

LA VALUTAZIONE DELLE AZIENDE DI SERVIZI FINANZIARI

(di Aswath Damodaran)

Le banche, le compagnie di assicurazione e le altre aziende di servizi finanziari costituiscono una particolare sfida per un analista che cerca di valutarle, ciò per due ragioni. La prima è che la natura dei loro business rende difficile definire sia il debito che il reinvestimento, rendendo la stima dei cash flow molto più difficoltosa. L'altra è che tendono ad essere fortemente regolamentate e gli effetti dei vincoli regolamentari sul valore devono essere presi in considerazione.

In questo scritto, inizieremo considerando cosa rende le aziende di servizi finanziari uniche e le modalità di trattare tali differenze. Guarderemo poi a come meglio adattare i modelli di sconto dei flussi di cassa per valutare le aziende di servizi finanziari ed esamineremo tre alternative – un modello tradizionale di sconto dei dividendi, un modello di sconto dei flussi di cassa¹ e un modello di excess return.

Con ognuno di questi esamineremo una varietà di esempi dall'arena dei servizi finanziari. Proseguiremo analizzando come la valutazione relativa funziona con aziende di servizi finanziari e quali multipli funzionino meglio con queste aziende.

Nell'ultima parte esamineremo una serie di argomenti che, se non specifici, sono accentuati nelle aziende di servizi finanziari e che vanno dall'effetto dei cambiamenti nelle norme regolamentari sul rischio e la valutazione di come meglio considerare la qualità del portafoglio prestiti delle banche.

¹ Per scopi di semplicità è stato assunto che il cash flow è il medesimo in ogni anno. Questo può essere generalizzato per permettere ai cash flow di crescere nel tempo.

Categorie di aziende di servizi finanziari

Ogni azienda che offre prodotti e servizi finanziari agli individui o ad altre aziende può essere classificata come azienda di servizi finanziari. Classificheremo le tipologie di servizi finanziari in quattro gruppi a seconda della prospettiva di come realizzano gli utili.

Una banca fa utili sullo spread tra gli interessi che paga ai soggetti da cui raccoglie i fondi e gli interessi che addebita a quelli che prendono a prestito da essa, e su altri servizi che offre ai suoi creditori e debitori. *Le compagnie di assicurazione* fanno utili in due modi. Uno è attraverso i premi che ricevono da chi sottoscrive polizze e l'altro è il reddito del portafoglio di investimenti che detengono a servizio di queste polizze. Una *investment bank* offre consulenza e prodotti per aziende non finanziarie al fine di raccogliere capitali dai mercati finanziari o per realizzare affari come acquisizioni o cessioni. Le *Investment firms* offrono consulenza in materia di investimenti o gestiscono portafogli per conto dei clienti. Il loro reddito viene dalle commissioni per la loro consulenza o gestione sui portafogli.

Con il consolidamento nel settore dei servizi finanziari, un crescente numero di aziende opera in più di un segmento. Ad esempio, Citigroup, creata dalla fusione di Travelers e Citicorp, opera in tutti e quattro i business. Allo stesso tempo, in ogni caso, rimane un gran numero di piccole banche, investment banks, boutique e aziende assicurative specializzate che ricavano ancora la maggior parte del loro reddito da una sola fonte.

Quanto è esteso il settore dei servizi finanziari negli Stati Uniti ? La Figura 1 riassume il numero di banche, compagnie di assicurazione case di brokeraggio e investment firms negli Stati Uniti alla fine del 2000.

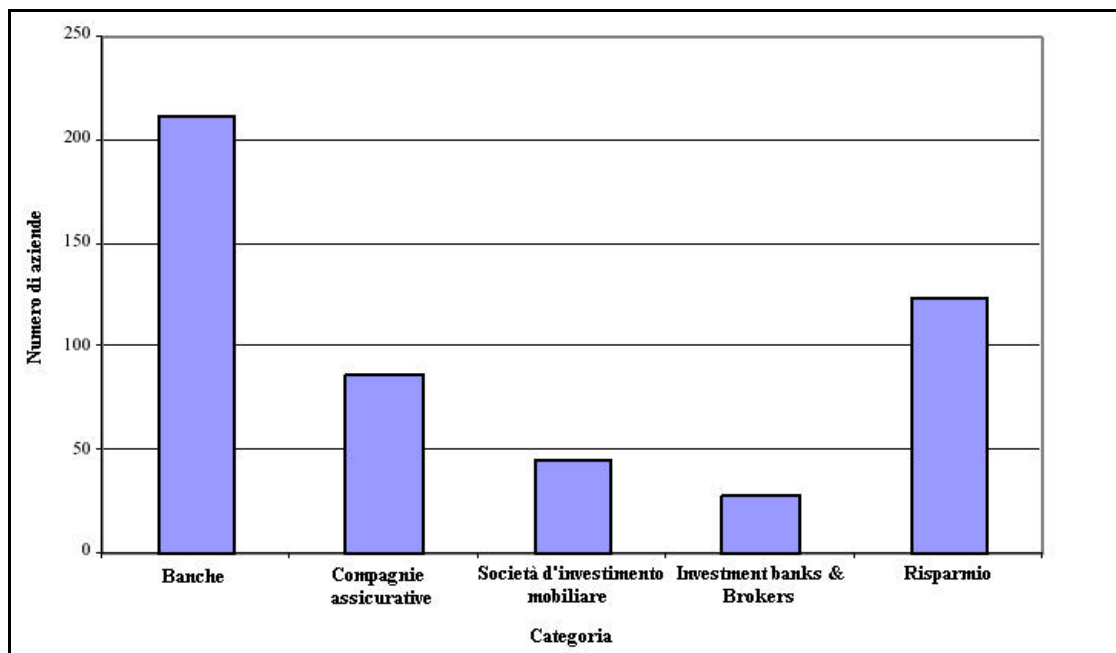


Figura 1: tipologie di aziende finanziarie

Perfino più evidente del semplice numero di aziende di servizi finanziari è la diversità in termini di dimensioni e crescita. La Tabella 1 offre una misura del range su ogni classe per diversi settori.

Settore	Numero di aziende	Valore di mercato				Tasso di crescita atteso			
		Media	Massimo	Minimo	Deviazione Standard	Media	Massimo	Minimo	Deviazione Standard
Banche	211	\$4,836	\$96,910	\$10	\$12,642	10.60%	19.00%	4.50%	2.82%
Compagnie assicurative	86	\$3,975	\$90,317	\$8	\$11,663	11.24%	37.00%	1.50%	5.31%
Investment Companies	45	\$476	\$2,707	\$9	\$500	9.50%	14.50%	6.50%	3.35%
Inv. Banks & Brokers	27	\$10,524	\$97,987	\$3	\$23,672	17.56%	32.75%	10.00%	7.19%
Risparmio	124	\$707	\$25,751	\$5	\$2,533	11.89%	38.33%	5.00%	5.00%

Nei mercati emergenti le aziende di servizi finanziari tendono ad avere un profilo persino maggiore e contare per una porzione più ampia del valore di mercato complessivo di quello che accade negli Stati Uniti. Se includiamo queste aziende nel campione è abbastanza chiaro che nessun modello standard potrà valutare tutte le aziende di servizi finanziari e che dovremo essere capaci di essere flessibili nel disegno del modello per adeguarlo a tutti i tipi di aziende di servizi finanziari.

Cosa c'è di unico nelle aziende di servizi finanziari?

Le aziende di servizi finanziari hanno molto in comune con le altre tipologie di aziende. Cercano di essere più redditizie possibile, si devono preoccupare della concorrenza e vogliono crescere rapidamente nel tempo. Se sono quotate, sono giudicate dal rendimento totale che procurano ai loro azionisti, così come fanno le altre aziende. In questa sezione comunque ci focalizziamo su quegli aspetti delle aziende di servizi finanziari che le rendono differenti dalle altre e consideriamo queste implicazioni per la valutazione.

Il debito: Materia prima o Fonte di Capitale

Quando parliamo di capitale per le aziende non finanziarie, tendiamo a parlare sia di debito che di capitale proprio. Un'azienda raccoglie fondi sia dagli azionisti che dai possessori di obbligazioni (e dalle banche) e usa questi fondi per fare i suoi investimenti. Quando valutiamo l'azienda, valutiamo il valore degli asset posseduti dall'azienda, piuttosto che il solo valore del suo patrimonio.

In un'azienda di servizi finanziari il debito sembra assumere una diversa connotazione. Piuttosto che vedere il debito come una fonte di capitale, la maggioranza delle aziende di servizi finanziari sembra vederlo come una materia prima. In altre parole, il debito è per una banca quello che è l'acciaio per General Motors, qualcosa che deve essere incorporato in altri prodotti finanziari che poi può essere venduto ad un prezzo maggiore

e guadagnare un utile. Di conseguenza, il capitale delle aziende di servizi finanziari sembra essere definito con maggiore precisione se ci si limita al solo capitale proprio. Questa definizione di capitale è rafforzata dalle authorities che valutano i ratios sul capitale proprio di banche e compagnie di assicurazione.

Anche la definizione di cosa comprenda il debito sembra essere più oscura nel caso delle aziende di servizi finanziari di quanto lo sia con le altre. Per esempio, i depositi fatti dai clienti nei loro conti correnti presso una banca devono essere trattati come debito della banca ?

Specialmente sui conti correnti che pagano interessi c'è poca distinzione tra un deposito e il debito emesso dalla banca. Se lo classifichiamo come debito, il reddito operativo della banca dovrebbe essere misurato prima dell'interesse pagato ai depositanti, il che sarebbe problematico, dal momento che le spese per interessi sono di solito la maggiore voce di spesa singola per una banca.

Il quadro regolamentare

Le aziende di servizi finanziari sono fortemente regolamentate in tutto il mondo, sebbene l'ampiezza della regolamentazione cambi da paese a paese. In generale, queste norme prendono tre forme. Primo, a banche e assicurazioni è richiesto di mantenere coefficienti di patrimonializzazione per garantire che non si espandano oltre le loro possibilità e mettano i loro clienti o depositanti a rischio. Secondo, le aziende di servizi finanziari sono spesso limitate in termini di dove possono investire i loro fondi. Per esempio, il Glass-Steagall Act negli Stati Uniti impedisce alle banche commerciali l'attività di investment banking e l'assumere posizioni di controllo azionario in aziende manifatturiere. Terzo, l'ingresso di nuove aziende nel settore è spesso limitato dalle authorities, così come le fusioni tra aziende esistenti.

Perché questo è importante ? Nella prospettiva della valutazione, le assunzioni riguardanti la crescita sono legate alle assunzioni sul reinvestimento. Con aziende di servizi finanziari queste assunzioni devono essere esaminate attentamente per assicurare che rispettino i limiti della regolamentazione. Ci dovrebbero anche essere implicazioni per come è misurato il rischio nelle aziende di servizi finanziari. Se le norme regolamentari stanno cambiando o si attende che cambino, ciò aggiunge uno strato di incertezza sul futuro, che può avere effetto sul valore.

Il Reinvestimento nelle aziende di servizi finanziari

Nell'ultimo paragrafo abbiamo notato che le aziende di servizi finanziari sono spesso vincolate dai regolatori sia in cosa investire i loro fondi sia quanto investire. Se, come abbiamo fatto finora, consideriamo il reinvestimento necessario per la crescita futura, ci sono altri problemi associati alla misura del reinvestimento nelle aziende di servizi finanziari. Notare che consideriamo due componenti nel reinvestimento: investimenti netti e capitale circolante. Sfortunatamente, misurare ognuno di questi fattori per un'azienda di servizi finanziari può essere problematico.

Consideriamo per primi gli investimenti netti. Al contrario delle imprese manifatturiere che investono in impianti, macchinari e altre attività fisse, le aziende di servizi finanziari investono in attività intangibili come marchi e capitale umano. Di conseguenza, i loro investimenti per la crescita futura sono spesso classificati come spese operative in bilancio. Non sorprendentemente, il prospetto dei flussi di cassa di una banca mostra poche o nessuna spesa per investimenti e corrispondentemente bassi ammortamenti. Con il capitale circolante ci imbattiamo in un problema diverso. Se definiamo il capitale circolante come la differenza tra attività correnti e passività correnti, una grossa quota del bilancio di una banca cadrebbe in una di queste due categorie. I cambiamenti di questi

valori possono essere elevati e volatili nel tempo e possono non essere correlati con il reinvestimento per la crescita futura.

Come risultato di questa difficoltà nel misurare il reinvestimento, ci imbattiamo in due problemi pratici nella valutazione di queste aziende. Il primo è che non possiamo stimare i cash flow senza stimare il reinvestimento. In altre parole, se non possiamo identificare gli investimenti netti e le variazioni del capitale circolante, non possiamo neanche stimare i cash flow. Il secondo è che stimare la crescita attesa futura diventa molto più difficile se il tasso di reinvestimento non può essere misurato.

Quadro generale per la valutazione

Dato il ruolo unico del debito nelle aziende di servizi finanziari, le restrizioni regolamentari sotto le quali operano e la difficoltà di identificarne il reinvestimento, come possiamo valutarle? In questa sezione, suggeriamo alcune regole generali che possono permetterci di trattare questi problemi. Primo, ha molto più senso valutare direttamente il patrimonio netto, piuttosto che l'intera azienda. Secondo, abbiamo bisogno di una misura dei cash flow che non richieda di stimare il reinvestimento o dobbiamo ridefinire il reinvestimento per renderlo più significativo per un'azienda di servizi finanziari.

Patrimonio VS intera azienda

E' nota la distinzione tra la valutazione di un'azienda e valutazione del patrimonio netto dell'azienda. Valutiamo le aziende scontando i flussi di cassa attesi prima dei pagamenti sul debito al costo medio ponderato del capitale. Valutiamo il patrimonio netto scontando i flussi di cassa disponibili per l'azionista al costo del patrimonio netto.

La stima dei cash flow prima dei pagamenti sul debito o un costo medio ponderato del capitale sono problematici quando il debito e i pagamenti sul debito non possono essere

facilmente identificati, che, come detto prima, è il caso dei servizi finanziari. Il patrimonio netto può in ogni modo essere valutato direttamente, scontando i flussi di cassa disponibili per l'azionista al costo del patrimonio netto. Di conseguenza, per le aziende di servizi finanziari, discuteremo dell'ultimo approccio. Estenderemo questa discussione anche ai multipli. I multipli sul patrimonio netto come il price earnings o il price to book value sono molto più adatti alle aziende di servizi finanziari degli altri multipli quali l'EV/ EBITDA.

La stima dei Cash Flow

Per valutare il patrimonio netto in un'azienda normalmente stimiamo il flusso di cassa disponibile per l'azionista. Questo è definito come:

$$\text{Flusso di cassa disponibile per l'azionista} = \text{Utile netto} - \text{Investimenti netti} - \text{Variazioni del capitale circolante non monetario} - (\text{Debito ripagato} - \text{Nuovo debito emesso})$$

Se non è possibile stimare gli investimenti netti o il capitale circolante non monetario chiaramente non potremo stimare il flusso di cassa disponibile per l'azionista. Dal momento che è questo il caso, abbiamo due scelte. La prima è di usare i dividendi come flussi di cassa al patrimonio netto e assumere che le aziende nel tempo paghino i loro cash flow in dividendi. Dal momento che i dividendi sono osservabili non dobbiamo affrontare il problema di quanto reinveste l'azienda.

La seconda è di adattare la misura dei cash flow per l'azionista per tener conto dei tipi di reinvestimento delle aziende di servizi finanziari. Per esempio, dato che le banche operano sotto vincoli patrimoniali, si può dire che queste aziende debbano reinvestire capitale proprio in modo da poter fare più prestiti in futuro.

Valutazione secondo i flussi di cassa

Nel modello dei flussi di cassa scontati definiamo il valore di un'attività come il valore attuale dei flussi di cassa attesi generati da quell'attività. In questa sezione considereremo all'inizio l'uso del dividend discount model ai fini della valutazione di banche e altre aziende di servizi finanziari, passeremo poi all'analisi dei modelli dei flussi di cassa disponibili per l'azionista e concluderemo con l'esame dei modelli di excess return.

Dividend Discount Model

E' possibile valutare il patrimonio netto di un'azienda basandosi sullo sconto dei dividendi (dividend discount model). Utilizzando l'argomentazione che solo i cash flow che un azionista di un'azienda quotata riceve sono dividendi, valutiamo il patrimonio netto come il valore attuale dei dividendi attesi. Guardiamo alla serie di modelli di sconto dei dividendi che vanno dalla crescita stabile all'alta crescita e consideriamo come meglio stimare gli input, ci sono comunque alcuni aspetti unici delle aziende di servizi finanziari.

Modelli Base

Nel modello base di sconto dei dividendi il valore di un titolo è il valore attuale dei dividendi attesi su quel titolo. Assumendo che il patrimonio netto di un'azienda quotata abbia vita infinita, arriviamo a:

$$\text{Valore per azione del patrimonio netto} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{DIV_t}{(1+k_e)^t}$$

dove:

DIV_t = Dividendo atteso per azione nel periodo t

k_e = Costo del patrimonio netto

Nel caso particolare in cui il tasso di crescita atteso dei dividendi è costante il modello coincide nel modello di crescita di Gordon:

$$\text{Valore per azione del patrimonio netto in crescita stabile} = \frac{DIV_t}{(k_e - g)}$$

dove g è il tasso di crescita atteso all'infinito. Nel caso più generale, nel quale i dividendi crescono ad un tasso che non si ritiene sia sostenibile o costante per sempre, per un periodo (chiamato periodo di crescita straordinaria), possiamo ancora assumere che il tasso di crescita sarà costante per sempre in un qualche punto nel futuro. Questo ci permette di stimare il valore di un titolo, nel dividend discount model, come la somma dei valori attuali dei dividendi nel periodo di crescita straordinaria e il valore attuale del valore residuo, che è esso stesso stimato utilizzando il modello di crescita di Gordon.

Valore per azione del patrimonio netto in crescita straordinaria =

$$= \sum_{t=1}^n \frac{DIV_t}{(1+k_{e,hg})^t} + \frac{DIV_{n+1}}{(k_{e,st} - g_n)(1+k_{e,hg})^n}$$

La crescita straordinaria è prevista durare n anni, g è il tasso di crescita atteso dopo n anni e k_e è il costo del capitale proprio (hg , periodo ad alta crescita e st , periodo a crescita stabile).

Input del Modello

In questa sezione ci focalizzeremo sulla stima dei parametri relativi alla valutazione di aziende di servizi finanziari. In generale, per valutare un titolo utilizzando il dividend discount model, abbiamo bisogno della stima del costo del capitale proprio, del payout atteso e della crescita degli utili attesa nel tempo.

a. Costo del Capitale Proprio

Come nei casi di aziende non finanziarie, il costo del capitale proprio di un'azienda di servizi finanziari deve riflettere la quota di rischio che non può essere diversificata dall'investitore marginale nel titolo. Il rischio è stimato utilizzando un beta (nel capital asset pricing model) o più beta (nei modelli multi-fattoriali o nell'arbitrage pricing model).

In precedenti discussioni sui beta, abbiamo argomentato contro l'uso dei beta di regressione a causa della imprecisione dei beta (errore standard) e della possibilità che l'azienda sia cambiata durante il periodo della regressione. Quanto sono rilevanti questi argomenti nel caso delle aziende di servizi finanziari? Le stime di regressione di aziende finanziarie grandi e mature sono spesso molto più precise delle stime di aziende in altri settori. Se le restrizioni regolamentari sono rimaste immutate nel periodo e non si attende che cambino nel futuro, questo può essere uno dei pochi settori dove i beta di regressione possono continuare ad essere usati con una certa confidenza. In periodi nei quali le regole cambiano e l'ambiente regolamentare muta, l'ammonimento a non usare i beta di regressione continua a valere.

C'è una seconda area di differenza. Quando si stimano i beta per aziende non finanziarie, si enfatizza l'importanza dei beta unlevered (nel caso siano medie storiche o settoriali) includendo il debito in un secondo momento, per mezzo del rapporto debt to equity dell'azienda.

Nel caso di aziende di servizi finanziari, salteremo questa fase per due ragioni. Primo, le aziende di servizi finanziari tendono ad essere molto più omogenee in termini di struttura del capitale – tendono infatti ad avere una leva finanziaria simile. Secondo, punto trattato in precedenza, il debito è difficile da misurare nel caso delle aziende di servizi finanziari.

In termini pratici, questo significa che utilizzeremo il beta medio levered per aziende comparabili come base per le aziende oggetto di analisi.

b. Payout

Il dividendo atteso per azione nel periodo futuro può essere espresso come il prodotto degli utili attesi per azione in quel periodo e del payout atteso. Ci sono due vantaggi nell'ottenere i dividendi dagli utili attesi. Il primo è che ci permette di focalizzarci sulla crescita attesa degli utili, che è molto più ragionevole e accessibile della crescita dei dividendi. Il secondo è che il payout può essere cambiato nel tempo per riflettere cambiamenti nella crescita e nelle opportunità di investimento.

Il payout di una banca, così come per ogni altra azienda, è dato dai dividendi diviso gli utili. Detto questo, le aziende di servizi finanziari hanno convenzionalmente distribuito più dividendi di ogni altra azienda nel mercato, come chiarisce la figura 2 sotto.

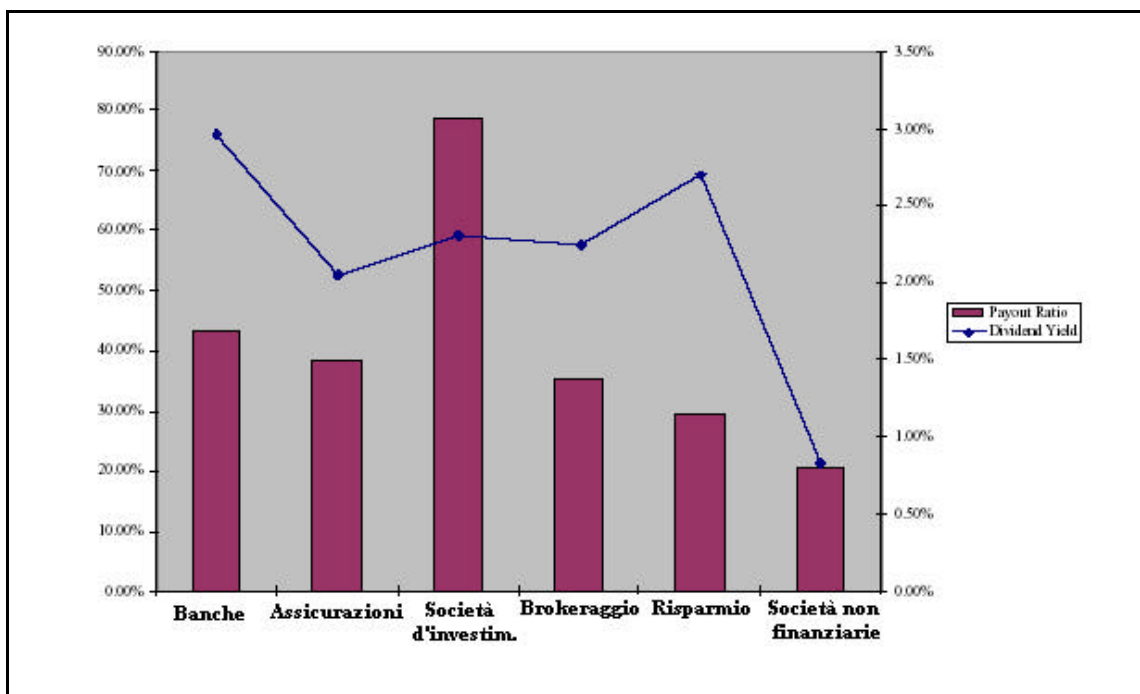


Figura 2: Payout e dividend yield aziende finanziarie vs non finanziarie

I payout e i dividend yield di banche, compagnie di assicurazione, investment banks e investment firms sono molto più alti di casi simili sul resto del mercato.

Perché le aziende di servizi finanziari distribuiscono più dividendi delle altre aziende ?

Una risposta ovvia sarebbe che operano in un business molto più maturo delle aziende in settori quali le telecomunicazioni e il software, ma questa è solo una parte della storia.

Persino se teniamo conto delle differenze nei tassi di crescita attesi, le aziende di servizi finanziari pagano molto di più delle altre aziende, ciò per due ragioni. Una è che le banche e le compagnie di assicurazione hanno bisogno di investire molto meno in capitale fisso (almeno dal punto di vista contabile) delle altre aziende. Questo, conseguentemente, significa che una parte molto maggiore del reddito di queste imprese può essere distribuita sotto forma di dividendi rispetto ad una azienda manifatturiera. Un secondo fattore è storico. Le banche e le compagnie di assicurazione hanno sviluppato la reputazione di essere erogatori affidabili di dividendi elevati. Nel tempo hanno attratto gli investitori a cui piacevano i dividendi, rendendo difficile per loro cambiare politica dei dividendi.

Negli ultimi anni, restando in linea con un trend che è visibile anche in altri settori, le aziende di servizi finanziari hanno aumentato i riacquisti di azioni proprie come modalità per restituire liquidità agli azionisti. In questo contesto, focalizzarsi solamente sui dividendi pagati può dare un quadro fuorviante della liquidità restituita agli azionisti. Una soluzione ovvia è aggiungere i riacquisti di azioni di ogni anno ai dividendi pagati e calcolare il payout risultante.

Se facciamo questo, in ogni modo, dovremmo prendere in considerazione il valore su un periodo di diversi anni, dal momento che i buyback variano parecchio nel tempo – un

buyback di miliardi in un anno può essere seguito da tre anni di relativamente miseri, ad esempio.

c. Crescita attesa

Se i dividendi sono basati sugli utili, il tasso di crescita atteso che determinerà il valore sarà il tasso di crescita atteso degli utili. Per le aziende di servizi finanziari, così come per altre aziende, la crescita degli utili può essere stimata in tre modi:

- *Crescita storica degli utili*: Molte banche e compagnie di assicurazione hanno storie molto lunghe e la stima della crescita storica è di solito possibile. Per di più, la correlazione tra la crescita degli utili passati e quella futura è molto più elevata per le aziende finanziarie che per altre aziende.

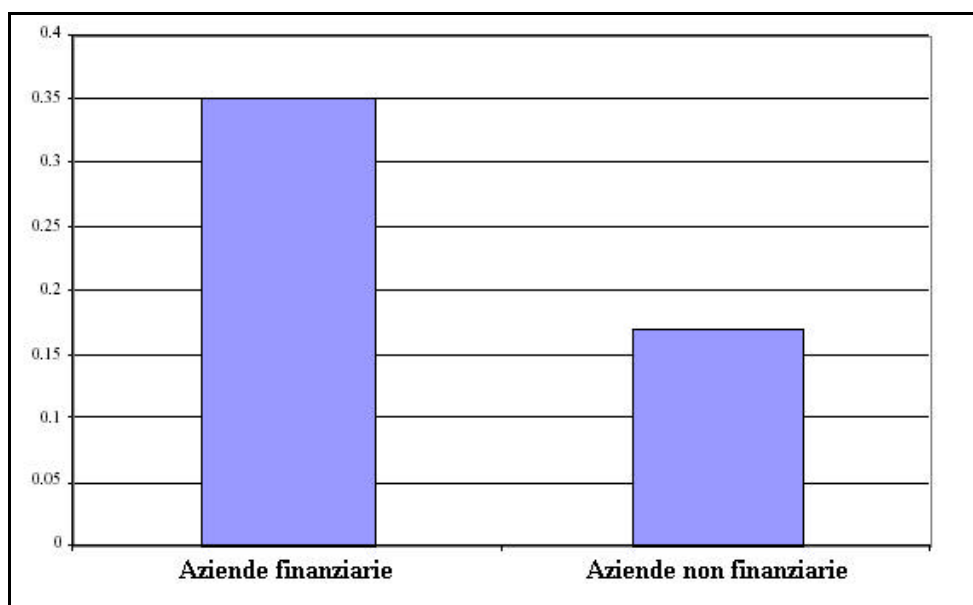


Figura 3: correlazione tra crescita passata e attesa

Notare, in questa figura, che la correlazione tra la crescita degli utili su periodi di cinque anni è di 0.35 per le aziende di servizi finanziari, mentre è solo 0.17 per le altre aziende. Questo suggerirebbe che la crescita storica degli utili è un indicatore molto migliore degli

utili futuri in queste aziende. Se l'ambiente regolamentare cambia, comunque, dobbiamo essere cauti sul proiettare la crescita passata nel futuro.

- *Stime degli analisti sulla crescita degli utili*: Gli analisti stimano i tassi di crescita attesi degli utili per molte aziende quotate, sebbene l'estensione della copertura cambi molto. Molte grandi banche e compagnie di assicurazione sono ampiamente seguite, permettendoci di ottenere queste stime di crescita futura. Come già notato, è un punto aperto se le stime di lungo periodo degli analisti sono migliori della crescita storica per la stima della crescita futura.

- *Crescita basata sui fondamentali*: La crescita attesa degli utili per azione può essere espressa come una funzione del tasso di ritenzione degli utili e del return on equity

$$\text{Crescita attesa degli utili}_{EPS} = \text{Tasso di ritenzione} * \text{Return on equity}$$

Questa equazione ci permette di stimare il tasso di crescita atteso per le aziende con redditività stabile. Se consideriamo anche i riacquisti di azioni proprie in aggiunta ai dividendi quando si prendono in esame i payout, il tasso di ritenzione dovrebbe essere definito coerentemente.

Se ci si aspetta che il return on equity cambi nel tempo, il tasso di crescita atteso degli utili per azione può essere espresso come:

$$\text{Tasso di crescita atteso}_{EPS} = \text{Tasso di ritenzione} * ROE_{t+1} + (ROE_{t+1} - ROE_t)/ROE$$

In entrambe le formulazioni, il tasso di crescita atteso è una funzione del tasso di ritenzione, che misura la quantità di reinvestimento, e del return on equity, che ne misura la qualità.

Come funzionano i modelli di crescita basata sui fondamentali per le aziende di servizi finanziari ? Sorprendentemente bene. Il tasso di ritenzione di una banca misura il patrimonio reinvestito nell'azienda che, conseguentemente, dato il focus sui coefficienti

di patrimonializzazione, determina, in gran parte, quanto queste aziende potranno espandersi in futuro. Il return on equity è anche la misura più significativa delle qualità dell'investimento perché le attività finanziarie sono molto più facilmente valutate a prezzi di mercato.

d. Crescita stabile

Per avere una corrispondenza con i modelli di sconto dei dividendi, dobbiamo assumere che le aziende di servizi finanziari che stiamo valutando entrino in crescita stabile ad un certo punto nel futuro, dove per crescita stabile si intende una crescita che è inferiore o uguale al tasso di crescita dell'economia. In alcuni casi, specialmente con grandi aziende in business maturi, il tasso di crescita atteso oggi può già essere un tasso di crescita stabile.

Nel decidere quando un'azienda di servizi finanziari diventerà un'azienda a crescita stabile, dobbiamo considerare tre fattori. Il primo è la dimensione dell'azienda, relativamente al mercato che serve. Le aziende finanziarie più grandi troveranno più difficile sostenere una forte crescita per lunghi periodi, specialmente in mercati maturi. Il secondo è la natura della concorrenza. Se la concorrenza è forte, la crescita stabile arriverà prima. Se la concorrenza è limitata, l'elevata crescita e i rendimenti in eccesso potranno durare più a lungo. Infine, le modalità per mezzo delle quali le aziende di servizi finanziari sono regolate potrà influenzare la convergenza verso la crescita stabile, dal momento che la regolamentazione può operare sia come facilitatore che come ostacolo. Impedendo l'ingresso di nuovi entranti, i regolatori potranno aiutare le aziende esistenti a mantenere un'alta crescita per molto tempo. Allo stesso tempo, però, le restrizioni regolamentari potranno impedire alle stesse aziende di entrare in business nuovi e potenzialmente lucrativi, il che potrà ridurre la durata del periodo di alta crescita.

Come notato in precedenza, non è solo il tasso di crescita che cambia durante la crescita stabile. Anche il payout deve aggiustarsi per riflettere il tasso di crescita stabile e può essere stimato a partire dal ROE:

$$\text{Payout in crescita stabile} = 1 - g / \text{ROE}_{\text{crescita stabile}}$$

Anche il rischio dell'azienda dovrebbe essere aggiustato per riflettere le assunzioni sulla crescita stabile. In particolare, se sono utilizzati i beta per stimare il costo del patrimonio netto, essi dovrebbero convergere verso uno nel periodo di crescita stabile.

Illustrazione 1: Dividend Discount Model in crescita stabile – Citigroup

Valutazione del: Gennaio 2001

Valore del Patrimonio Netto al tempo della valutazione: \$ 256 miliardi

Citigroup, creata dalla fusione di Citicorp e Travelers Group, è uno dei giganti nel business dei servizi finanziari. Nel 1999, Citigroup ha distribuito dividendi per \$1,973 milioni su un utile netto di \$9,867 milioni; il return on equity dell'anno è stato il 22%. Il basso payout e l'elevato return on equity ci portano in circostanze normali a prendere in considerazione un periodo di alta crescita per l'azienda ma ci sono altri due fattori da considerare:

- Citigroup ha riacquisito \$ 4.3 miliardi di azioni proprie nel 1999 e \$4.1 miliardi nel 1998. Se consideriamo la somma dei dividendi e dei riacquisti di azioni su entrambi i periodi come percentuale del reddito netto arriviamo ad un payout modificato di:

$$\begin{aligned} \text{Payout modificato} &= (\text{Buyback}_{1998} + \text{Buyback}_{1999} + \text{Dividendi}_{1998} + \text{Dividendi}_{1999}) / \\ &(\text{Utile netto}_{1998} + \text{Utile netto}_{1999}) \\ &= (4125 + 4294 + 1846 + 1973) / (5807 + 9867) \\ &= 78.07\% \end{aligned}$$

Se torniamo indietro di 4 anni, invece di solo 2 anni, il payout modificato è del 56.40%.

Nello stesso periodo, il return on equity dell'azienda è stato in media del 17%.

- Citigroup ha una significativa quota di mercato in quasi ogni business in cui compete. Mentre la crescita complessiva può essere elevata in alcuni segmenti – mercati emergenti e investment banking, ad esempio – l'azienda è esposta a forte concorrenza in ogni segmento.

Tenendo presente questi fattori, assumeremo che Citigroup sia in crescita stabile, e che i suoi utili correnti (stimati per il 2000) di \$ 13.993 miliardi crescano al 5% per sempre. In più, assumeremo che il payout prospettico sia del 56.40% (il payout medio modificato degli ultimi 4 anni) e che il beta del titolo basato sul suo business mix sia di 1.00. Con questi input, un tasso privo di rischio del 5.1% e un premio per il rischio del 4%, valutiamo Citigroup come segue:

$$\text{Costo del capitale proprio di Citigroup} = 5.1\% + 1.00 (4\%) = 9.1\%$$

$$\begin{aligned} \text{Valore del capitale proprio di Citigroup} &= \$13.993 (1.05) (0.564)/(0.091-0.05) \\ &= \$202.113 \text{ miliardi} \end{aligned}$$

C'è un approccio alternativo che avremmo potuto usare per valutare Citigroup. Dato il suo return on equity del 17%, avremmo potuto stimare un payout e utilizzarlo per valutare il titolo.

$$\text{Payout stimato} = 1 - g/\text{ROE} = 1 - 0.05/0.17 = 70.59\%$$

$$\begin{aligned} \text{Valore del capitale proprio di Citigroup} &= \$13.993 (1.05) (0.706)/(0.091-0.05) \\ &= \$ 253 \text{ miliardi} \end{aligned}$$

Qual è il valore più sensato? Dipende se crediamo che il 17% di return on equity che Citigroup ha avuto tra il 1996 e il 1999 può essere mantenuto per sempre. Se la risposta è

sì, la stima di \$ 253 miliardi è la migliore. Se, d'altro canto, assumiamo che il ROE di Citigroup declini nel tempo, è più credibile la stima iniziale di \$ 202 miliardi.

Illustrazione 2: Dividend Discount Model in crescita elevata – State Bank of India

Valutazione del Gennaio 2001

Valore del Patrimonio Netto al tempo della valutazione: Rs 235

La State Bank of India è la più grande banca dell'India, creata come conseguenza della nazionalizzazione di tutte le banche in India nel 1971. Nei due decenni seguenti ha operato come monopolista ed è stata posseduta interamente dallo stato. Negli anni 90, il governo indiano ha privatizzato parte della banca mantenendo il controllo della gestione e dell'operatività.

Nel 1999, la State Bank of India ha guadagnato 205 milioni di rupie indiane su un valore di libro di 1,042 milioni di rupie (all'inizio del 1999), totalizzando un return on equity del 19.72%. La banca ha anche distribuito dividendi di Rs 2.50 ad azione da utili per azione di Rs. 38.98; questo dà un payout del 6.41%. Questo alto tasso di ritenzione suggerisce che l'azienda stia investendo somme considerevoli in attese di alta crescita future. Analizzeremo il suo valore in tre fasi – un periodo iniziale di crescita elevata, un periodo di transizione nel quale la crescita scende verso la crescita stabile e una fase di crescita stabile.

Fase di crescita elevata

Se la State Bank può mantenere l'attuale return on equity del 19.72% e il payout di 6.41%, il tasso di crescita atteso degli utili per azione sarà del 18.46%:

$$\text{Tasso di crescita atteso} = \text{ROE} * \text{Tasso di ritenzione} = 19.72\% (1-0.0641) = 18.46\%$$

La domanda chiave è quanto a lungo la banca potrà sostenere questa crescita. Date le grandi dimensioni potenziali del mercato indiano, assumiamo che questa crescita

continuerà per 4 anni. Durante questo periodo, teniamo anche conto del fatto che ci sarà un considerevole rischio associato all'economia indiana ammettendo un premio per il rischio paese nella stima del costo del patrimonio netto. Utilizzando un approccio già sviluppato, stimiamo un premio per il rischio per l'India basato sul suo rating di BB+ e sulla volatilità relativa del mercato azionario indiano.

$$\begin{aligned}\text{Premio per il rischio paese dell'India} &= \text{Default spread del paese} * \\ &\text{Volatilità relativa del mercato} \\ &\text{azionario} \\ &= 3.00\% * 2.1433 \\ &= 6.43\%\end{aligned}$$

Per stimare il costo del patrimonio netto durante il periodo di alta crescita – i prossimi 4 anni – stimiamo il beta medio delle banche commerciali asiatiche di 0.80 e assumiamo che la State Bank of India avrà un beta simile. Insieme al tasso free risk in rupie indiane del 12.00%, stimiamo un costo del patrimonio netto del 20.34%.

$$\begin{aligned}\text{Costo del patrimonio netto} &= \text{Tasso free risk} + \text{Beta (Premio per mercati maturi} \\ &\text{+ Premio per il rischio paese)} \\ &= 12.00\% + 0.80 (4.00\% + 6.43\%) = 20.34\%\end{aligned}$$

Con queste stime della crescita attesa, del payout e del costo del patrimonio netto, possiamo stimare il valore attuale dei dividendi attesi per azioni nei prossimi 4 anni nella tabella 2:

Tabella 2: Dividendi stimati –Periodo di alta crescita

	1	2	3	4
Tasso di crescita atteso	18.46%	18.46%	18.46%	18.46%
Utili per azione	Rs46.17	Rs54.70	Rs64.79	Rs76.75
Payout	6.41%	6.41%	6.41%	6.41%
Dividendi per azione	\$2.96	\$3.51	\$4.16	\$4.92
Costo del capitale proprio	20.34%	20.34%	20.34%	20.34%
Valore attuale	Rs2.46	Rs2.42	Rs2.38	Rs2.35

Fase di transizione

Pensiamo che la State Bank continui a crescere oltre il quarto anno ma ad un tasso calante. Ogni anno, riduciamo linearmente il tasso di crescita atteso dal 18.46% ad un tasso di crescita stabile del 10.00% - questi tassi di crescita sono tutti espressi in rupie. Mentre il tasso di crescita cala, supponiamo che cali anche il return on equity (al crescere della concorrenza) al 18% e che aumenti il payout per riflettere il minor bisogno di reinvestimento². Per spiegare, il payout nell'anno 8, quando il tasso di crescita atteso sarà del 10% può essere calcolato come:

$$\begin{aligned}
 \text{Payout nell'anno 8} &= 1 - \text{Tasso di crescita atteso/ ROE} \\
 &= 1 - 0.10/0.18 \\
 &= 0.4444 \quad (\text{o } 44.44\%)
 \end{aligned}$$

² L'aggiustamento nel payout è lineare. Il payout corrente è del 6.41% e il payout del periodo di stabilità è del 44.44%. Dividendo la differenza del 38.03% su quattro anni si ottiene un aumento del payout ratio del 9.51% ogni anno.

Aggiustiamo anche il premio per il rischio paese al ribasso dal 6.43% al 3.00% per riflettere le nostre aspettative che ci sarà meno rischio nell'investire in India al maturare dell'economia del paese. La tabella 3 riassume i dividendi attesi durante la fase di transizione.

Tabella 3: Dividendi per azione attesi – Fase di transizione

	5	6	7	8
Tasso di crescita atteso	16.34%	14.23%	12.11%	10.00%
Utili per azione	Rs89.29	Rs102.00	Rs114.35	Rs125.79
Payout	15.92%	25.43%	34.94%	44.44%
Dividendi per azione	Rs14.22	Rs25.94	Rs39.95	Rs55.91
Costo del capitale proprio	19.66%	18.97%	18.29%	17.60%
Costo cumulativo del capitale proprio	250.98%	298.60%	353.20%	415.36%
Valore attuale	Rs5.66	Rs8.69	Rs11.31	Rs13.46

Notare che il costo del capitale proprio nell'anno 8 riflette il più basso premio per il rischio paese:

$$\begin{aligned} \text{Costo del capitale proprio nell'anno 8} &= 12.00\% + 0.80(4.00\% + 3.00\%) \\ &= 17.60\% \end{aligned}$$

Il beta e il premio per il rischio dei mercati maturi del 4% sono stati lasciati invariati. Per calcolare i valori attuali dei dividendi attesi nel periodo di transizione, otteniamo il costo del capitale proprio e scontiamo i flussi di cassa al costo composto³.

³ Quando il costo del capitale proprio cambia ogni anno, come fa tra l'anno 5 e 8, deve essere calcolato il costo composto del patrimonio netto. Per esempio, il cash flow nell'anno 6 sarà scontato utilizzando il seguente costo composto: Costo composto = (1.2034) (1.1966) (1.1897)

Crescita stabile

In crescita stabile, assumiamo che gli utili e dividendi della State Bank crescano all'infinito al 10% annuo e li scontiamo al costo del patrimonio netto del periodo di stabilità del 17.60%.

Il valore attuale di questi dividendi all'infinito, che darà il valore residuo per azione, potrà essere calcolato come:

$$\begin{aligned}\text{Valore residuo per azione} &= \text{Utili attesi per azione}_{\text{Anno 9}} * \text{Payout}_{\text{Anno 9}} / (\text{Costo del} \\ &\quad \text{patrimonio netto} - g) \\ &= 125.79 (1.10)(0.4444) / (0.176 - 0.10) \\ &= \text{Rs } 809.18\end{aligned}$$

Valutazione finale

Il valore finale per azione della State Bank può essere calcolato sommando i valori attuali dei dividendi durante la fase di alta crescita, i dividendi durante il periodo di transizione e il valore residuo alla fine del periodo di transizione.

$$\begin{aligned}\text{Valore per azione} &= \text{VA dei dividendi: alta crescita} + \text{VA dei dividendi: fase di} \\ &\quad \text{transizione} + \text{VA del valore residuo} \\ &= 2.46 + 2.42 + 2.38 + 2.35 + 5.66 + 8.69 + 11.31 + 13.46 \\ &\quad + 809.18 / 4.1536 \\ &= \text{Rs } 243.55\end{aligned}$$

Notare che il valore residuo è scontato al costo composto del patrimonio netto dell'ottavo anno.

La valutazione di un'azienda di servizi finanziari che non paga dividendi

Mentre molte aziende di servizi finanziari pagano dividendi, un gran numero di aziende finanziarie giovani e ad alta crescita ha scelto in anni recenti di non pagare dividendi e di

reinvestire tutti gli utili nelle proprie attività. Di fatto, alcune di queste aziende sono in perdita.

Mentre sembrerebbe inappropriato utilizzare il dividend discount model per valutare tali aziende, sosterremo che il modello è sufficientemente flessibile per occuparsene. Come potremo ottenere un valore positivo di un'azione, se i dividendi sono nulli ? La risposta è semplice, almeno per le aziende che hanno utili positivi. Mentre i dividendi sono nulli oggi e sono attesi essere nulli anche nel futuro immediato, finché l'azienda sta crescendo, la crescita alla fine si abbasserà. Quando la crescita si abbassa, la capacità dell'azienda di distribuire dividendi aumenta. Di fatto, utilizzando l'equazione fondamentale della crescita dell'ultima sezione, possiamo stimare il payout atteso nel periodo futuro come:

$$\text{Payout atteso} = 1 - g / \text{ROE}$$

Il patrimonio netto deriverà il suo valore dai dividendi attesi futuri. Se gli utili sono attualmente negativi, il meccanismo diventa un po' più complicato. Dobbiamo prima stimare gli utili nei periodi futuri. Presumibilmente, ci aspetteremmo che gli utili diventino positivi in un qualche periodo futuro. (altrimenti il valore del patrimonio netto sarebbe zero e l'esercizio di valutazione non sarebbe necessario.) Una volta che gli utili diventano positivi, il resto dell'analisi rassomiglia a quanto visto sopra.

*Illustrazione 3: La valutazione di un'azienda di servizi finanziari che non paga dividendi
– NetBank*

Valutazione del: Gennaio 2001

Prezzo del titolo : \$ 9.50

NetBank è una banca virtuale che offre servizi bancari ai clienti. Al momento della valutazione, la banca era appena passata all'utile e annunciato un utile netto di \$3.05

milioni su un patrimonio netto iniziale di \$ 38.76 milioni; l'utile per azione è di \$0.25. La banca non paga dividendi ma ci aspettiamo una significativa crescita degli utili sia dalla crescita dei depositi che dalle economie di scala (che dovrebbero migliorare il return on equity). Il tasso di crescita atteso degli utili è del 30% per i prossimi 6 anni e ci si attende poi che declini linearmente ad un tasso di crescita stabile del 5% dal 12° anno. Non ci si attende che NetBank paghi dividendi durante i primi 6 anni di crescita elevata. Durante questo periodo, la banca è anche esposta ad un rischio significativo. Utilizziamo un beta di 1.70 per riflettere il rischio delle iniziative di e-commerce e stimiamo un costo del patrimonio netto dell'11.80%, basato su un tasso dei treasury bond del 5% e un premio per il rischio del 4%:

$$\text{Costo del patrimonio netto} = 5\% + 1.70 (4\%) = 11.80\%$$

La tabella 4 riassume gli utili attesi durante questo periodo:

Tabella 4: Utili e dividendi attesi durante la fase di alta crescita

	1	2	3	4	5	6
Tasso di crescita atteso	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%
Utili per azione	\$0.32	\$0.42	\$0.54	\$0.70	\$0.91	\$1.19
Payout	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Dividendi per azione	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00
Costo del patrimonio netto	11.80%	11.80%	11.80%	11.80%	11.80%	11.80%
Valore attuale	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00

In crescita stabile (dopo il 12° anno), ci si attende che la banca abbia un return on equity del 12% che le permetterà di distribuire il 58.33% dei suoi utili come dividendi durante il periodo:

$$\text{Payout atteso nel 12}^\circ \text{ anno} = 1 - g/\text{ROE} = 1 - 5\%/12\% = 58.33\%$$

Tra l'anno 6 e 12, mentre la crescita si assottiglia, assumeremo che il payout aumenti da 0% a 58.33% in incrementi lineari. Assumeremo poi che anche il rischio del patrimonio netto declini, con il beta che cala da 1.70 a 1.00 in crescita stabile. La tabella 5 riassume gli utili e dividendi attesi durante questo periodo di transizione:

Tabella 5: Utili e dividendi attesi durante la fase di transizione

	7	8	9	10	11	12
Tasso di crescita atteso	25.83%	21.67%	17.50%	13.33%	9.17%	5.00%
Utili per azione	\$1.49	\$1.82	\$2.14	\$2.42	\$2.64	\$2.77
Payout	9.72%	19.44%	29.17%	38.89%	48.61%	58.33%
Dividendi per azione	\$0.15	\$0.35	\$0.62	\$0.94	\$1.28	\$1.62
Costo del patrimonio netto	11.33%	10.87%	10.40%	9.93%	9.47%	9.00%
Costo cumulato del patr. netto	217.41%	241.03%	266.10%	292.53%	320.23%	349.05%
Valore attuale	\$0.07	\$0.15	\$0.23	\$0.32	\$0.40	\$0.46

I dividendi iniziano nell'anno 6 e crescono ad un tasso molto più alto degli utili perché il payout aumenta.

Il valore residuo alla fine del 12° anno può essere stimato utilizzando i dividendi nell'anno 13, il costo del patrimonio netto nel periodo di stabilità e il tasso di crescita atteso all'infinito.

$$\begin{aligned} \text{Valore residuo per azione} &= \text{Utile per azione}_{12} (1 + g_{\text{stabile}})^{13} / (\text{Costo del} \\ &\quad \text{patrimonio netto}_{13} - \text{Tasso di crescita atteso}) \\ &= \$2.77 (1.05)^{13} (.5833) / (.09 - .05) = \$42.49 \end{aligned}$$

Il valore per azione odierno può poi essere calcolato come la somma dei valori attuali dei dividendi durante l'alta crescita e il valore attuale del valore residuo:

$$\begin{aligned}\text{Valore per azione} &= \$0.07 + \$0.15 + \$0.23 + \$0.32 + \$0.40 + \$0.46 + \$42.49/3.4905 \\ &= \$13.81\end{aligned}$$

Il valore residuo per azione è scontato al tasso composto del patrimonio netto di 3.4905 nell'anno 12.

Modelli di flussi di cassa disponibili per l'azionista

All'inizio di questa discussione abbiamo notato la difficoltà di stimare i cashflow quando gli investimenti netti e il capitale circolante netto non possono essere facilmente identificati. E' comunque possibile stimare i flussi di cassa disponibili per l'azionista anche per le aziende di servizi finanziari, se definiamo l'investimento in modo differente.

Definire i Cashflow disponibili per l'azionista

Il flusso di cassa disponibile per l'azionista è il cashflow rimasto per gli investitori nel patrimonio netto dell'impresa dopo che sono stati effettuati i pagamenti sul debito e sono stati soddisfatti i fabbisogni di reinvestimento. Nel caso delle aziende di servizi finanziari, il reinvestimento, in genere, non prende la forma di impianti, macchinario o altre attività fisse.

Invece, l'investimento è in capitale umano e capitale di regolamentazione; quest'ultimo è il capitale definito dai regolatori, che, a sua volta, determina i limiti della crescita futura. Ci sono modi in cui è possibile incorporare entrambi questi elementi nel reinvestimento.

Capitalizzare la formazione e le spese per lo sviluppo dei dipendenti

Se il capitale umano è un grande fattore nella determinazione del successo o del fallimento di un'azienda di servizi finanziari, potremmo capitalizzare le spese associate allo sviluppo di questo capitale. Il processo per fare questo rispecchia fedelmente il processo di capitalizzazione delle spese di ricerca e sviluppo nelle aziende tecnologiche e comprende i seguenti passi:

1. *Identificare la vita utile dell'attività*: Per determinare il periodo nel quale queste spese saranno ammortizzate, dobbiamo partire da quanto tempo un tipico dipendente nel quale l'azienda ha investito le sue risorse rimane in essa.

2. *Raccogliere informazioni sulle spese per i dipendenti negli anni precedenti*: l'ammontare speso dall'azienda nella formazione e sviluppo ai dipendenti negli anni precedenti è raccolta per un numero di anni pari alla vita utile specificata al primo passo.

3. *Calcolare l'ammortamento dell'anno corrente*: La spesa di ognuno degli anni precedenti è ammortizzata. Con un programma di ammortamento lineare, la spesa sarà ripartita ugualmente durante la vita utile. La somma totale degli ammortamenti di tutte le spese degli anni precedenti diventerà l'ammortamento dell'anno corrente.

4. *Correggere il reddito netto dell'azienda*: il reddito netto dell'azienda è aggiustato per la capitalizzazione delle spese per i dipendenti

$$\begin{aligned} \text{Reddito netto corretto} &= \text{Reddito netto} + \text{Spese per la formazione dei} \\ &\quad \text{dipendenti nell'anno corrente} - \text{Ammortamento} \\ &\quad \text{delle spese per i dipendenti} \end{aligned}$$

5. *Calcolare il valore del capitale umano*: il valore del capitale umano dell'azienda può essere calcolato aggiungendo la quota non ammortizzata delle spese per lo sviluppo dei dipendenti in ciascuno degli anni precedenti.

Le spese per lo sviluppo dei dipendenti sono più difficili da capitalizzare della ricerca e sviluppo per due ragioni. La prima è che mentre le spese di ricerca sono normalmente aggregate e comunicate in una singola voce sul bilancio, le spese per lo sviluppo dei dipendenti tendono ad essere ampiamente disseminate nell'azienda e possono essere incluse in diverse e differenti voci nel conto economico. Distinguere queste spese dalla retribuzione e dai benefit dei dipendenti può essere difficile. La seconda è che i brevetti e

le licenze che derivano dalla ricerca appartengono all'azienda e spesso le danno diritti esclusivi in utilizzi commerciali. I dipendenti dell'azienda, dall'altro lato, sono mobili e possono, e spesso lo fanno, andare dai concorrenti che gli offrono condizioni migliori.

Assumendo che si possano scavalcare queste difficoltà pratiche nella valutazione del capitale umano, consideriamo i fattori che determinano il valore che il capitale umano aggiunge all'azienda. Il primo è il *tasso di rotazione dei dipendenti*; al crescere di questo tasso, la vita ammortizzabile delle spese per i dipendenti calerà e con questa il valore del capitale umano. La seconda è legata alle *risorse spese* dall'azienda nello sviluppo e formazione dei dipendenti; maggiori le risorse, maggiore il valore assegnato al capitale umano. C'è un terzo e spesso ignorato fattore. Se consideriamo il capitale umano come un'attività, è il *rendimento in eccesso* che otteniamo sull'attività che crea valore. Per creare rendimenti in eccesso, un'azienda deve pagare il dipendente meno del valore che egli genera nell'azienda. Per spiegare, una investment bank genererà valore da un trader che lavora per essa solo se paga quel trader meno di quello che egli genera in utili per l'azienda. Perché il trader dovrebbe accontentarsi di meno ? Una ragione potrebbe essere che l'investment bank ha alcune caratteristiche uniche che permettono al trader di guadagnare questi redditi; queste caratteristiche uniche possono venire da informazioni proprietarie, clientela o posizione di mercato. Un'altra ragione può essere non economica; il trader può avere sufficiente riconoscimento nei confronti della investment bank da rinunciare ad una paga più alta da un'altra parte. Le aziende che trattano bene i loro dipendenti e sono leali nei loro confronti nei periodi negativi ottengono più facilmente questo riconoscimento e di conseguenza hanno un maggior valore.

Investimenti in Capitale di Regolamentazione

Per un'azienda di servizi finanziari che è regolata con coefficienti di patrimonializzazione, gli utili non distribuiti aumentano il patrimonio netto dell'azienda e le permettono di espandere le sue attività. Ad esempio, una banca che ha un coefficiente di patrimonializzazione del 5% può fare \$ 100 di prestiti per ogni \$ 5 di patrimonio netto. Quando questa banca annuncia un utile netto di \$ 15 milioni e distribuisce solo \$ 5 milioni, aumenta il suo patrimonio netto di \$ 10 milioni. Questo, a sua volta, permetterà di fare \$ 200 milioni di prestiti in più e, presumibilmente, di aumentare il suo tasso di crescita in futuro.

Utilizzando questo argomento, la quota di utile netto che non viene distribuita può essere vista come un reinvestimento. Funziona, in ogni caso, solo se l'azienda trae vantaggio di questa maggiore base di capitale e cresce. Se non lo fa, il capitale trattenuto è più simile ad accumulazione di liquidità nell'azienda che reinvestimento. Un modo di misurare questo è guardare ai coefficienti di patrimonializzazione nel tempo e confrontarli con i vincoli regolamentari. Un'azienda che comunica un coefficiente che cresce nel tempo, molto al di sopra dei limiti regolamentari, non sta usando il suo patrimonio netto per crescere.

Modelli di Excess Return

Il terzo approccio alla valutazione di un'azienda di servizi finanziari è l'utilizzo di un modello di excess return. In questo modello, il valore dell'azienda può essere espresso come la somma del capitale correntemente investito nell'azienda e del valore attuale dei rendimenti in eccesso che l'azienda si attende di fare in futuro. In questa sezione, considereremo come questo modello può essere applicato alla valutazione del patrimonio netto di una banca.

Modello base

Data la difficoltà associata alla definizione del capitale totale di un'azienda di servizi finanziari, ha molto più senso focalizzarsi solo sul patrimonio netto quando si usa un modello di excess return per questo tipo di aziende. Il valore del patrimonio netto di un'azienda può essere espresso come la somma del patrimonio dell'azienda investito nelle attività in corso e dai rendimenti in eccesso da questi investimenti e da quelli futuri.

$$\begin{aligned} \text{Valore del Patrimonio netto} &= \text{Patrimonio netto investito correntemente} \\ &+ \text{Valore attuale degli Excess Return attesi} \end{aligned}$$

L'aspetto più interessante di questo modello è che si focalizza sui rendimenti in eccesso. Un'azienda che investe il suo patrimonio netto e guadagna solo il tasso di rendimento equo per il mercato su questi investimenti, dovrebbe vedere convergere il proprio valore al patrimonio netto corrente. Un'azienda che ha un rendimento inferiore a quello di mercato sui propri investimenti, vedrà il suo valore di mercato al di sotto del patrimonio netto correntemente investito.

L'altro punto che deve essere enfatizzato è che questo modello considera anche gli investimenti attesi. Perciò, dipende dall'analista utilizzare il modello per prevedere non solo dove l'azienda di servizi finanziari dirigerà i suoi investimenti futuri ma anche i rendimenti che avrà su questi investimenti.

Input del Modello

Ci sono due input necessari per valutare il patrimonio netto nel modello di excess return. Il primo è la misura del patrimonio netto correntemente investito dell'azienda. Il secondo, e più difficile input, è il rendimento in eccesso atteso nei periodi futuri.

Il patrimonio netto correntemente investito dell'azienda è di solito misurato dal valore di libro del patrimonio netto dell'azienda. Se il valore di libro è una misura contabile ed è influenzato da politiche di bilancio, il patrimonio netto investito in un'azienda di servizi finanziari dovrebbe essere una misura più affidabile rispetto ad un'azienda manifatturiera per due ragioni. La prima è che le attività di un'azienda di servizi finanziari sono di frequente attività finanziarie che sono valutate a prezzi di mercato; le attività delle aziende manifatturiere sono attività reali e gli scostamenti tra attività in bilancio e attività di mercato sono di solito maggiori. La seconda è che l'ammortamento, che può essere un fattore rilevante nel determinare il valore contabile delle aziende manifatturiere, è spesso trascurabile nelle aziende di servizi finanziari. Ciononostante, il valore di libro del patrimonio netto può essere influenzato da riacquisti di azioni proprie e da oneri straordinari. Il valore di libro del patrimonio netto delle aziende di servizi finanziari che rispecchiano una o entrambe queste caratteristiche può sottostimare il patrimonio netto investito dell'azienda.

I rendimenti in eccesso, definiti in termini di patrimonio netto, possono essere espressi in termini di rendimento e di costo del capitale:

$$\text{Excess return} = (\text{Return on equity} - \text{Costo del capitale}) * (\text{Patrimonio netto investito})$$

Ancora una volta, assumiamo che il return on equity sia una buona misura del rendimento economico sugli investimenti in patrimonio netto. Quando analizziamo un'azienda di servizi finanziari, possiamo ottenere il return on equity dai periodi correnti e passati, ma il return on equity richiesto è quello atteso per il futuro. Ciò richiede un'analisi dei punti di forza e debolezza dell'azienda così come della concorrenza fronteggiata. La figura 4 riassume return on equity, costo del capitale e spread delle aziende di servizi finanziari.

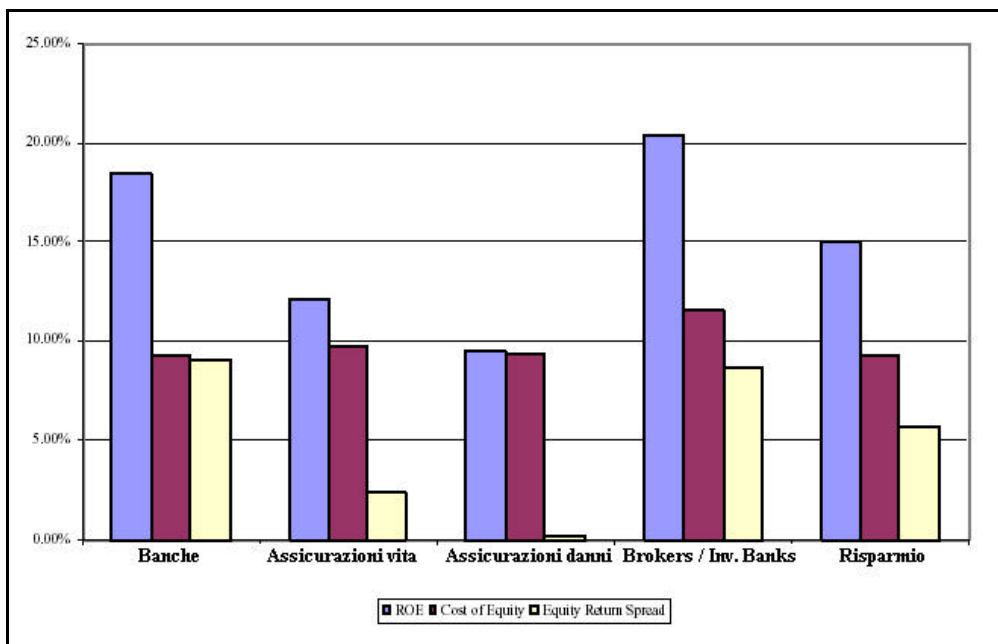


Figura 4: spread di redditività per le aziende di servizi finanziari

Nel formulare stime degli spread attesi sui rendimenti del capitale netto, dobbiamo considerare che la presenza di elevati rendimenti è probabile che attragga la concorrenza. Questi rendimenti in eccesso si affievoliranno nel tempo e questo dovrebbe essere riflesso nelle stime.

Illustrazione 4: Valutazione con il metodo dell'Excess Return – Morgan Stanley Dean Witter

Data della valutazione: Gennaio 2001

Morgan Stanley Dean Witter (MSDW) è una delle principali investment banks del mondo. Nel 2000, ha avuto un return on equity del 30.86% su un patrimonio di \$17.997 miliardi. Basandoci su aziende confrontabili, stimiamo che il beta dell'azienda sia di 1.15, che dà un costo del patrimonio netto del 9.60% (con un tasso sui treasury bond del 5% e un premio per il rischio del 4%):

$$\text{Costo del patrimonio netto} = 5\% + 1.15 (4\%) = 9.60\%$$

Assumiamo che il return on equity nei prossimi 5 anni sia in media del 25%, riflettendo le pressioni concorrenziali mentre MSDW si espande a livello globale e il costo del patrimonio netto rimane immutato nel periodo. In aggiunta, assumiamo che MSDW mantenga il suo attuale payout del 19.37%. I rendimenti in eccesso sono calcolati nella tabella 6:

Tabella 6: Excess Returns – Periodo di alta crescita

	1	2	3	4	5
Utile netto	\$4,499.25	\$5,406.20	\$6,495.98	\$7,805.43	\$9,378.85
- Costo del patrimonio netto (vedere sotto)	\$1,727.71	\$2,075.98	\$2,494.46	\$2,997.29	\$3,601.48
Excess Equity Return	\$2,771.54	\$3,330.22	\$4,001.52	\$4,808.15	\$5,777.37
Costo cumulato del patrimonio netto	1.09600	1.20122	1.31653	1.44292	1.58144
Valore attuale	\$2,528.78	\$2,772.38	\$3,039.44	\$3,332.23	\$3,653.23
<i>Stima del costo del patrimonio netto di ogni anno</i>					
Valore iniziale del patrimonio netto (vedere sotto)	\$17,997.00	\$21,624.82	\$25,983.92	\$31,221.74	\$37,515.38
Costo % del patrimonio netto	9.60%	9.60%	9.60%	9.60%	9.60%
Costo del patrimonio netto	\$1,727.71	\$2,075.98	\$2,494.46	\$2,997.29	\$3,601.48
<i>Stima del valore di libro del patrimonio netto</i>					
Return on Equity	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%
Utile netto	\$4,499.25	\$5,406.20	\$6,495.98	\$7,805.43	\$9,378.85
Payout	19.37%	19.37%	19.37%	19.37%	19.37%
Dividendi	\$871.43	\$1,047.10	\$1,258.17	\$1,511.79	\$1,816.53
Utili trattenuti	\$3,627.82	\$4,359.11	\$5,237.81	\$6,293.64	\$7,562.31

L'utile netto di ogni anno è calcolato moltiplicando il return on equity per il valore iniziale del patrimonio netto. Il patrimonio netto di ogni anno è aumentato della quota di utili che non è distribuita sotto forma di dividendi – gli utili trattenuti. Per mettere

termine a questa valutazione, è necessario fare alcune assunzioni sugli excess return successivi all'anno 5. Se assumiamo che gli excess returns saranno nulli, il valore del patrimonio netto di Morgan Stanley sarà la somma dei valori attuali degli excess returns calcolati nella tabella 6 e del valore di libro del patrimonio netto.

Abbiamo assunto che l'utile netto cresca del 5% all'anno oltre l'anno 5, che il return on equity cali al 15% e che il beta del titolo scenda all'1.10.

$$\text{Utile netto}_6 = \$ 9378.85 * 1.05 = \$9847.79$$

$$\begin{aligned} \text{Costo del patrimonio netto nel periodo di crescita stabile} &= 5\% + 1.1 (4\%) \\ &= 9.40\% \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{Valore di libro del patrimonio netto all'inizio dell'anno 6} &= \text{Utile netto}_6 / \text{ROE}_6 \\ &= \$9847.79 / 0.15 \\ &= \$65,651.92 \end{aligned}$$

Notre che questo valore di libro del patrimonio netto è significativamente più elevato del valore di libro del patrimonio netto nell'anno 5 e riflette il return on equity più basso in crescita stabile. Il valore residuo degli excess return può quindi essere calcolato come segue:

$$\begin{aligned} \text{Valore residuo degli excess return} &= (\text{Utile netto}_6 - \text{Costo del patrimonio netto}_6 * \text{Valore} \\ &\quad \text{di libro del patrimonio netto}_6) / (\text{Costo del patrimonio} \\ &\quad \text{netto} - \text{Tasso di crescita atteso}) \\ &= (\$9,847.79 - \$65,651.92 * .094) / (.094 - .05) \\ &= \$83,556.98 \end{aligned}$$

Il valore del patrimonio netto può quindi essere calcolato come la somma di tre componenti – il valore di libro del patrimonio investito corrente, il valore attuale degli

excess return sul patrimonio netto dei prossimi 5 anni e il valore attuale del valore residuo del patrimonio netto calcolato sopra:

Valore di libro del patrimonio investito corrente = \$17,997.00

Valore attuale degli excess return sul patrimonio - prossimi 5 anni = \$15,326.06

Valore attuale del valore residuo degli excess return = \$52,836.01

{83,556.98/1.096⁴}

Valore del patrimonio netto = \$86,159.07

Numero di azioni = 1120.713

Valore per azione = \$76.88

Valutazione basata sulle attività

Nella valutazione basata sulle attività, si valutano gli attivi esistenti dell'azienda di servizi finanziari al netto del debito e di altre obbligazioni esistenti e si considera la differenza come valore del patrimonio netto. Ad esempio, per una banca, questo richiede la valutazione del portafoglio prestiti (che è incluso nelle attività) e la sottrazione del debito esistente per stimare il valore del patrimonio netto. Per una compagnia di assicurazioni, si valutano le polizze che la compagnia ha in vigore e si sottraggono gli oneri attesi su queste polizze e altri debiti esistenti per stimare il valore del patrimonio netto dell'azienda.

Come si valuta il portafoglio prestiti di una banca o le polizze di una compagnia di assicurazioni ? Un approccio potrebbe essere la stima del prezzo al quale il portafoglio prestiti può essere venduto ad un'altra azienda finanziaria, ma l'approccio migliore è valutarlo basandosi sui flussi di cassa attesi. Consideriamo, ad esempio, una banca con un

⁴ Questo è un aggiustamento che è necessario per rendere il valore di libro del patrimonio netto consistente con le nostre assunzioni di un return on equity più basso durante la crescita stabile. L'alternativa è ridurre l'utile netto nell'anno 6 al 15% del valore di libro del patrimonio netto all'inizio dell'anno 6

portafoglio prestiti di \$ 1 miliardo con una durata media ponderata di 8 anni, sul quale guadagna interessi di \$ 70 milioni.

In più, assumiamo che il rischio di default sui prestiti sia tale che il tasso di interesse di mercato su questi prestiti sia del 6.50%; questo tasso di mercato equo può essere stimato o facendo valutare il portafoglio prestiti da un'agenzia di rating o misurando il rischio di default potenziale del portafoglio. Il valore dei prestiti può essere stimato come segue:

$$\begin{aligned}\text{Valore dei prestiti} &= \$ 70 \text{ milioni (Valore attuale di un'annualità, 8 anni, 6.5\%)} \\ &+ \$1,000 \text{ milioni}/1.065^8 \\ &= \$ 1,030 \text{ milioni}\end{aligned}$$

Questo portafoglio prestiti ha un valore di mercato che eccede il valore di libro perché la banca sta applicando un tasso di interesse che eccede il tasso di mercato. Sarebbe vero il contrario se la banca applicasse un tasso di interesse che è inferiore ai tassi di mercato. Per valutare il patrimonio si sottrarrebbero poi i depositi, il debito e altre obbligazioni della banca.

Questo approccio ha un pregio se si sta valutando una banca o una compagnia di assicurazioni mature con poco o nessun potenziale di crescita ma ha due significative limitazioni. Primo, non dà nessun valore alla crescita attesa futura e dai rendimenti in eccesso che arrivano da questa crescita. Una banca, ad esempio, che è notevolmente abile a prestare a tassi maggiori di quanto giustificato dal rischio di default, dovrebbe essere in grado di ricavare valore anche dai prestiti futuri. Secondo, è difficile da applicare quando un'azienda è presente in business differenti. Un'azienda come Citigroup che opera in più business sarebbe difficile da valutare perché le attività di ogni business – assicurazioni, attività bancaria tradizionale, investment banking, gestione del portafoglio titoli –

necessiterebbero di essere valutate separatamente con flussi di reddito e tassi di sconto differenti.

Valutazione relativa

Nelle valutazioni relative è possibile applicare una serie di multipli che vanno dai multipli sugli utili a quelli sul valore di libro a quelli sui ricavi.

In questa sezione, consideriamo come possono essere utilizzate le valutazioni relative per le aziende di servizi finanziari.

Scelta dei Multipli

I moltiplicatori del valore d'impresa come Economic Value / EBITDA o Economic Value / EBIT non possono essere facilmente adattati alle aziende di servizi finanziari perché né il valore né il reddito operativo può essere facilmente stimato per le banche e le compagnie di assicurazione. Mantenendo la nostra enfasi sulla valutazione delle aziende di servizi finanziari, i multipli con i quali lavoreremo per analizzarle saranno multipli del patrimonio netto. I tre multipli più usati sono i rapporti prezzo / utile, prezzo / valore di libro e prezzo / fatturato. Dal momento che vendite o ricavi non sono in realtà misurabili per le aziende di servizi finanziari, il rapporto prezzo / fatturato non potrà essere stimato per queste aziende. Osserveremo, in questa sezione, l'uso dei rapporti prezzo / utile e prezzo / valore di libro per valutare aziende finanziarie.

Rapporti Prezzo / Utile

Il rapporto Prezzo / Utile di una banca o compagnia di assicurazione è misurato allo stesso modo di ogni altro tipo di azienda.

Rapporto Prezzo / Utile = Prezzo per azione / Utile per azione

E' possibile notare come il rapporto prezzo / utile sia una funzione di tre variabili – la crescita attesa degli utili, il payout e il costo del patrimonio netto. Come per altre aziende,

il rapporto prezzo / utile dovrebbe essere più elevato per le aziende di servizi finanziari con alte aspettative di crescita degli utili, alti payout e basso costo del capitale.

Un argomento che è specifico delle aziende di servizi finanziari è l'uso di accantonamenti per oneri futuri. Per esempio, le banche accantonano ripetutamente somme per prestiti in sofferenza. Questi accantonamenti riducono il reddito ufficiale e influenzano il rapporto prezzo / utile.

Di conseguenza, le banche più prudenti nella classificazione dei prestiti in sofferenza annunceranno utili più bassi e avranno rapporti prezzo / utile più alti, mentre le banche meno prudenti avranno utili più alti e rapporti prezzo / utile più bassi.

Un'altra considerazione nell'uso dei multipli sugli utili è la diversificazione delle aziende di servizi finanziari su più business. Il multiplo che un investitore vorrà pagare per un dollaro di utili dall'attività di prestare denaro potrebbe essere molto diverso dal multiplo che lo stesso investitore pagherebbe per un dollaro di utili da trading. Quando un'azienda è in business con diverse caratteristiche di rischio, crescita e rendimento, è molto difficile trovare aziende veramente comparabili e confrontare i multipli degli utili tra aziende. In tal caso, ha molto più senso scomporre gli utili dell'azienda per business e stimare il valore di ogni business separatamente.

Illustrazione 5: Confronto dei rapporti PE: Compagnie di Assicurazione

Nella tabella 7, compariamo i rapporti prezzo / utile delle compagnie di assicurazione sulla vita nel Gennaio 2001.

Tabella 7: Rapporti prezzo/utile e tassi di crescita attesi –Compagnie di assicurazione sulla vita

<i>Nome dell'azienda</i>	<i>Prezzo / Utile</i>	<i>Tasso di crescita atteso</i>	<i>Deviazione Standard</i>
AEGON Ins. Group	32.96	11.50%	36.61%
AFLAC Inc.	34.53	19.00%	43.23%
AmerUs Group Co	12.76	10.00%	33.46%
Delphi Fin'l`A'	10.50	10.50%	39.72%
Great West Lifeco Inc.	22.00	15.00%	35.09%
Jefferson-Pilot Corp.	13.93	9.00%	30.49%
Lincoln Nat'l Corp.	13.01	9.50%	38.07%
Nationwide Financial	2.65	14.53%	42.84%
Penn Treaty American	6.47	15.00%	43.18%
Protective Life	12.36	12.00%	50.64%
Reinsurance Group	29.80	13.30%	50.79%
The MONY Group Inc.	6.22	9.50%	72.16%
Torchmark Corp.	13.53	9.50%	37.64%
U I C I	9.40	18.00%	63.38%
UNUMProvident Corp.	9.51	6.00%	56.42%

I rapporti prezzo / utile variano ampiamente e vanno da 6.22 per The MONY Group a 34.53 per AFLAC. Abbiamo anche indicato le stime di consenso degli analisti sui tassi di crescita degli utili per azione sui 5 anni successivi e la deviazione standard del prezzo dell'azione nei cinque anni precedenti. Alcune delle variazioni dei rapporti prezzo / utile possono essere spiegate per mezzo di differenze nel tasso di crescita atteso – aziende ad alta crescita tendono ad avere alti rapporti prezzo / utile – e alcune sono dovute a differenze nel grado di rischio – aziende più rischiose hanno rapporti prezzo / utile più

bassi. Facendo la regressione dei rapporti prezzo / utile contro il tasso di crescita atteso e la deviazione standard si ottiene la seguente formula:

$$\text{Rapporto Prezzo / Utile} = 15.72 + 91.67 \text{ Tasso di crescita atteso} - 25.72$$

Deviazione Standard $R^2=19\%$

$$(1.21) (1.28) (1.17)$$

Mentre la regressione ha scarso potere esplicativo e i coefficienti sono di significatività statistica marginale, essa conferma l'intuizione che maggiore crescita e più basso rischio si traducono in maggiori rapporti prezzo / utile. La figura 5 usa questa regressione per stimare i PE previsti per le aziende della tabella e indica se le aziende sono sopra o sottovalutate.

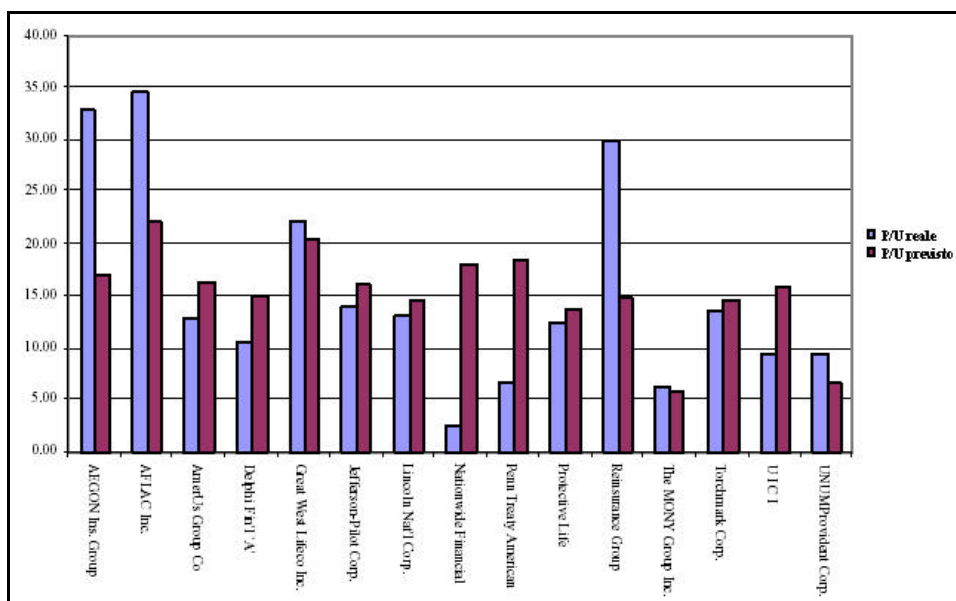


Figura 5: P/U reali vs previsti

Basandosi sulla regressione, i gruppi di riassicurazione sembrano significativamente sopravvalutati mentre Penn Treaty e Nationwide Financial sembrano notevolmente sottovalutati.

Illustrazione 6: Multipli sugli utili per Business: Citigroup

Citigroup è in più business – attività bancaria tradizionale, investment banking e asset management. Nella tabella 8, riassumiamo gli utili di Citigroup ottenuti da ogni business nel 2000 e la stima del valore di questi:

Tabella 8: Citigroup – Valutazione dei business

Business	Utile netto	Rapporto prezzo / utile	Valore stimato del patrimonio netto
Investment Banking	\$ 5,800	21.44	\$ 124,352
Banca tradizionale	\$ 5,200	15.61	\$ 81,172
Asset management	\$ 500	28.7	\$ 14,350
Intera azienda	\$ 11,500		\$219,874

Il valore di ogni business è stimato usando il multiplo prezzo / utili medio di altre aziende che operano in quel solo business.

Questo approccio può essere generalizzato per permettere ai multipli sugli utili utilizzati per ogni business di riflettere le differenze tra quel business e altre aziende che operano solo in quel business. Ad esempio, se l'attività di asset management di Citigroup avesse maggiore crescita e minore rischio delle altre aziende di asset management, si userebbe un multiplo sugli utili più alto per il reddito da questo business.

Rapporti Prezzo / Valore di libro

Il rapporto prezzo / valore di libro di un'azienda di servizi finanziari è il rapporto del prezzo per azione e del valore del patrimonio netto per azione.

$$\text{Prezzo / Valore di libro} = \text{Prezzo per azione} / \text{Valore del patrimonio netto per azione}$$

Questo rapporto è determinato dal tasso di crescita atteso degli utili, dal payout dal costo del capitale e dal return on equity. A parità di condizioni, una maggiore crescita degli

utili, un maggiore payout, un più basso costo del capitale e un più alto return on equity dovrebbero dare un maggiore rapporto prezzo / valore di libro. Di queste quattro variabili, il return on equity ha il maggiore impatto sul rapporto, portandoci a definirlo come la variabile chiave del rapporto.

Comunque, la forza della relazione tra rapporto prezzo / valore di libro e return on equity dovrebbe essere più accentuata per le aziende di servizi finanziari rispetto ad ogni altra azienda, perché il valore contabile del patrimonio netto si avvicina con maggiore probabilità al valore di mercato del patrimonio investito nelle attività dell'azienda. Analogamente, il return on equity è meno facilmente influenzato da decisioni contabili. La forza della relazione tra prezzo / valore di libro e return on equity può essere verificata se li disegniamo in una dispersione per le banche commerciali degli Stati Uniti nella Figura 6.

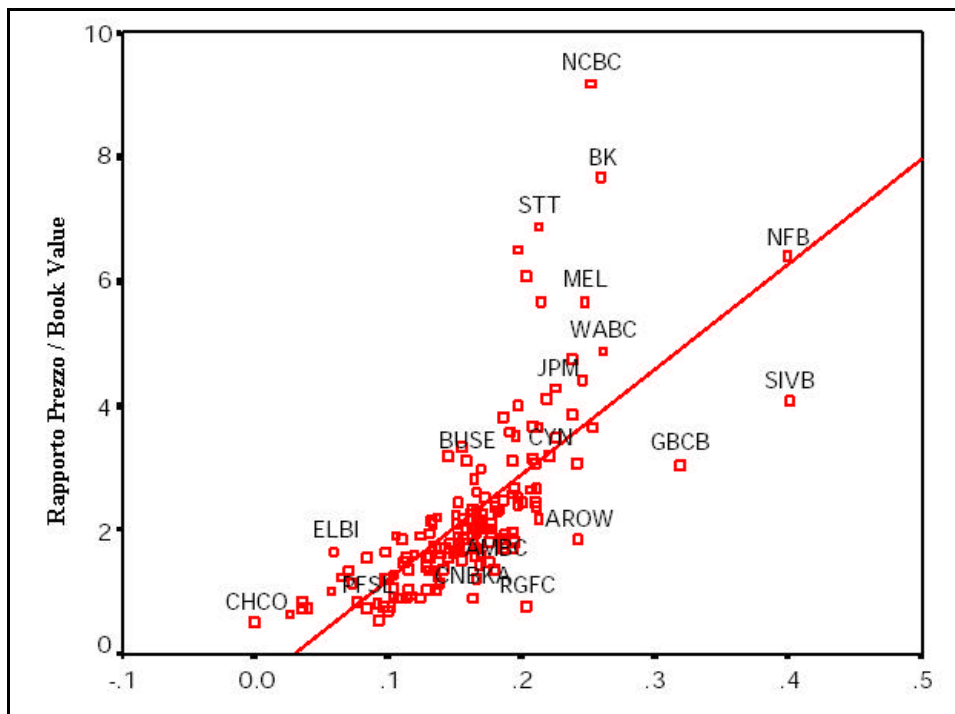


Figura 6: Rapporto Prezzo / Book value e ROE: Banche

Banche quali la North Fork Bancorp (NFB) e la WestAmerica Bancorp (WABC) che hanno un elevato rapporto prezzo / valore di libro, tendono ad avere alti return on equity. Banche quali la City Holding (CHCO) e la Eldorado Bancshares (ELBI) che hanno bassi return on equity tendono ad avere bassi rapporti prezzo / valore di libro. La correlazione tra i rapporti prezzo / valore di libro e i return on equity è 0.70.

Mentre si enfatizza la relazione tra rapporti prezzo / valore di libro e return on equity, non dobbiamo ignorare gli altri fondamentali. Ad esempio, le banche variano in termini di rischio, e dovremmo attenderci per ogni dato return on equity, che le banche più rischiose abbiano rapporti prezzo / valore di libro più bassi. Similmente, le banche con maggior potenziale di crescita dovrebbero avere maggiori rapporti prezzo / valore di libro, per ogni dato livello degli altri fondamentali.

Illustrazione 7: Rapporti prezzo / valore di libro: Investment Banks

Nella tabella 9, elenchiamo i rapporti prezzo / valore di libro e i return on equity delle società di brokeraggio e delle investment banks.

Tabella 9: Rapporti prezzo / valore di libro e Return on Equity: Investment Banks & Brokers

Nome	Simbolo	Capitalizzazione	P/BV Ratio	ROE
Advest Group	ADV	\$283.00	2.09	15.25%
Annaly Mortgage Mgmt	NLY	\$141.40	1.37	16.26%
Bear Stearns	BSC	\$6,056.50	1.46	20.92%
Brantley Capital	BBDC	\$31.40	0.60	7.44%
Dain Rauscher	DRC	\$1,237.60	3.17	23.27%
DLJdirect Com	DIR	\$86.30	0.37	0.35%
Edwards (A.G.)	AGE	\$3,843.20	2.24	21.98%
Fahnestock Viner 'A'	FVH	\$272.10	1.45	22.15%

Firebrand Finl Group Inc	FFGI	\$3.40	0.13	9.26%
Goldman Sachs	GS	\$52,108.60	5.14	32.04%
H. D. Vest Inc	HDVS	\$29.80	2.76	27.78%
Jefferies Group	JEF	\$683.50	1.72	14.02%
Kirlin Hldg Corp	KILN	\$12.10	0.68	-6.21%
Legg Mason	LM	\$3,287.30	4.37	21.36%
Lehman Bros. Holdings	LEH	\$18,771.30	3.36	31.72%
M H Meyerson & Co Inc	MHMY	\$19.30	0.93	14.98%
Merrill Lynch & Co.	MER	\$58,235.50	4.71	35.81%
Morgan Keegan Inc.	MOR	\$762.30	2.95	18.29%
Morgan S. Dean Witter	MWD	\$97,986.70	6.15	34.22%
Olympic Cascade Finl	OLY	\$8.40	1.05	20.00%
Paulson Capital	PLCC	\$16.40	0.65	47.24%
Raymond James Fin'l	RJF	\$1,811.00	3.24	24.33%
Schwab (Charles)	SCH	\$37,823.80	16.63	34.21%
Southwest Secs Group	SWS	\$442.90	1.52	34.32%
Stifel Financial Corp.	SF	\$79.10	1.34	16.75%

Mentre la relazione tra i rapporti prezzo / valore di libro e i return on equity è più debole per questo campione rispetto alle banche commerciali, i maggiori rapporti prezzo / valore di libro tendono ad accoppiarsi ad alti return on equity. Facendo la regressione si ottiene la seguente formula:

$$\text{Rapporto prezzo / valore di libro} = 0.1338 + 12.41 (\text{Return on Equity}) \quad R^2 = 20\%$$

$$(0.11) (2.40)$$

Utilizzando questa regressione si ottengono stime dei rapporti prezzo / valore di libro per ogni azienda del campione. Per esempio, il rapporto previsto per Merrill Lynch sarebbe:

$$\begin{aligned}\text{Rapporto prezzo / valore di libro previsto per Merrill Lynch} &= 0.1338 + 12.41 (0.3581) \\ &= 4.58\end{aligned}$$

Con un prezzo / valore di libro reale di 4.71, Merrill è vicina al prezzo giusto.

Problemi nella valutazione delle aziende di servizi finanziari

Fino a questo punto, abbiamo enfatizzato le similitudini tra le aziende di servizi finanziari e le altre aziende. In questa sezione, considereremo alcune problematiche particolari che nascono nel contesto della valutazione delle aziende finanziarie e come meglio incorporarle nel calcolo del valore.

Accantonamenti per perdite

Le banche e le compagnie di assicurazione accantonano spesso somme per bilanciare perdite future. Questi accantonamenti riducono l'utile netto del periodo corrente ma sono utilizzati per coprire perdite attese nei periodi futuri. Perciò, un accantonamento per crediti in sofferenza riduce il reddito della banca nel periodo corrente ma permette alla banca di coprire perdite su crediti quando queste si verificano. In generale, mentre le perdite correnti su crediti che vengono rilevate in ogni anno non corrispondono esattamente agli accantonamenti di quell'anno, gli accantonamenti cumulati nel tempo dovrebbero uguagliare le perdite su crediti cumulate nello stesso periodo. Se questo accade, gli accantonamenti attenuano le variazioni degli utili nel tempo, rendendoli più bassi dei veri utili negli anni in cui l'economia va bene – e i tassi di default sono più bassi – e più alti negli anni in cui l'economia va male – e i tassi di default sono più alti.

Ci può essere in ogni modo un problema, quando un'azienda mette da parte più (o meno) in accantonamenti di quanto si aspetti di perdere. Se si accantona troppo, il reddito netto sarà sottostimato e ciò abbasserà anche il return on equity e il tasso di ritenzione. Se la crescita attesa è il prodotto di questi due, il valore del patrimonio netto dell'azienda sarà

ridotto. Se si è accantonato troppo poco, il reddito netto sarà sovrastimato (almeno momentaneamente) e si potrebbe sovrastimare il valore del patrimonio netto. La soluzione più rapida a questo problema è guardare alle somme accantonate nel tempo e alle perdite effettive nel tempo. Se i numeri non corrispondono, gli accantonamenti dovrebbero essere stimati una seconda volta, basandosi sul tasso di perdite effettivo, e il reddito netto ridefinito. Per illustrare, se una banca accantona l'8% dei suoi prestiti in riserve per perdite su crediti, mentre il suo debt ratio è solo del 4%, il reddito netto dovrebbe essere ricalcolato utilizzando un 4% di accantonamenti per perdite su crediti. Questo aumenterà l'utile netto, il return on equity e il valore della banca. Il contrario accadrebbe se fosse stato accantonato troppo poco.

Rischio regolamentare e valore

Come abbiamo notato, le aziende di servizi finanziari sono più inclini alla regolamentazione. Questa regolamentazione può influenzare il rischio percepito di investire in queste aziende così come i cash flow attesi. Di conseguenza, dovrebbe influenzare anche il valore di queste aziende. Quando si valuta un'azienda di servizi finanziari utilizzando i modelli di sconto dei flussi di cassa, l'effetto della regolamentazione può essere espresso esplicitamente sia nel tasso di sconto che nei cash flow attesi nel futuro.

- Per incorporare il rischio di regolamentazione nel tasso di sconto abbiamo prima bisogno di decidere se tale rischio è diversificabile in un portafoglio. In genere sosteniamo che il rischio di regolamentazione sia diversificabile e non dovrebbe influenzare il tasso di sconto. In casi eccezionali, in cui le aziende finanziarie dominano il mercato e il rischio di regolamentazione è grande, il costo del capitale includerà un premio per questo rischio.

- E' il cash flow, a nostro modo di vedere, l'elemento nel quale le questioni regolamentari hanno l'impatto maggiore. Il tasso di crescita atteso, che deriva dal tasso di ritenzione e dal return on equity, sarà influenzato da restrizioni regolamentari su dove le aziende possono investire. Se le restrizioni sugli investimenti sono severe, per esempio le aziende di servizi finanziari possono essere destinate ad avere bassi return on equity nel futuro immediato, ciò influenzerà negativamente il loro valore.

Se utilizziamo modelli di valutazione relativa e confrontiamo aziende di servizi finanziari che operano sotto diversi regimi regolamentari, o perché sono di paesi diversi (banche europee e banche americane) o sono in business diversi (investment bank e banche commerciali), i multipli possono variare tra aziende a causa delle differenze di regolamentazione.

Mix di finanziamenti e valore

Quando si analizzano le aziende manifatturiere, si osserva l'effetto del cambiamento del mix di debito e patrimonio netto utilizzato dall'azienda per raccogliere risorse. Nel caso delle aziende di servizi finanziari, in generale non esaminiamo il problema del mix di finanziamenti per due ragioni. Una è la già menzionata difficoltà di definire e misurare il debito. L'altra è che le aziende finanziarie tendono ad usare tanto debito quanto se ne possono permettere, rendendo molto improbabile che siano significativamente sotto o sovraindebitate.

C'è però un rischio, che nasce dalle considerazioni regolamentari che determinano la scelta del mix di finanziamenti. I requisiti regolamentari sono spesso basati su valori contabili di debito e patrimonio e possono non essere sempre razionali. Ad esempio, se i coefficienti di patrimonializzazione sono decisi troppo bassi per portafogli prestiti

rischiosi, le banche che li rispettano potrebbero prestare troppo. Al contrario, le banche che non usano la loro capacità di indebitamento varranno meno delle banche che lo fanno. Ad ogni modo, se l'incapacità di usare la capacità di indebitamento è radicata nella regolamentazione che riguarda le banche, c'è poco da fare per sfruttarla.

Sussidi e Vincoli

In molti mercati, banche e compagnie di assicurazione operano in sistemi dai quali ottengono particolari benefici a causa di sussidi e di diritti esclusivi che gli sono garantiti, mentre allo stesso tempo sono costretti a fare investimenti a tassi inferiori a quello di mercato, considerati come investimenti socialmente utili. Sia i sussidi che gli investimenti nel sociale influenzano il valore e possono essere incorporati nei cash flow.

Il miglior approccio per includere l'effetto dei sussidi nella valutazione è di proiettare gli excess return o cash flow positivi attesi che saranno generati come conseguenza del sussidio o diritto esclusivo e di separare questi excess return dal resto della valutazione.

Lo stesso processo può essere ripetuto per gli investimenti di carattere sociale, sebbene l'effetto sia di solito negativo. Il valore attuale degli excess return negativi può essere calcolato e sottratto dal valore dell'azienda.

Ci sono due vantaggi nel separare il valore dei benefici dei sussidi e il costo degli investimenti sociali dal resto della valutazione. Il primo è che ci permette di fare specifiche assunzioni che si applicano solo a queste voci. Ad esempio, il sussidio che il governo garantisce si può attendere che duri e sia sicuro, nel qual caso, calcoleremmo il valore del sussidio utilizzando dieci anni di cash flow attesi e il tasso privo di rischio come tasso di sconto. Il secondo è che permette di determinare alle aziende se il tradeoff è favorevole per il valore, dal momento che gli investimenti sociali sono legati alla concessione di sussidi. In altre parole, una banca a cui è concesso un sussidio dal governo

in cambio di un'offerta di prestiti a tassi inferiori a quelli di mercato a piccole imprese, può scoprire che la perdita di valore associata all'ultima supera i benefici del sussidio.

Illustrazione 8: Valutazione dei Sussidi e degli investimenti sociali

Consideriamo la valutazione della State Bank of India dell'illustrazione 2. Negli ultimi tre decenni, la State Bank ha avuto speciali privilegi (entrata esclusiva in alcuni mercati) e responsabilità uniche (come prestare in settori rischiosi a tassi inferiori a quelli di mercato). Il valore della banca è accresciuto dal primo e ridotto dall'ultimo, e si può calcolare l'effetto sul valore di ognuno. Consideriamo ad esempio, l'effetto dell'esclusiva in alcuni mercati. Da solo, questo permetterebbe alla banca di ottenere excess return in questi mercati e il valore aggiunto sarà il valore attuale di questi excess return. Sull'altra faccia della medaglia, la richiesta che la banca presti a tassi inferiori a quelli di mercato, risulta in una perdita di valore che può essere calcolata come il valore attuale degli excess return negativi in questi mercati.

Assumiamo, ad esempio, che alla State Bank sia dato il diritto esclusivo di prestare denaro ad altre imprese del governo indiano e che la banca usi l'esclusiva per addebitare l'1% in più dell'interesse che il mercato avrebbe permesso in un ambiente competitivo. Se la banca ha 1 miliardo di rupie in prestiti a queste imprese, e il tasso di mercato adeguato per queste imprese è del 10%, il valore attuale degli excess return all'infinito può essere calcolato come segue:

$$\begin{aligned}\text{Valore attuale dei prestiti di un tasso superiore a quelli di mercato} &= 0.01 * 1000 / 0.10 \\ &= 100 \text{ milioni di rupie}\end{aligned}$$

Se ci si aspetta che l'esclusiva non sia perpetua, ma che scompaia dopo 10 anni, il valore attuale degli excess return sarà più basso e potrà essere calcolato come il valore attuale di una annualità su 10 anni.

Un valore simile può essere associato alla richiesta che la banca presti a tassi inferiori a quelli di mercato. Ad esempio, se a State Bank è richiesto di prestare 800 milioni di rupie a piccoli agricoltori all'8%, mentre il tasso di interesse di mercato per questi prestiti è del 14%, l'effetto sul valore di questa richiesta può essere calcolato nel seguente modo:

$$\begin{aligned}\text{Valore di prestiti a tassi inferiori a quelli di mercato} &= 800 \text{ milioni} * (0.08-0.14)/0.14 \\ &= 343 \text{ milioni di rupie.}\end{aligned}$$

Mentre questo valore è calcolato sull'assunzione che i tassi inferiori a quelli di mercato continuino all'infinito, l'analisi può anche essere modificata per consentire periodi più brevi.

Conclusioni

I principi base della valutazione si applicano nel caso delle aziende finanziarie tanto quanto per le altre aziende. Ci sono comunque alcuni aspetti relativi alle aziende finanziarie che possono influenzare il modo in cui sono valutate. Il primo è il debito, per un'azienda di servizi finanziari è difficile da definire e misurare, rendendo difficile stimare il valore dell'azienda o il costo del capitale.

Di conseguenza, è molto più semplice valutare direttamente il patrimonio netto, scontando i flussi di cassa disponibili per l'azionista al costo del patrimonio netto. Il secondo è che le spese per investimenti e il capitale circolante, che sono input richiesti per stimare i cash flow, sono spesso non facilmente stimabili nelle aziende di servizi finanziari. In realtà, gran parte del reinvestimento che avviene in queste imprese è classificato come spese operative. Per stimare i cash flow disponibili per l'azionista, perciò, dobbiamo usare o i dividendi (e assumere che quanto non è pagato come dividendo sia il reinvestimento) o modificare la nostra definizione di reinvestimento.

Anche se scegliamo di usare i multipli, ci imbattiamo in molte delle stesse problematiche. Le difficoltà associate alla definizione del debito rendono i multipli del patrimonio come il rapporto prezzo / utili o prezzo / valore di libro più adatti a confrontare aziende di servizi finanziari rispetto ai multipli sul valore. Nel fare questi confronti, dobbiamo controllare le differenze nei fondamentali – rischio, crescita, cash flow, qualità dei prestiti – che influenzano il valore.

Infine, anche considerazioni regolamentari e i vincoli gravano sulla valutazione delle aziende finanziarie. In alcuni casi, le restrizioni regolamentari sulla concorrenza permettono alle aziende di servizi finanziari di ottenere rendimenti in eccesso e aumentare il valore. In altri casi, le stesse autorità regolamentari possono restringere i rendimenti potenziali che un'azienda può avere evitando alle aziende di entrare in un mercato.