
Prof. Eugenio Comuzzi

Ordinario di Economia Aziendale nell'Università di Udine
Docente di Ragioneria 1 e 2, Metodologie e Determinazioni Quantitative d'Azienda 1 e 2,
Economia dei Gruppi nell'Università di Udine

18, Metodologie 1

**Performance e valore d'impresa.
Valore e modelli di determinazione.
Approfondimenti**

L'agenda

- Riprendere e approfondire il tema della determinazione del valore d'impresa
- Analizzare metodologie e strumenti tecnici di supporto

Verso la costruzione di un modello per il trattamento della complessità e il governo del valore aziendale

Le 7 dimensioni del valore

Macro dimensioni	Dimensioni
Superficie Dimensione della sintesi	Dimensione del valore aziendale inteso come espressione di sintesi del successo o dell'insuccesso dell'azienda
Profondità Dimensione delle cause	Dimensione della qualità del business e dell'ambiente competitivo operativo Dimensione della qualità delle scelte di finanziamento e dell'ambiente competitivo finanziario Dimensione della posizione competitiva dell'impresa Dimensione del capitale relazionale da sfruttare Dimensione del meso-ambiente e delle relazioni con i propri partners come ambiente specifico oggetto di presidio
Profondità Dimensione delle cause	Dimensione dei processi Dimensione di capitale strutturale da sfruttare
Profondità Dimensione delle cause di ulteriore profondità

Creazione, conservazione, distruzione di valore. Una possibile chiave di lettura

Descrizione	Entity Model	Equity Model
Modelli basati sull'attualizzazione dei flussi reddituali	<p>Obiettivo Determinare il valore dell'impresa nel suo complesso</p>	<p>Obiettivo Determinare il valore dell'impresa attribuibile al capitale di rischio</p>
	<p>Descrizione Il valore di un'azienda viene determinato attraverso l'attualizzazione dei flussi reddituali operativi attesi per il futuro</p>	<p>Descrizione Il valore dell'equity viene determinato attraverso l'attualizzazione dei flussi reddituali netti attesi per il futuro</p>
	<p>Formulazione matematica</p> $W = \sum_{t=1}^n \frac{Ro}{(1+Wacc)^t}$ <p>Dove W = Valore dell'impresa Ro = Risultato operativo Wacc = Costo medio del capitale t = Orizzonte temporale di analisi (vita dell'impresa)</p>	<p>Formulazione matematica</p> $We = \sum_{t=1}^n \frac{Rn}{(1+Ke)^t}$ <p>Dove We = Valore dell'equity Rn = Risultato netto Ke = Costo del capitale di rischio t = Orizzonte temporale di analisi (vita dell'impresa)</p>

Creazione, conservazione, distruzione di valore. Una possibile chiave di lettura

Modelli basati sull'attualizzazione dei flussi finanziari	<p>Obiettivo Determinare il valore dell'impresa nel suo complesso</p>	<p>Obiettivo Determinare il valore dell'impresa attribuibile al capitale di rischio</p>
	<p>Descrizione Il valore di un'azienda viene determinato attraverso l'attualizzazione dei flussi monetari operativi attesi per il futuro</p>	<p>Descrizione Il valore dell'equity viene determinato attraverso l'attualizzazione dei flussi monetari disponibili per gli azionisti e attesi per il futuro</p>
	<p>Formulazione matematica</p> $W = \sum_{t=1}^n \frac{FCFO}{(1+Wacc)^t}$ <p>Dove W = Valore dell'impresa FCFO = Free Cash Flow from Operations Wacc = Costo medio del capitale t = Orizzonte temporale di analisi (vita dell'impresa)</p>	<p>Formulazione matematica</p> $We = \sum_{t=1}^n \frac{FCFE}{(1+Ke)^t}$ <p>Dove We = Valore dell'equity FCFE = Free Cash Flow to Equity Ke = Costo del capitale di rischio t = Orizzonte temporale di analisi (vita dell'impresa)</p>

Creazione, conservazione, distruzione di valore. Una possibile chiave di lettura

Modelli basati sull'attualizzazione dei flussi reddituali residuali	<p>Obiettivo Determinare il valore dell'impresa nel suo complesso</p>	<p>Obiettivo Determinare il valore dell'impresa attribuibile al capitale di rischio</p>
	<p>Descrizione Il valore di un'azienda viene determinato attraverso l'attualizzazione dei flussi reddituali operativi residuali attesi per il futuro. Questi sono calcolati sottraendo al risultato operativo il costo medio ponderato del capitale</p>	<p>Descrizione Il valore dell'equity viene determinato attraverso l'attualizzazione dei flussi reddituali netti residuali attesi per il futuro</p>
	<p>Formulazione matematica</p> $W = Ci + \sum_{t=1}^n \frac{Ro - (Wacc \times Ci)}{(1 + Wacc)^t}$ <p>Dove W = Valore dell'impresa Ro = Risultato operativo Ci = Capitale investito Wacc = Costo medio del capitale t = Orizzonte temporale di analisi (vita dell'impresa)</p>	<p>Formulazione matematica</p> $We = Cn + \sum_{t=1}^n \frac{Rn - (Ke \times Cn)}{(1 + Ke)^t}$ <p>Dove We = Valore dell'equity Rn = Risultato netto Cn = Capitale netto Ke = Costo del capitale di rischio t = Orizzonte temporale di analisi (vita dell'impresa)</p>

Creazione, conservazione, distruzione di valore. Una possibile chiave di lettura

Modelli basati sull'attualizzazione dei flussi finanziari residuali	<p>Obiettivo Determinare il valore dell'impresa nel suo complesso</p>	<p>Obiettivo Determinare il valore dell'impresa attribuibile al capitale di rischio</p>
	<p>Descrizione Il valore di un'azienda viene determinato attraverso l'attualizzazione dei flussi monetari operativi residuali attesi per il futuro</p>	<p>Descrizione Il valore dell'equity viene determinato attraverso l'attualizzazione dei flussi monetari complessivi residuali attesi per il futuro</p>
	<p>Formulazione matematica</p> $W = Ci + \sum_{t=1}^n \frac{FCFO - (Wacc \times Ci)}{(1 + Wacc)^t}$ <p>Dove W = Valore dell'impresa FCFO = Flussi di cassa operativi disponibili Ci = Capitale investito Wacc = Costo medio del capitale t = Orizzonte temporale di analisi (vita dell'impresa)</p>	<p>Formulazione matematica</p> $We = Cn + \sum_{t=1}^n \frac{FCFE - (Ke \times Cn)}{(1 + Ke)^t}$ <p>Dove We = Valore dell'equity FCFE = Flussi di cassa disponibili per gli azionisti Cn = Capitale netto Ke = Costo del capitale di rischio t = Orizzonte temporale di analisi (vita dell'impresa)</p>

Creazione, conservazione, distruzione di valore. Una possibile chiave di lettura

Approccio sintetico

$$W = \frac{FCFO}{WACC}$$

Questo approccio determina il valore aziendale ipotizzando che i flussi di cassa e il costo del capitale siano costanti e infiniti. La formula utilizzata è quella di una rendita perpetua posticipata e il valore dell'impresa viene calcolato all'inizio del periodo di osservazione (t=0).

Approccio analitico

$$W = \sum_{T=1}^n \frac{FCFO_T}{(1+WACC)^T}$$

Questo approccio determina il valore aziendale stimando analiticamente i flussi di cassa e il costo del capitale attesi per il futuro. Il costo del capitale e i flussi di cassa possono variare in ogni esercizio. Il valore dell'impresa viene calcolato all'inizio del periodo di osservazione (t=0).

Creazione, conservazione, distruzione di valore. Una possibile chiave di lettura

Approccio misto

$$W = \sum_{T=1}^n \frac{FCFO_T}{(1+WACC)^T} + \frac{FCFO_{n+1}}{(1+WACC)^n}$$

Questo approccio determina il valore aziendale stimando analiticamente i flussi di cassa e il costo del capitale attesi per un periodo di tempo limitato, normalmente 3 o 5 anni, mentre si stima in modo sintetico un terminal value. Quest'ultimo rappresenta il valore attuale netto dei flussi costanti, o con tassi di crescita predeterminati pari a "g", che l'impresa produce da un determinato periodo in avanti e con orizzonte temporale infinito. Il valore dell'impresa viene calcolato all'inizio del periodo di osservazione (t=0).

Creazione, conservazione, distruzione di valore. Una possibile chiave di lettura

Approccio sintetico a uno stadio con tasso di crescita costante

$$W = \frac{FCFO}{WACC - g}$$

Questo approccio determina il valore aziendale ipotizzando che i flussi di cassa crescano ad un tasso definito "g", mentre il costo del capitale si mantiene costante lungo l'intera vita aziendale. La formula utilizzata, nota con il nome di formula di Gordon, è quella di una rendita perpetua con tasso di crescita costante. Il valore dell'impresa viene calcolato all'inizio del periodo di osservazione (t=0).

Approccio sintetico a due stadi con tassi di crescita variabili

$$W = \frac{FCFO \times \left[1 - \frac{(1+g1)^T}{(1+WACC)^T} \right]}{WACC - g1} + \frac{FCFO_{T+1}}{(WACC - g2) \times (1+WACC)^T}$$

Questo approccio determina il valore aziendale ipotizzando che i flussi di cassa crescano ad un tasso regolare definito "g1" per un primo periodo e ad un tasso di crescita "g2" per la restante parte. Il costo del capitale si mantiene costante lungo l'intera vita aziendale e il valore dell'impresa viene calcolato all'inizio del periodo di osservazione (t=0).

Creazione, conservazione, distruzione di valore. Una possibile chiave di lettura

- + Ricavi di vendita
- Costi per acquisto materie prime
- Costi del personale
- Costi per servizi
- Altri costi di area caratteristica
- ± Variazione delle rimanenze di materie, merci e prodotti
- = **Cash Flow finanziario della gestione caratteristica corrente**
- ± Variazioni capitale circolante netto caratteristico corrente
- = **Cash Flow monetario della gestione caratteristica corrente**
- ± Investimenti/Disinvestimenti in immobilizzazioni dell'area caratteristica
- Pagamento indennità di licenziamento
- = **Cash Flow monetario della gestione caratteristica**
- Imposte calcolate sul risultato operativo caratteristico
- = **Cash Flow monetario netto della gestione caratteristica, FCFO (in senso stretto)**

Creazione, conservazione, distruzione di valore. Una possibile chiave di lettura

- + Risultato operativo caratteristico
- + Ammortamenti e altri accantonamenti
- = **Cash Flow finanziario della gestione caratteristica corrente**
- ± Variazioni capitale circolante netto caratteristico corrente
- = **Cash Flow monetario della gestione caratteristica corrente**
- ± Investimenti/Disinvestimenti in immobilizzazioni dell'area caratteristica
- Pagamento indennità di licenziamento
- = **Cash Flow monetario della gestione caratteristica**
- Imposte calcolate sul risultato operativo caratteristico
- = **Cash Flow monetario netto della gestione caratteristica, FCFO (in senso stretto)**

Creazione, conservazione, distruzione di valore. Una possibile chiave di lettura

- = **Cash Flow monetario della gestione caratteristica**
- ± Proventi e oneri da partecipazioni accessorie
- ± Proventi e oneri da titoli accessori
- ± Proventi e oneri da locazione
- = **Cash Flow monetario della gestione operativa**
- Imposte sul risultato operativo aziendale
- = **Cash Flow monetario netto della gestione operativa,FCFO (in senso ampio)**

Creazione, conservazione, distruzione di valore. Una possibile chiave di lettura

- + **Ricavi di vendita**
- Costi per acquisto materie prime
- Costi del personale di area produzione
- Costi per servizi di area produzione
- Ammortamenti e accantonamenti di area produzione
- ± Variazione delle rimanenze di prodotti finiti, semilavorati, materie prime, sussidiarie e di consumo
- ± Altri costi e altri ricavi di area produzione
- = **Costi industriali**
- Costi per il personale di area commerciale
- Costi per servizi di area commerciale
- Altri costi di area commerciale
- = **Costi commerciali**
- Costi per il personale di altre aree
- Costi per servizi di altre aree
- Altri costi relativi alle altre aree
- = **Costi altre aree**
- = **Risultato operativo caratteristico al lordo delle imposte**
- Imposte su risultato operativo caratteristico
- = **Risultato operativo caratteristico al netto delle imposte, RO (in senso stretto)**

Creazione, conservazione, distruzione di valore. Una possibile chiave di lettura

- = **Risultato operativo caratteristico al lordo delle imposte**
- ± Proventi e oneri da partecipazioni accessorie
- ± Proventi e oneri da titoli accessori
- ± Proventi e oneri da locazione
- = **Risultato operativo aziendale al lordo delle imposte**
- Imposte sul risultato operativo aziendale
- = **Risultato operativo aziendale al netto delle imposte, RO (in senso ampio)**

Creazione, conservazione, distruzione di valore. Una possibile chiave di lettura

- + Crediti operativi verso clienti
- + Altri crediti e altre componenti operative a breve
- + Rimanenze di materie prime, prodotti finiti e semilavorati
- = **Attività operative caratteristiche correnti**
- Debiti operativi verso fornitori
- Altri debiti e altre componenti operative
- = **Passività operative caratteristiche correnti**
- = **Capitale circolante netto operativo caratteristico corrente**
- + Terreni e fabbricati
- + Impianti e macchinari, Mobili e arredi, Automezzi
- + Altre immobilizzazioni materiali
- = **Immobilizzazioni materiali caratteristiche**
- + Marchi, Concessioni e Licenze
- + Brevetti, Diritti di utilizzazione delle opere dell'ingegno
- + Costi pluriennali, Altre immobilizzazioni immateriali
- = **Immobilizzazioni immateriali caratteristiche**
- Fondo tfr
- Fondo imposte
- = **Capitale immobilizzato netto operativo caratteristico**
- = **Capitale investito netto operativo caratteristico (CI in senso stretto)**

Creazione, conservazione, distruzione di valore. Una possibile chiave di lettura

$$WACC = Ke \times \frac{E}{D+E} + Kd \times \frac{D}{D+E} \times (1-t)$$

WACC = Costo medio ponderato del capitale

Ke = Costo del capitale di rischio

Kd = Costo del capitale di debito

D = Valore del capitale di debito

E = Valore del capitale di rischio

t = Incidenza oneri tributari

Creazione, conservazione, distruzione di valore. Una possibile chiave di lettura

$$K_e = R_f + \beta \times P_r = R_f + \beta \times (R_m - R_f)$$

K_e = Costo del capitale di rischio

R_f = Rendimento del titolo free risk

B = Rischiosità specifica dell'impresa

P_r = Premio per il rischio

R_m = Rendimento medio di mercato

Creazione, conservazione, distruzione di valore. Una possibile chiave di lettura

$$Kd = \frac{Of}{Df} \times (1-t)$$

Kd = Costo del capitale di prestito

Of = Oneri finanziari netti

Df = Totale finanziamenti netti

T = Incidenza oneri tributari

$$Kd = \sum \frac{Kd_i \times D_i}{D} \times (1-t)$$

Kd = Costo del capitale di prestito

Kd_i = Costo del capitale di prestito a valore di mercato per la specifica tipologia di prestito (mutui, obbligazioni, ...)

D_i = Valore della specifica tipologia di prestito (mutui, obbligazioni, ...)

D = Valore del capitale di prestito nel suo complesso

t = Incidenza oneri tributari

Creazione, conservazione, distruzione di valore. Una possibile chiave di lettura

Descrizione	Orientamento alla distribuzione dei costi comuni alle ASA	Orientamento alla non distribuzione dei costi comuni alle ASA
Obiettivo	Determinare il valore d'impresa e di ASA	Determinare il valore d'impresa e di ASA
Descrizione	<p>ASA Determinazione del valore di ASA attraverso gli approcci proposti dalla letteratura per la determinazione del valore d'impresa. Alle ASA sono attribuiti sia i costi speciali sia i costi comuni.</p> <p>CORPORATE Determinazione del valore d'impresa come sommatoria del valore delle ASA</p>	<p>ASA Determinazione del valore di ASA attraverso gli approcci proposti dalla letteratura per la determinazione del valore d'impresa. Alle ASA sono attribuiti solo i costi speciali.</p> <p>CORPORATE Determinazione del valore d'impresa come sommatoria del valore delle ASA al netto dei costi comuni di ASA</p>
Formulazione matematica	$W = \sum_{t=1}^n WNasa$ <p>Ove W = Valore dell'impresa multibusiness WNasa = Valore Netto delle singole ASA (i costi comuni vengono attribuiti alle ASA)</p>	$W = \sum_{t=1}^n WLasa - Wcorp$ <p>Ove W = Valore dell'impresa multibusiness WLasa = Valore lordo delle singole ASA Wcorp = Valore dei costi comuni e di corporate</p>

Creazione, conservazione, distruzione di valore. Una possibile chiave di lettura

	Flussi di risultato e grandezze stock	Costo del capitale
FCFO	FCFO Corporate e ASA	Costo del capitale di prestito Corporate e ASA*
RO	RO Corporate e ASA	Costo del capitale di rischio Corporate e ASA*
		Costo medio del capitale Corporate e ASA
EVA	Risultato operativo Corporate e ASA	Costo del capitale di prestito Corporate e ASA*
	Capitale investito Corporate e ASA	Costo del capitale di rischio Corporate e ASA*
		Costo medio del capitale Corporate e ASA

* Necessario alla determinazione del costo medio ponderato del capitale

Creazione, conservazione, distruzione di valore. Una possibile chiave di lettura

	B u s i n e s s	B u s i n e s s	C o r p o r a t e
	1	N	
+ Ricavi di vendita spec. di A S A	X	X	Σ
- Costi per acquisto materie prime spec. di A S A	X	X	Σ
- Costi del personale spec. di A S A	X	X	Σ
- Costi per servizi spec. di A S A	X	X	Σ
- Altri costi di area caratteristica spec. di A S A	X	X	Σ
± Variazione delle rimanenze di materie, merci e prodotti spec. di A S A	X	X	Σ
= C a s h F l o w f i n a n z i a r i o d e l l a g e s t i o n e c a r a t t e r i s t i c a c o r r e n t e d i A S A	X	X	Σ
± Variazioni capitale circolante netto caratteristico corrente spec. di A S A	X	X	Σ
= C a s h F l o w m o n e t a r i o d e l l a g e s t i o n e c a r a t t e r i s t i c a c o r r e n t e d i A S A	X	X	Σ
± Investimenti/Disinvestimenti in immobilizzazioni spec. di A S A	X	X	Σ
- Pagamento indennità di licenziamento spec. di A S A	X	X	Σ
= C a s h F l o w m o n e t a r i o d e l l a g e s t i o n e c a r a t t e r i s t i c a d i A S A	X	X	Σ
- Imposte calcolate sul risultato operativo caratteristico di A S A al netto dei costi di struttura	X	X	Σ
= C a s h F l o w m o n e t a r i o n e t t o d e l l a g e s t i o n e c a r a t t e r i s t i c a d i A S A , F C F O d i A S A	X	X	Σ
- Costi di struttura			X
+ Beneficio fiscale su costi di struttura			X
± Investimenti/Disinvestimenti in immobilizzazioni di struttura			X
= C a s h F l o w m o n e t a r i o n e t t o d e l l a g e s t i o n e c a r a t t e r i s t i c a d i c o r p o r a t e , F C F O d i C o r p o r a t e			X

Creazione, conservazione, distruzione di valore. Una possibile chiave di lettura

	Business 1	Business N	Corporate
+ Ricavi di vendita spec. di ASA	X	X	Σ
- Costi per acquisto materie prime spec. di ASA	X	X	Σ
- Costi del personale spec. di ASA	X	X	Σ
- Costi per servizi spec. di ASA	X	X	Σ
- Altri costi di area caratteristica spec. di ASA	X	X	Σ
± Variazione delle rimanenze di materie, merci e prodotti spec. di ASA	X	X	Σ
- Costi di struttura	X	X	Σ
= Cash Flow finanziario della gestione caratteristica corrente di ASA	X	X	Σ
± Variazioni capitale circolante caratteristico corrente spec. di ASA e di struttura	X	X	Σ
= Cash Flow monetario della gestione caratteristica corrente di ASA	X	X	Σ
± Investimenti/Disinvestimenti in immobilizzazioni spec. di ASA e di struttura	X	X	Σ
- Pagamento indennità di licenziamento spec. di ASA e di struttura	X	X	Σ
= Cash Flow monetario della gestione caratteristica di ASA e di Corporate	X	X	Σ
- Imposte calcolate sul risultato operativo caratteristico	X	X	Σ
= Cash Flow monetario netto della gestione caratteristica, FCFO di ASA e di Corporate	X	X	Σ

Creazione, conservazione, distruzione di valore. Una possibile chiave di lettura

	Business 1	Business N	Corporate
+ Ricavi di vendita spec. di ASA	X	X	Σ
- Costi per acquisto materie prime spec. di ASA	X	X	Σ
- Costi del personale spec. di ASA	X	X	Σ
- Costi per servizi spec. di ASA	X	X	Σ
- Ammortamenti e accantonamenti spec. di ASA	X	X	Σ
- Altri costi di area caratteristica spec. di ASA	X	X	Σ
± Variazione delle rimanenze di materie, merci e prodotti spec. di ASA	X	X	Σ
- Incrementi di immobilizzazioni spec. di ASA	X	X	Σ
= Risultato operativo caratteristico di ASA al lordo delle imposte	X	X	Σ
- Imposte su risultato operativo caratteristico di ASA	X	X	Σ
= Risultato operativo caratteristico di ASA al netto delle imposte, RO di ASA	X	X	Σ
- Costi di struttura			X
+ Beneficio fiscale su costi di struttura			X
= Risultato operativo caratteristico di Corporate al netto delle imposte, RO di Corporate			X

Creazione, conservazione, distruzione di valore. Una possibile chiave di lettura

	Business 1	Business N	Corporate
+ Ricavi di vendita spec. di ASA	X	X	Σ
- Costi per acquisto materie prime spec. di ASA	X	X	Σ
- Costi del personale spec. di ASA	X	X	Σ
- Costi per servizi spec. di ASA	X	X	Σ
- Ammortamenti e accantonamenti spec. di ASA	X	X	Σ
- Altri costi di area caratteristica spec. di ASA	X	X	Σ
± Variazione delle rimanenze di materie, merci e prodotti spec. di ASA	X	X	Σ
- Incrementi di immobilizzazioni per lavori interni spec. di ASA	X	X	Σ
- Costi di struttura	X	X	Σ
= Risultato operativo caratteristico al lordo delle imposte	X	X	Σ
- Imposte su risultato operativo caratteristico	X	X	Σ
= Risultato operativo caratteristico al netto delle imposte, RO di ASA e di Corporate	X	X	Σ

Creazione, conservazione, distruzione di valore. Una possibile chiave di lettura

	Business 1	Business N	Corporate
+ Crediti operativi verso clienti spec. di ASA	X	X	Σ
+ Altri crediti e altre componenti operative a breve spec. di ASA	X	X	Σ
+ Rimanenze di materie prime, prodotti finiti e semilavorati spec. di ASA	X	X	Σ
= Attività operative caratteristiche correnti di ASA	X	X	Σ
- Debiti operativi verso fornitori spec. di ASA	X	X	Σ
- Altri debiti e altre componenti operative spec. di ASA	X	X	Σ
= Passività operative caratteristiche correnti di ASA	X	X	Σ
= Capitale circolante netto operativo caratteristico corrente di ASA	X	X	Σ
+ Terreni e fabbricati spec. di ASA	X	X	Σ
+ Impianti e macchinari, Mobili e arredi, Automezzi spec. di ASA	X	X	Σ
+ Altre immobilizzazioni materiali spec. di ASA	X	X	Σ
= Immobilizzazioni materiali caratteristiche di ASA	X	X	Σ
+ Marchi, Concessioni e Licenze spec. di ASA	X	X	Σ
+ Brevetti, Diritti di utilizzazione delle opere dell'ingegno spec. di ASA	X	X	Σ
+ Costi pluriennali, Altre immobilizzazioni immateriali spec. di ASA	X	X	Σ
= Immobilizzazioni immateriali caratteristiche di ASA	X	X	Σ
- Fondo tfr spec. di ASA	X	X	Σ
= Capitale immobilizzato netto operativo caratteristico di ASA	X	X	Σ
= Capitale investito netto operativo caratteristico di ASA, CI di ASA	X	X	Σ
+ Immobilizzazioni tecniche di struttura			X
= Capitale investito netto operativo caratteristico di Corporate, CI di Corporate			X

Creazione, conservazione, distruzione di valore. Una possibile chiave di lettura

	Business 1	Business N	Corporate
+ Crediti operativi verso clienti spec. di ASA e di Corp	X	X	Σ
+ Altri crediti e altre componenti operative a breve spec. di ASA e di Corp	X	X	Σ
+ Rimanenze di materie prime, prodotti finiti e semilavorati spec. di ASA e di Corp	X	X	Σ
= Attività operative caratteristiche correnti di ASA e di Corp	X	X	Σ
- Debiti operativi verso fornitori spec. di ASA e di Corp	X	X	Σ
- Altri debiti e altre componenti operative spec. di ASA e di Corp	X	X	Σ
= Passività operative caratteristiche correnti di ASA e di Corp	X	X	Σ
= Capitale circolante netto operativo caratteristico corrente di ASA e di Corp	X	X	Σ
+ Terreni e fabbricati spec. di ASA e di Corp	X	X	Σ
+ Impianti e macchinari, Mobili e arredi, Automezzi spec. di ASA e di Corp	X	X	Σ
+ Altre immobilizzazioni materiali spec. di ASA e di Corp	X	X	Σ
= Immobilizzazioni materiali caratteristiche di ASA e di Corp	X	X	Σ
+ Marchi, Concessioni e Licenze spec. di ASA e di Corp	X	X	Σ
+ Brevetti, Diritti di utilizzazione delle opere dell'ingegno spec. di ASA e di Corp	X	X	Σ
+ Costi pluriennali, Altre immobilizzazioni immateriali spec. di ASA e di Corp	X	X	Σ
= Immobilizzazioni immateriali caratteristiche di ASA e di Corp	X	X	Σ
- Fondo tfr spec. di ASA e di Corp	X	X	Σ
= Capitale immobilizzato netto operativo caratteristico di ASA e di Corp	X	X	Σ
= Capitale investito netto operativo caratteristico di ASA e di Corp, CI di ASA e di Corporate	X	X	Σ

Creazione, conservazione, distruzione di valore. Una possibile chiave di lettura

$$WACC = KeASA \times \frac{E}{D + E} + KdASA \times \frac{D}{D + E} \times (1 - t)$$

WACC = Costo medio ponderato del capitale

KeASA = Costo del capitale di rischio di ASA

KdASA = Costo del capitale di debito di ASA

D = Valore del capitale di debito

E = Valore del capitale di rischio

t = Incidenza oneri tributari

Creazione, conservazione, distruzione di valore. Una possibile chiave di lettura

$$Ke_{ASA} = R_f + P_o + P_f = R_f + (\beta_o \times P_r) + (\beta_o \times P_r \times \frac{(1-t) \times D}{E})$$

Ke = Costo del capitale di rischio di ASA

Rf= Rendimento del titolo free risk

Po= Premio per il rischio operativo

Pf = Premio per il rischio finanziario

Bo = Rischiosità operativa specifica di ASA

Pr = Premio per il rischio operativo

t = Incidenza oneri tributari

D = Valore del capitale di debito complessivo d'impresa

E = Valore del capitale di rischio complessivo d'impresa

$$Kd_{ASA} = Kd_{CORPORATE}$$

KdASA = Costo del capitale di prestito di ASA

KdCORPORATE = Costo del capitale di prestito di corporate

Riepilogo

- Misurazione, modello, sistema, performance, valore
- Configurazioni di valore
- Modelli di misurazione del valore aziendale
 - Modelli diretti: modelli patrimoniali, modelli finanziari, modelli reddituali, modelli misti

Materiale didattico

Materiale didattico di riferimento

- **Appunti, appunti della lezione**
- **Comuzzi, pp. 9-10; 11-46; 103-138; 138-161; 257-300**
- **Letture integrative, -**

Letture consigliate, documenti e sitografia

- **Letture integrative, -**