Tale operazione ha due conseguenze sul DDM: in primo luogo, più l'azienda usa la sua liquidità per acquistare le sue azioni e meno ne ha a disposizione per pagare dividendi; in secondo luogo, riacquistando le proprie azioni l'azienda riduce il numero di azioni presenti sul mercato e ciò aumenta l'utile e il dividendo per azione. Quindi il g aumenta e non sarà uguale a quello preventivato e lo dobbiamo aggiustare, questo problema non c'è con il **Total payout model** il quale risulta più affidabile quando un'impresa riacquista le sue azioni, perché considera tutte le azioni e non la singola azione. Per far ciò si scontano i pagamenti complessivi effettuati dall'impresa ai suoi azionisti, che corrispondono all'ammontare complessivo distribuito sia sotto forma di dividendi e di riacquisto di azioni. Poi si divide per il numero corrente di azioni in circolazione per determinare il prezzo delle azioni.

$$P_0 = \frac{VA(\text{totale futuri dividendi e riacquisti})}{\text{azioni in circolazione}} \quad (9.16)$$

A questo metodo si possono applicare le stesse semplificazioni di crescita costante. L'unica differenza, in questo caso è che si scontano sia i dividendi che i riacquisti di azioni e si usa un tasso di crescita degli utili totali, e non dell'utile per azione. (es. p.306)

2- Il modello dei flussi di cassa scontati

Questo modello determina per prima cosa il valore totale dell'impresa per tutti gli investitori, azionisti e detentori del debito. Inizia quindi con lo stimare l'**enterprise value**, valore totale dell'impresa, che abbiamo definito come:

$$\text{enterprise value} = \text{valore di mercato del capitale netto} + \text{debiti} - \text{cassa} \quad (9.17)$$

Lo si può interpretare come il costo di acquisto del capitale proprio nell'azienda, con l'intera liquidità dopo il rimborso dei debiti. Il vantaggio del modello dei flussi di cassa scontati è che permette di valutare l'impresa senza doverne prevedere in modo esplicito i dividendi, il riacquisto delle azioni e l'uso del debito. Per stimare il valore totale dell'impresa dobbiamo calcolare il valore attuale dei flussi di cassa disponibili (FCF) pagare tutti gli investitori, azionisti e detentori del debito. Così come nel capitolo 8 abbiamo determinato il valore di un progetto calcolando il VAN dei suoi flussi di cassa, possiamo stimare l'enterprise value V_0 calcolando il valore attuale dei flussi di cassa dell'impresa.

$$V_0 = VA(\text{flussi di cassa futuri}) \quad (9.21)$$

Possiamo stimare il prezzo delle azioni usando l'Eq.9.17 Per determinare il valore del capitale proprio e quindi dividerlo per il numero di azioni in circolazione:

$$P_0 = \frac{V_0 + \text{cassa}_0 - \text{debiti}_0}{\text{azioni in circolazione}_0} \quad (9.22)$$

Una differenza importante fra il modello di flussi di cassa scontati e i modelli considerati precedentemente è il tasso di sconto. nei calcoli precedenti abbiamo usato il costo del **capitale proprio aziendale** r_e , perché scontavamo i flussi di cassa per gli azionisti, qui invece scontiamo i flussi di cassa disponibili per pagare sia gli azionisti che i detentori del debito. In questo caso dovremo perciò usare il **costo medio ponderato del capitale (WACC, Weighted Average Cost of Capital)** r_{wacc} . Quando l'impresa è indebitata r_{wacc} è una media del costo del capitale proprio e di debito dell'impresa. Poiché il debito di norma presenta un rischio inferiore al capitale proprio r_{wacc} è in genere inferiore a r_e . Stimiamo i flussi di cassa dell'azienda fino a un certo orizzonte temporale e un valore terminale (all'orizzonte) dell'impresa:

$$V_0 = \frac{FCF_1}{1 + r_{wacc}} + \frac{FCF_2}{(1 + r_{wacc})^2} + \dots + \frac{FCF_N + V_N}{(1 + r_{wacc})^N} \quad (9.23)$$

Spesso il valore terminale viene stimato assumendo un tasso di crescita costante di lungo periodo g_{FCF} dei flussi di cassa disponibili dopo l'anno N, così che

$$V_N = \frac{FCF_{N+1}}{r_{wacc} - g_{FCF}} = \left(\frac{1 + g_{FCF}}{r_{wacc} - g_{FCF}} \right) \times FCF_N \quad (9.24)$$

Questo metodo ha il vantaggio di poter essere applicato ignorando il modo in cui la liquidità viene pagata agli azionisti e ai creditori, perché mi baso sul valore di un'azienda come se non fosse indebitata, devo solo sapere il valore totale dei debiti e lo

posso vedere dal bilancio. Inoltre, ci consente di capire come il valore totale dell'azienda si distribuisce tra azionisti e creditori, e ci consente di non dover stimare i dividendi.

Valutazione attraverso i comparabili

Un'altra applicazione della legge del prezzo unico è il cosiddetto **metodo dei comparabili**, in cui invece di stimare direttamente il valore dei flussi di cassa aziendali, si stima il valore dell'azienda basandosi sul valore di altre aziende o investimenti comparabili che ci si aspetta generino flussi di cassa simili nel futuro. Consideriamo per esempio il caso di una nuova impresa identica a un'altra quotata nei mercati finanziari. Se queste imprese generano flussi di cassa identici, per la legge del prezzo unico si può usare il valore della società esistente per determinare il valore della nuova società. Nella realtà, naturalmente, non esistono due società identiche.

Si possono aggiustare le differenze di scala fra le aziende esprimendo il loro valore in termini di un **multiplo di valutazione**, che è il rapporto del valore con alcune misure di scala dell'impresa. I multipli più comuni sono:

1) Il **Rapporto prezzo/utile (P/E)**, è uguale al prezzo dell'azione diviso per l'utile dell'azione. Il P/E ci dice qual è il P che il mercato sta assegnando ad 1 € di utile o utile per azione. Per interpretare il P/E consideriamo la formula del prezzo delle azioni ricavata nell'Eq.9.6 Per il caso di crescita costante dei dividendi. Se dividiamo entrambi i membri di questa equazione per EPS otteniamo la seguente formula:

$$\text{forward P/E} = \frac{P_0}{EPS_1} = \frac{Div_1/EPS_1}{r_E - g} = \frac{\text{payout}}{r_E - g} \quad (9.25)$$

Questa equazione fornisce una formula per il **forward P/E** (P/E futuro) dell'azienda, che è il multiplo P/E calcolato in base agli utili futuri (stima dei prossimi 12 mesi). Possiamo anche calcolare il **trailing P/E** (P/E corrente) utilizzando gli utili recenti (dei 12 mesi precedenti). Questa equazione comporta che, se due azioni hanno payout e tasso di crescita dell'EPS uguali e rischio equivalenti allora avranno anche lo stesso P/E. Ciò mostra anche che aziende e settori con alti tassi di crescita, che genere di liquidità in eccesso rispetto alle loro esigenze di investimento e quindi possono mantenere un payout elevato, dovrebbero avere P/E elevati. (es in basso a sx scritto p.312)

2) Multipli dell'enterprise value

Poiché l'enterprise value Rappresenta il valore totale dell'impresa e non solo il valore del suo capitale proprio, è vantaggioso usarlo per confrontare imprese con diversi livelli di indebitamento. Essendo il valore totale aziendale determinato al lordo pagamento dei debiti, per ottenere il multiplo lo dividiamo per gli utili o per i flussi di cassa a lordo del pagamento di interessi, come EBIT ed EBITDA e sul flusso di cassa.

$$\frac{V_0}{EBITDA_1} = \frac{FCF_1/EBITDA_1}{r_{wacc} - g_{FCF}} \quad (9.26)$$

Anche questo multiplo è più elevato per le imprese con un alto tasso di crescita e basso fabbisogno di capitale e con flussi di cassa poco volatili.

3) Price to book value

L'utilità di un multiplo di valutazione, perciò, dipende dalla natura delle differenze fra le imprese ed alla sensibilità del multiplo a tali differenze. Un punto debole del metodo dei comparabili che non tiene conto delle rilevanti differenze tra le imprese. Un'azienda potrebbe avere un team di management eccezionale un'altra potrebbe aver sviluppato un processo di produzione efficiente e potrebbero aver raggiunto gli stessi risultati, tali differenze vengono però ignorate quando si applica un multiplo di valutazione. Un altro limite è che fornisce informazioni sul valore dell'azienda in relazione ad altre aziende, per cui l'utilizzo dei multipli non serve per determinare se un intero settore è sopravvalutato. Ha invece come vantaggio la semplicità del suo utilizzo, ed inoltre il fatto di basarsi sui prezzi correnti di aziende realmente esistenti piuttosto che su previsioni dei flussi di cassa futuri che possono non essere realistiche.

Per concludere, nessuna tecnica riesce a dare una risposta definitiva sul valore vero di un'azione, molti esperti usano più tecniche contemporaneamente e se ottengono risultati coerenti con i diversi metodi considerano la stima più attendibile.

Informazioni, concorrenza e prezzi delle azioni

L'idea che la concorrenza fra investitori porti a eliminare tutte le opportunità di negoziazione con Van positivo viene chiamata **ipotesi di mercato efficiente**. Ciò significa che i titoli avranno un prezzo equo sulla base dei flussi di cassa futuri data l'informazione a disposizione degli investitori. Il fatto che io acquisti un titolo a $Van=0$, non significa che io non guadagni, ma significa che io sto guadagnando quel rendimento che mi permette di remunerare in maniera corretta il rischio che sto sopportando, non guadagno extra rendimenti. Il fondamento logico alla base dell'ipotesi di merc. efficiente è la presenza della concorrenza, il grado di concorrenza dipenderà dal numero di investitori in possesso della nuova informazione. Esistono diverse forme di efficienza a seconda del tipo di informazione contenuta nel prezzo:

1-Efficienza in forma debole o semiforte (informazione pubblica e facilmente interpretabile)

In questa situazione ci si aspetta che la concorrenza fra investitori sia molto accesa, solo pochi investitori saranno in grado di negoziare una piccola quantità di azioni prima del prezzo si riaggiusti completamente, l'ipotesi del mercato efficiente si applica molto bene con questo tipo di informazione

2- Efficienza in forma forte (informazioni private o difficili da interpretare)

Quando l'informazione privata è nelle mani di un numero relativamente piccolo di investitori, essi possono approfittarne per le loro negoziazioni. Tuttavia, quando questi trader in possesso dell'informazione iniziano a negoziare, tenderanno a muovere i prezzi in modo tale che, nel lungo periodo, i nuovi prezzi rifletteranno l'informazione. A mano a mano che aumenterà il numero di operatori informati crescerà la concorrenza per sfruttare l'informazione.