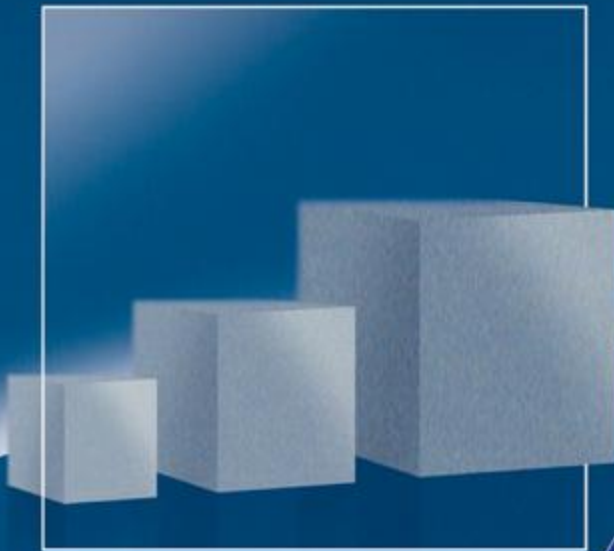


Jonathan Berk – Peter DeMarzo

FINANZA AZIENDALE 1

Edizione italiana a cura di
Daniela Venanzi



Capitolo 9

La valutazione delle azioni

Dividendi, investimenti e crescita

- Cosa determina il tasso di crescita (g)? Un modello:
 - Un'impresa può fare due cose con i propri utili:
 - non distribuirli e reinvestirli.
 - distribuirli agli investitori;
 - Tasso di distribuzione degli utili (*payout*) = d
 - La quota di utile che l'azienda distribuisce come dividendo ogni anno

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

Dividendi, investimenti e crescita (continua)

- Un modello (continua):
 - Supponendo che il numero di azioni in circolazione sia costante, l'azienda può fare due cose per aumentare i suoi dividendi:
 - aumentare gli utili;
 - aumentare il suo *payout*.
 - Posso aumentare entrambi? Se non posso, come scelgo la variabile su cui fare leva con l'obiettivo di massimizzare il prezzo dell'azione?

Dividendi, investimenti e crescita (continua)

- Un modello (continua):

variazione utili = nuovo investimento $\times$ rendimento del nuovo investimento

nuovo investimento = utili $\times$ tasso di ritenzione

- Tasso di ritenzione  **$t = (1-d)$**
 - Quota di utili correnti che l'impresa non distribuisce come dividendi e che viene reinvestita.

Dividendi, investimenti e crescita (continua)

- Un modello (continua):

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

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

- Se l'impresa mantiene il tasso di ritenzione costante, la crescita dei dividendi sarà uguale alla crescita degli utili.

Dividendi, investimenti e crescita (continua)

- Crescita profittevole e non profittevole
 - Se un'impresa vuole aumentare il prezzo delle sue azioni, deve ridurre i dividendi e investire di più, o deve invece aumentare i dividendi e investire di meno?
 - La risposta dipende dalla redditività degli investimenti dell'impresa.
 - *Tagliare i dividendi per aumentare gli investimenti farà crescere il prezzo delle azioni se e solo se i nuovi investimenti hanno un VAN positivo.*

Dividendi, investimenti e crescita (continua)

- Crescita profittevole e non profittevole (continua)
 - IMPRESA CHE NON CRESCE:
 - Considerate un'impresa che distribuisce il 100% dei suoi utili, cioè: $EPS_t = DIV_t$
 - Dato che $g = t * \text{rendimento nuovi investimenti}$, essendo $t = 0$, allora $g = 0$
 - Ipotizzando che $EPS_1 = \$10$ e che $r_e = 15\%$, allora
$$P_0 = \frac{10}{0,15} = \$66,66$$

Dividendi, investimenti e crescita (continua)

- Crescita profittevole e non profittevole (continua)
 - IMPRESA CHE CRESCE:
 - La stessa impresa, al tempo t_1 , intravede un'opportunità di investimento che comporta una spesa pari al 50% di EPS_1 , cioè \$5.
 - Per effetto dell'investimento, gli EPS degli anni successivi, a partire da EPS_2 , cresceranno di \$1 per sempre (l'investimento rende il 20%: $0,20 * \$5 = \$1$).
 - Il VAN di questo investimento di \$5 sarà: $VAN_1 = -5 + \frac{1}{0,15} = 1,66$

Dividendi, investimenti e crescita (continua)

- Crescita profittevole e non profittevole (continua)
 - IMPRESA CHE CRESCE (continua):
 - Al tempo t_2 , l' EPS_2 sarà \$11 (\$10 + \$1 di crescita per effetto dell'investimento fatto in t_1).
 - Reinvestendo sempre il 50% di EPS_2 , cioè \$5,5, con un rendimento del 20%, questo nuovo investimento produrrà un utile aggiuntivo di \$1,1 a partire da t_3 per sempre.
 - Il VAN di questo nuovo investimento sarà: $VAN_2 = -5,5 + \frac{1,1}{0,15} = 1,833$

Dividendi, investimenti e crescita (continua)

- Crescita profittevole e non profittevole (continua)
 - IMPRESA CHE CRESCE (continua):
 - Cosa si nota?
 - Il dividendo per azione (DIV) cresce al tasso del 10%
 - Questo tasso di crescita è esattamente pari a $g = 0,50 * 0,20 = 0,10$
 - I VAN crescono anche loro al tasso del 10%
 - Quanto vale questa impresa che cresce?
 - $P_0 = \frac{DIV_1}{r_e - g} = \frac{\$5}{0,15 - 0,10} = \$100$

Dividendi, investimenti e crescita (continua)

- Crescita profittevole e non profittevole (continua)
 - IMPRESA CHE CRESCE (continua):
 - $P_0(\text{con crescita}) - P_0(\text{senza crescita}) = \$100 - \$66,66 = \$33,33$
 - Dimostriamo che la differenza tra i due prezzi è proprio il valore attuale di tutti i VAN degli investimenti fatti in ogni anno (VANOC).
 - $$VANOC = \frac{VAN_1}{r_e - g} = \frac{\$1,66}{0,15 - 0,10} = \$33,33$$

Dividendi, investimenti e crescita (continua)

- Crescita profittevole e non profittevole (continua)
 - **IMPRESA CHE CRESCE (continua):**
 - In definitiva, va privilegiata la crescita, cioè g , al fine di far aumentare il prezzo delle azioni, solo se questa crescita è **PROFITTEVOLE**, cioè realizzata tramite investimenti a VAN positivo.
 - Il prezzo dell'azione sarà maggiore (rispetto all'assenza di crescita) di un importo pari al VANOC.
 - Viceversa, in caso di crescita **NON PROFITTEVOLE**, cioè realizzata tramite investimenti a VAN negativo, sarà preferibile distribuire dividendi e non reinvestire nulla in quanto il prezzo delle azioni sarebbe inferiore (rispetto all'ipotesi di non crescita) di un importo pari al VANOC (negativo, dato che faccio investimenti a VAN negativo).