

# **Finanziamenti di aziende turistiche**

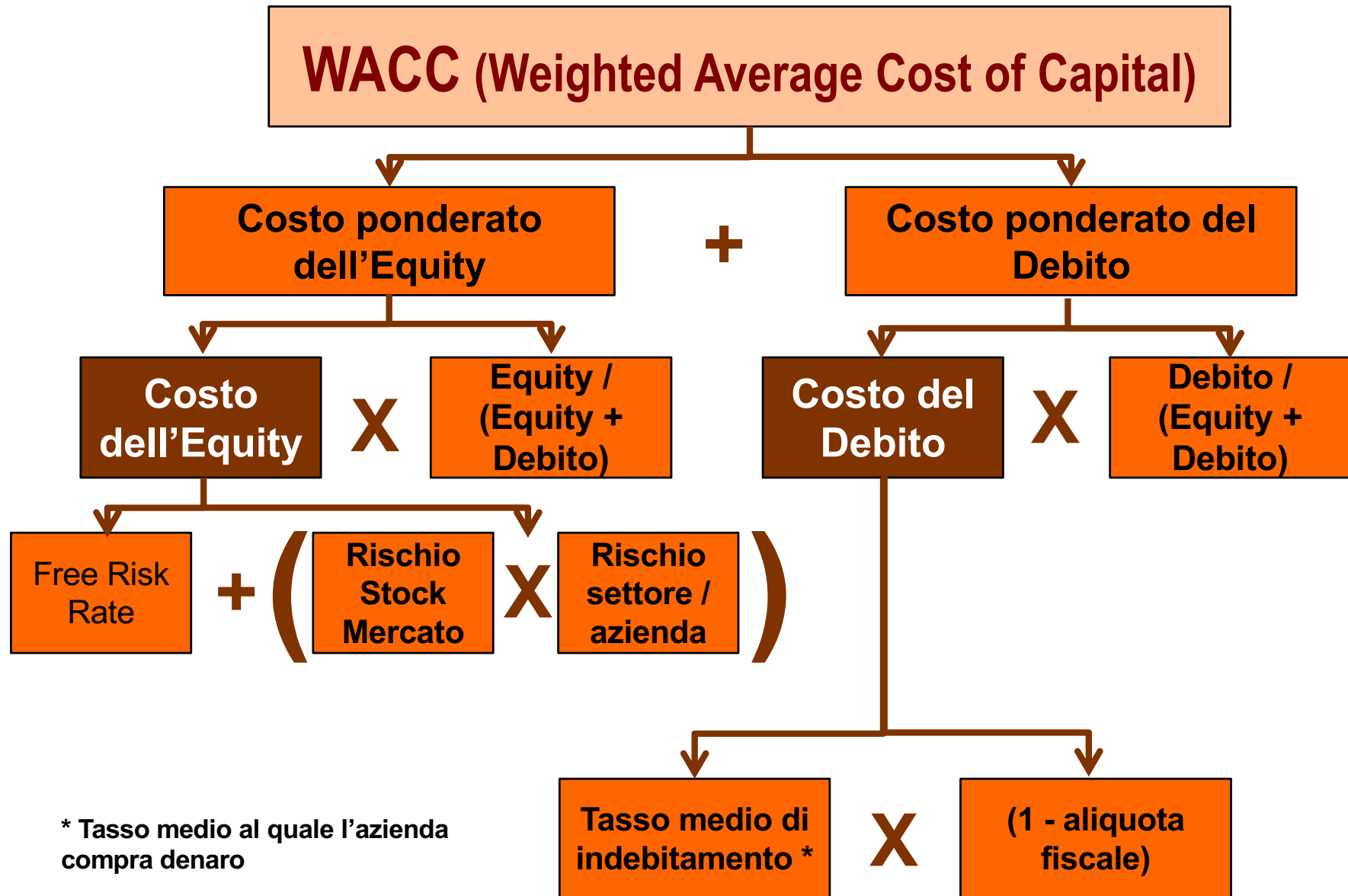
## **Il costo del capitale**

# Costo del capitale

---

- Costo del debito
- Costo dell'equity
- WACC

## Il calcolo del WACC



## Costo del debito

---

**Costo debito netto = Tasso di indebitamento X (1 - Aliquota d'imposta)**

Attuale tasso LORDO marginale dei finanziamenti a lungo termine

Aliquota applicabile agli interessi finanziari. Ad esempio in Italia: aliquota IRPEG, in funzione della non deducibilità dagli oneri finanziari dell'IRAP

- Interessi sono deducibili fiscalmente, così

$$k_{dAT} = k_{dBT}(1 - T) = 10\%(1 - 0.40) = 6\%.$$

## **Focus su costo del capitale: prima o dopo le imposte?**

---

- **Gli effetti fiscali associati al finanziamento possono essere incorporati sia nei cash flows o nel costo del capitale.**
- **Molte imprese scelgono la seconda soluzione. Quindi, focus su costi **dopo le imposte**.**

## **Focus su costi: storici o nuovi (marginali)?**

- **Il costo del capitale è usato principalmente per prendere decisioni che prevedono la raccolta e l'investimento di **nuovo** capitale. Così, focus su **costi marginali**.**
-

## il costo dell'equity, $k_s$ : il Capital Asset Pricing Model

---

$$\begin{aligned}\text{CAPM: } k_s &= k_{RF} + (k_M - k_{RF})b \\ &= k_{RF} + (RP_M)b.\end{aligned}$$

**in cui:**

$k_{RF}$  è il tasso risk-free

$k_M$  è il tasso di mercato

$RP_M$  è il premio per il rischio

$b$  è il beta del titolo

## L'approccio CAPM

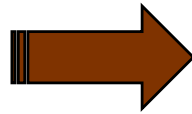
---

- **Stimare il tasso privo di rischio**
- **Stimare il premio al rischio di mercato**
  - Premio al rischio storico
  - Premio forward-looking
- **Stimare beta**
- **Applicare alla formula del CAPM**

## Il tasso privo di rischio

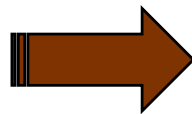
---

**Che cos'è il  
risk-free rate...**



Tasso di rendimento di un'attività priva di rischio disponibile sul mercato per tutti gli investitori

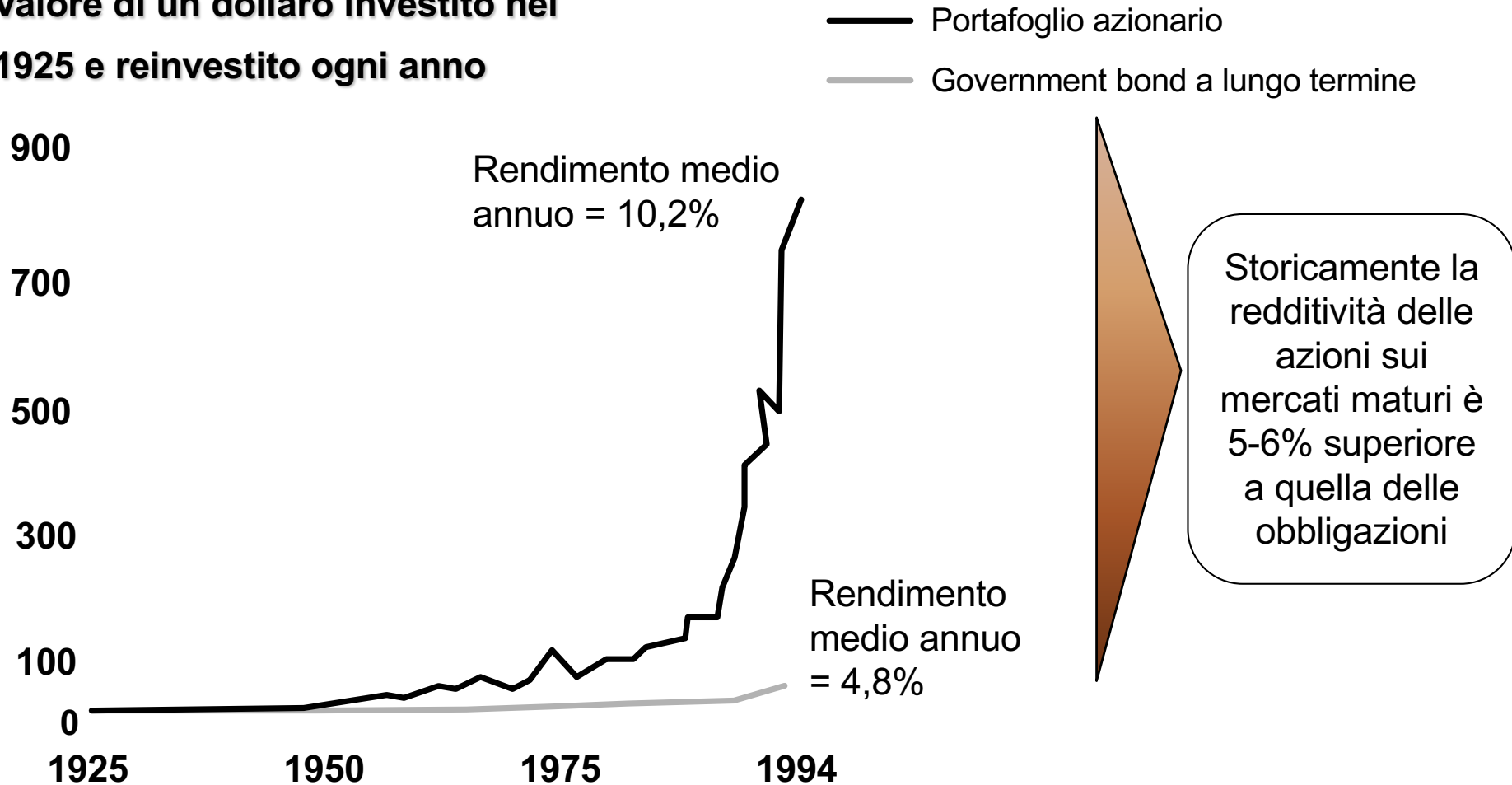
**...e come viene  
calcolato**



Rendimento corrente lordo di un bond pluriennale nella valuta di riferimento (in Italia ---> Btp)

## Rischio mercato (market risk premium)

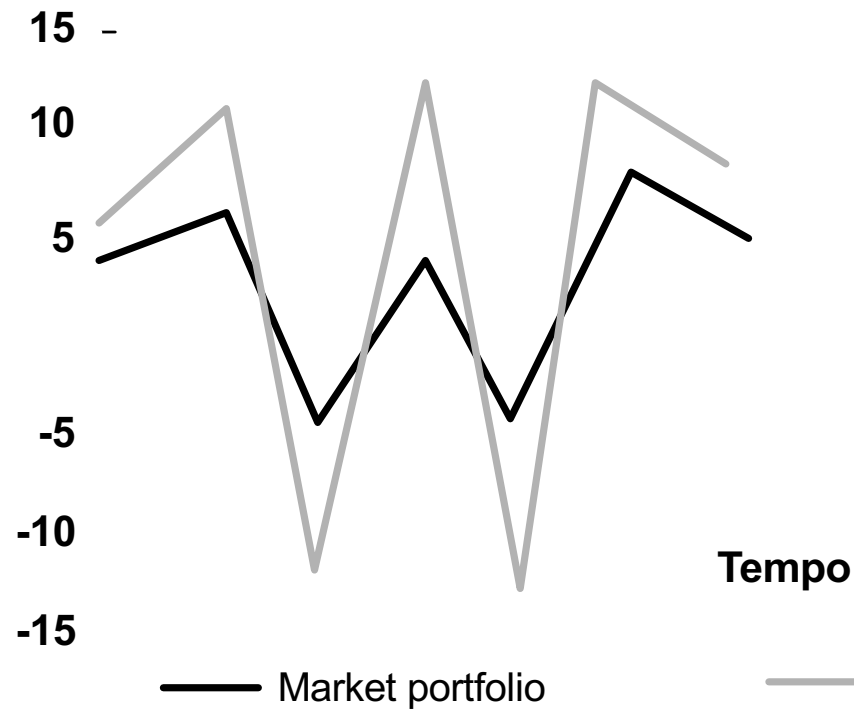
Valore di un dollaro investito nel  
1925 e reinvestito ogni anno



## Rischio settore/azienda (Beta)

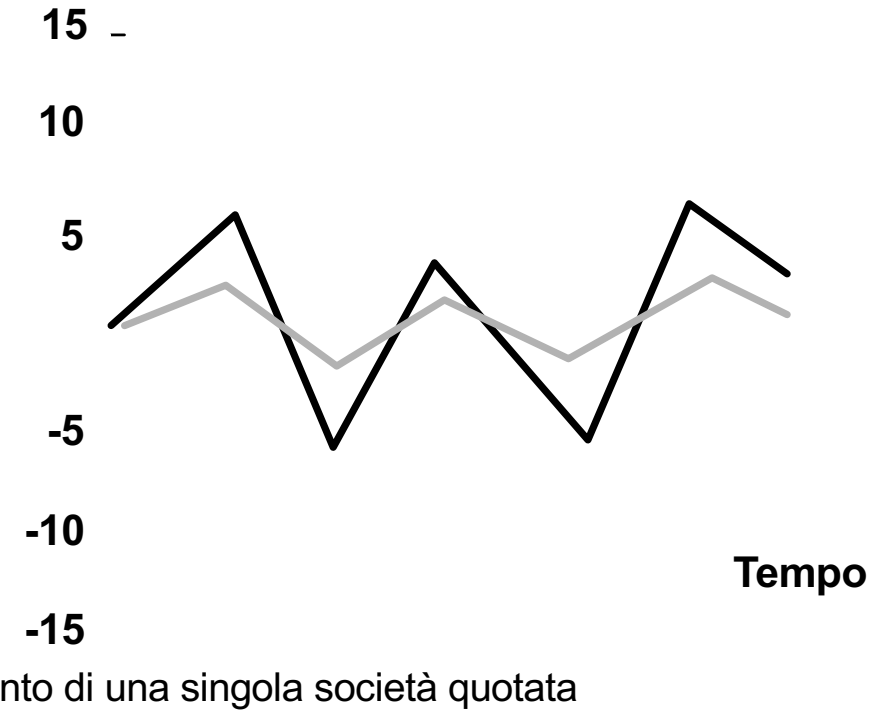
**Alto Beta\*  $b = 2,0$**

Rendimenti annuali



**Basso Beta\*  $b = 0,8$**

Rendimenti annuali



\* Beta rappresenta la covarianza della variazione dei rendimenti di un'azione rispetto alla variazione del mercato

## Struttura finanziaria (Debito/Equity)

---

**Nel calcolo dei WACC  
va considerata la  
struttura finanziaria  
target, non quella  
attuale**



La struttura finanziaria target è una scelta strategica definita in funzione di:

- Situazione attuale/storica;
- Scenario macroeconomico (tassi e fiscalità);
- Previsioni di auto-finanziamenti e dividendi;
- Benchmarking con i principali concorrenti

## Esempio

---

Qual è il costo dell'equity basato sul CAPM?

Dati:  $k_{RF} = 7\%$ ,  $RPM = 6\%$ ,  $b = 1.2$ .

$$k_S = k_{RF} + (k_M - k_{RF})b.$$

$$= 7.0\% + (6.0\%)1.2 = 14.2\%.$$

## Esempio

---

Qual è il WACC?

se:

Il debito pesa per il 60% del totale attivo;  
l'aliquota marginale di tassazione è il 40%  
il tasso sul debito è del 10%  
Il ROE atteso è il 14.2%

$$\begin{aligned}\text{WACC} &= w_d k_d (1 - T) + w_{ce} k_s \\ &= 0.6(10\%)(1 - 0.4) + 0.4(14.2\%) = \\ &= 3.6\% + 5.7\% = 9.3\%\end{aligned}$$

---

## **WACC stimato delle principali Società U.S.A.**

---

<b><u>Società</u></b>	<b><u>WACC</u></b>
<b>Intel</b>	<b>12.9%</b>
<b>General Electric</b>	<b>11.9</b>
<b>Motorola</b>	<b>11.3</b>
<b>Coca-Cola</b>	<b>11.2</b>
<b>Walt Disney</b>	<b>10.0</b>
<b>AT&amp;T</b>	<b>9.8</b>
<b>Wal-Mart</b>	<b>9.8</b>
<b>Exxon</b>	<b>8.8</b>
<b>H. J. Heinz</b>	<b>8.5</b>
<b>BellSouth</b>	<b>8.2</b>

# Fattori che influenzano il WACC

---

## Fattori che l'impresa non controlla

---

- **Condizioni di mercato**
  - Livello dei tassi di interesse
  - Aliquote fiscali
  - Premio al rischio di mercato

## Fattori che l'impresa controlla

---

- **Struttura del capitale**
- **Politica dei dividendi**
- **Politica degli investimenti.**
  - Le imprese più rischiose hanno, di solito, WACC più alti.

## Quattro errori da evitare

---

- 1. Quando si stima il costo del debito, usare il tasso di interesse corrente sui nuovi debiti, e non il tasso sui debiti esistenti.**
- 2. Quando si stima il premio al rischio nell'approccio CAPM, non sottrarre il *corrente* tasso di interesse sui TdS a lungo-termine dalla media *storica* dei rendimenti sulle azioni ordinarie.**

Per esempio, se il  $k_M$  storico è stato di circa il 12.7% e l'inflazione guida l'attuale  $k_{RF}$  fino al 10%, l'attuale market risk premium non è  $12.7\% - 10\% = 2.7\%$ !

- 3. Usare la struttura del capitale target per determinare i pesi.**

Se non si conoscono i pesi target, si usi il valore di mercato corrente dell'equity, e mai il valore di libro dell'equity.

Se non si conosce il valore di mercato del debito, allora il valore di libro del debito è un'approssimazione ragionevole, specialmente per i debiti a b-t.

- 4. I componenti di capitale sono fonti di raccolta che provengono dagli investitori.**

Debiti verso fornitori a altri debiti a b-t non sono fonti di raccolta che provengono dagli investitori, così non devono essere incluse nel calcolo del WACC.

Gli aggiustamenti per queste voci si effettuano nel calcolo dei cash flows, ma non quando si calcola il WACC.

## Come il debito influenza il WACC?

---

*Ceteris paribus*, più debito riduce il WACC, ma ...

1. **Aumentare il debito fa aumentare il costo del debito**
2. **Aumentare il debito fa aumentare il costo dell'equity**
3. **Il costo del debito riduce le tasse pagate dall'impresa**
4. **Il rischio di default aumenta il costo del debito e dell'equity**

**QUINDI, L'EFFETTO NETTO DELL'AUMENTO DEL DEBITO  
NON E' DETERMINABILE A PRIORI**

---