

L' Earnings Power Value è una tecnica di valutazione diffusa da Bruce Greenwald, della Columbia University. E' una metodologia di analisi migliore per analizzare il valore di un'azienda rispetto ai modelli finanziari, che si basano prevalentemente su assunzioni di crescita incerte a causa dell'esigenza di proiettare i flussi su archi temporali molto lunghi..

Il concetto basilare dell'EPV è quello di basare il valore di un'azienda sul flusso di cassa attuale e non su proiezioni future che possono anche non realizzarsi. Questa tecnica di valutazione esclude il potenziale di crescita che potrebbe registrare l'azienda al fine di analizzarlo separatamente. Poiché la crescita futura è esclusa, vengono considerati solo gli investimenti necessari al mantenimento e manutenzione degli impianti in dotazione. Il predetto ammontare di investimenti viene dedotto dal reddito operativo.

Luxottica Group SpA's - Metodo di Valutazione basato sugli Utili correnti sostenibili:

(fonte www.gurufocus.com, llc, Valori in Milioni di dollari)

	Media ultimi 20 trimestri	Ultimo Trimestre
Ricavi	9,639	
DDA	493	
Margine Operativo in %	14.63	
Spese amm. E gestionali * 25%	1,223	
Tax Rate %	43.89	
Capex di mantenimento	429	
Circolante (escluso rimanenze)		847
Debito a breve termine		253
Debito a lungo termine		1,861
Azioni in circolazione (incluse stock option)		481

1. Si parte dagli utili escludendo gli aggiustamenti di carattere contabile (le voci di costo straordinarie non vengono escluse salvo che non si abbia una variazione delle politiche aziendali). per " Utili " si intendono gli " utili operativi "(EBIT).

2. Si analizzano i margini operativi medi tenendo conto degli andamenti stagionali; Il margine operativo Medio nella fattispecie = 14.6305% (*cfr. Dati Morningstar, The Financial Times Ltd*); per normalizzare i margini ed eliminarne gli effetti congiunturali, è consigliabile considerare una media di lungo periodo fino a 10 anni, includendo, altresì, un periodo in cui si è registrata una recessione economica. Per scopo meramente esemplificativo e didattico nell'esempio si considera una media su 5 anni.

3. Si moltiplica il margine medio per il fatturato sostenibile, rettificandolo, successivamente delle spese gestionali ed amministrative sostenute per finanziare lo sviluppo. Il risultato ci darà l'Ebit normalizzato. Infatti, Greenwald considera che parte delle spese amministrative e gestionali siano effettuate per mantenere in efficienza o sostituire gli " assets esistenti ", mentre, la restante parte viene utilizzata per finanziare la crescita.

Poiché l'EPV è interessato solo alle spese necessarie per mantenere l'attuale capacità reddituale, l'analista aggiungerà una percentuale tra il 15-50%, (la percentuale effettiva dalla conoscenza del settore specifico in cui opera l'azienda) per compensare il fatto che alcune spese gestionali ed amministrative abbiano finanziato lo sviluppo. Nell'esempio si considera il 25% del monte complessivo delle spese amministrative e gestionali, e si aggiungerà tale valore per ottenere l'Ebit Normalizzato.

Pertanto, avremo:

Ricavi Sostenibili 9638,80 Mil,

Margine Operativo Medio = 14.6305%,

Spese amministrative eccedenti = 1222.9454;

Ebit "Normalizzato" = Ricavi Sostenibili * Margine Operativo Medio + Spese amministrative; in termini numerici $9638.8058 * 14.6305\% + 1222.9454 = 2633.15088257$ Mil.

4. Si moltiplica, quindi, per 1 meno Tax rate Medio. Il Tax Rate Medio calcolato sarà pari al 43.8905%; pertanto, poiché l'Ebit Normalizzato è pari a \$2633.15088257 si otterrà che **l'Ebit "normalizzato" dopo le imposte** = "Norm." EBIT * (1 - Average Tax Rate) = $2633.15088257 * (1 - 43.8905\%) = \mathbf{\$1477.44779446}$ Mil.

5. Si aggiunge la quota di ammortamento eccedente la significatività economica per ottenere gli utili normalizzati, (l'aggiustamento potrà riguardare anche altri fattori) :

Calcolo dell'ammortamento eccedente (ipotesi) = ammontare ammortamento medio ultimi 5 anni X % ammortamento in eccesso al netto dell'effetto delle imposte. Quindi, $492.6207 * 0.5 * 43.8905\% = \108.106844167 Mil.

Utili Normalizzati = EBIT normalizzato al netto delle tasse + Ammontare Ammortamenti in eccesso = $1477.44779446 + 108.106844167 = \mathbf{\$1585.55463862}$ Mil.

6. Si Rettifica per tener conto del Capex di mantenimento. Lo stesso viene calcolato come differenza tra il Capex totale e quello stimato necessario a sostenere l'aumento del fatturato. Greenwald usa quindi un'approssimazione, d'altra parte, un'attenta lettura dei report aziendali ed i chiarimenti del management in occasione della due diligence potrebbero fornire dati più significativi. Il processo per arrivare al Capex di mantenimento, escludendo quello per lo sviluppo, si sviluppa calcolando l'incidenza del Capex medio sul fatturato, successivamente, si calcola l'incremento del fatturato. Moltiplicando l'incremento di quest'ultimo per la percentuale di incidenza del Capex, si ottiene un'approssimazione del Capex investito per sostenere lo sviluppo aziendale:

CAPEX medio di Mantenimento LUXOTTICA GROUP SPA = \$429.4325 Mil

7. Si stima il **costo medio ponderato del capitale di rischio**: WACC = 9%

8. Determinazione del circolante = \$847.425842697 Mil. e delle passività onerose come somma del debito a lungo termine e di quello a breve, quindi:

$$= 1860.54269663 + 252.739325843 = \$2113.28202247 \text{ Mil.}$$

9. Ammontare Azioni in circolazione = 481.377 Mil.

L' Earnings Power Value (EPV) per Luxottica Group spa si otterrà infine come segue:

EPV	=	Norm. Earnings	-	Maint. CAPEX	/	WACC	+	Circolante	-	Debiti Onerosi	/	N.Azioni
	=	1585.55	-	429.4325	/	9%	+	847.425842697	-	2113.28202247	/	481.377
)			
EPV	=	24.06										

Annotazioni ed Ipotesi di base:

- 1) Si assume che la redditività attuale dell'azienda venga mantenuta,
- 2) mentre si ipotizza l'assenza di crescita
- 3) si ipotizza un determinato costo del capitale
- 4) richiede diverse rettifiche contabili per ricavare l'utile normalizzato

Bibliografia:

- Greenwald B, *Basic Structure of Investment Process and Valuation*, Columbia Business School
- Greenwald B - Kahn J.-Sonkin P.- van Biema M., *Value Investing from Graham and Beyond*, Wiley Finance