

B2C E-CONTROLLING MAGAZINE



IN QUESTO NUMERO:

2010, Voltiamo Pagina
[pag. 2](#)

Finanza straordinaria: il progetto
di risanamento aziendale
[pag. 3](#)

La stima dei margini sulle
vendite
[pag. 14](#)

Il rendiconto finanziario
[pag. 17](#)

La prima rivista di e-controlling online
scritta e creata dagli utenti

2010, Voltiamo Pagina

L'anno che si è chiuso ha visto il mondo in ginocchio per questa catastrofe finanziaria che ha colpito tutti i settori dell'economia mondiale. La disoccupazione è salita in maniera vertiginosa, e tante persone hanno perso il loro posto di lavoro. Il 2010 si apre con segnali di un crollo che quantomeno si è arrestato. Il dato che più emerge è che qualche segnale di ripresa c'è, ed è tangibile. La situazione resta ancora caratterizzata da forte incertezza che non consente di fare previsioni certe e affidabili, in ogni caso il nuovo anno ci porta un certo ottimismo: oggi

possiamo guardare al futuro con un certo ottimismo. In questo scenario, rimane fondamentale per le imprese l'area del controllo finanziario: viene confermata come strategica proprio per affrontare al meglio la ripresa a cui tutti guardiamo. A chi giova questa situazione? Sicuramente i candidati con una *seniority* importante, provenienti dall'area del controllo di gestione e dal risk management, saranno gli interlocutori privilegiati sia degli head hunter, che degli HR delle Aziende. I settori che sono maggiormente in ripresa

e/o trainanti sono: l'energetico, il farmaceutico, l'alimentare, ed il chimico. Quindi cosa fare? Il mio consiglio è quello di eccellere sempre, e tendere alla totale soddisfazione dei vostri interessi: da un vero *work/life balance* si potranno ottenere risultati duraturi sulla vostra carriera. Il tutto sarà tangibile, da chi vi sta intorno. Occhio anche ai social network: nel futuro prossimo riserveranno davvero tante sorprese. Buon 2010: è ora di voltare pagina.

Domenico Marra
Account Manager Specialty
Randstad Italia S.p.A.

Finanza straordinaria: il progetto di risanamento aziendale

Crisi d'impresa, impostazione del processo di risanamento e analisi di un caso concreto

Alessandro Pelusi – Corporate Financial Advisor per Gemino Srl

Il concetto di “crisi” ha, da sempre, catalizzato l'attenzione di studiosi, economisti, manager, finanziari, politici, etc. Innumerevoli sono i contributi letterari in materia, diverse sono le interpretazioni elaborate dagli analisti, infinite le definizioni coniate per meglio rappresentare il concetto. Esiste una letteratura infinita sull'argomento, per cui, ad essa vi rimando per qualsivoglia approfondimento.

In un momento come quello attuale, invece, trovo costruttivo concentrarsi sulle possibili soluzioni che potrebbero essere implementate per superare difficili momenti congiunturali definiti “periodi di crisi”. Lungi da me qualsiasi invano tentativo di spiegare le fonti, le cause e le determinanti delle frequenti e regolari “crisi internazionali”; lontano da me anche l'idea di interpretare il “quadro macroeconomico” al fine di formulare improbabili ricette miracolose.

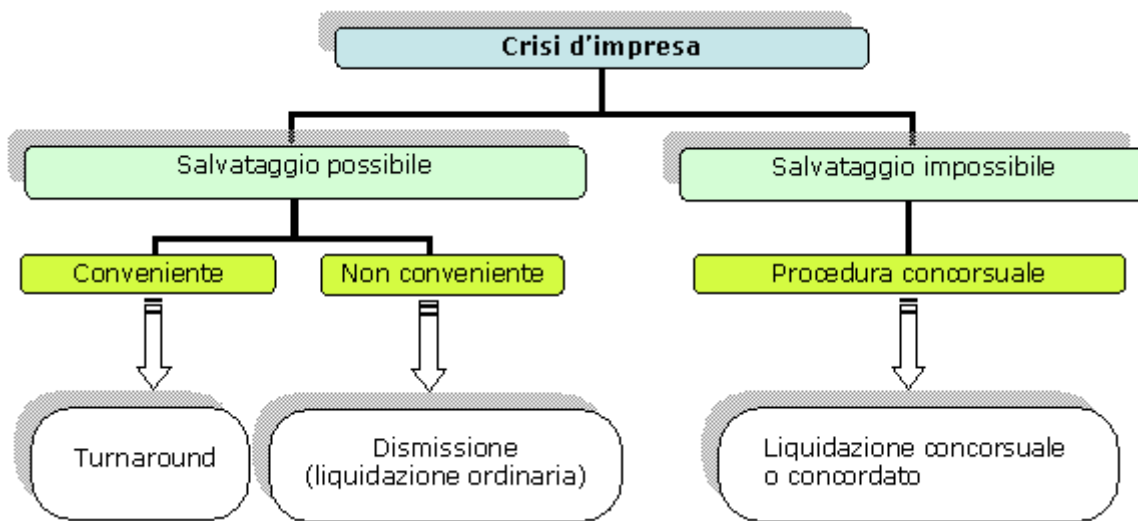
Questo articolo vuole prendere in considerazione l'ottica microeconomica nel senso letterale del termine; per cui, il focus principale è posizionato sulle imprese, o meglio, sulle tanto sbandierate PMI. In un periodo come quello attuale, infatti, non è utile (a parer mio) soffermarsi su banali e ridondanti concetti teorici afferenti le crisi aziendali, bensì approfondire ogni sforzo per cercare delle strade percorribili e funzionali al recupero di efficienza in grado di avviare un nuovo percorso di sviluppo e di crescita. Il punto di partenza, dunque, è racchiuso nel seguente quesito: “la mia azienda è in crisi, cosa posso fare per salvarla?”

Una volta accertato lo stato di crisi, è importante decidere se avviare un processo di risanamento oppure procedere, con il minore costo possibile, alla liquidazione dell'impresa. Non è detto, infatti, che tutte le crisi siano risolvibili e questo, chiaramente, dipende dalla natura della crisi stessa.

In particolare, qualora fosse prevedibile un salvataggio dell'impresa occorrerebbe stabilire la convenienza (attuazione del processo di *turnaround*) o meno (liquidazione ordinaria) dello stesso. Diversamente, nel caso di salvataggio impossibile dell'impresa, diventa inevitabile l'implementazione delle procedure concorsuali, con i relativi effetti che le stesse comportano sulla gestione del sistema vitale impresa.

La decisione di risanare un'impresa richiede adeguate competenze in quanto, essa dipende da una attenta e non agevole valutazione dei costi del processo di intervento. Quanto alla durata, invece, occorre tener conto di una serie di aspetti, quali: la dimensione e l'età dell'impresa; le caratteristiche della gravità della crisi; i tempi di approvvigionamento delle risorse necessarie per evitare la disgregazione dell'organismo in crisi; i tempi di formulazione delle strategie di superamento; il periodo necessario per implementare tale strategia.

Figura 1 – La crisi d'impresa e le decisioni attuabili



Condizione necessaria per avviare un processo di risanamento è la definizione di un progetto di risanamento da non confondere con il piano di risanamento. Infatti:

- *il progetto di risanamento* è un documento essenziale per qualificare le linee di intervento e quantificare i tempi e le risorse indispensabili per l'attuazione dello stesso.

- *il piano di risanamento*, invece, è la guida formale per l'attuazione degli interventi di correzione e di miglioramento della situazione in essere. Esso, al pari di qualsiasi altro piano, si pone degli obiettivi da raggiungere, delle politiche da attuare e delle risorse da impiegare secondo un orientamento adeguato alle cause da rimuovere; inoltre, potrà essere proiettato nel medio e lungo periodo, ma dovrà essere sempre negoziato con gli *stakeholders*, in particolare con i creditori ed i dipendenti. Il piano di risanamento si articola in tre fasi ognuna caratterizzata da una serie di interventi operativi:

1. *Avvio*. Riguarda una serie di interventi di urgenza, di approfondimento della situazione problematica e di verifica organizzativa. I principali interventi riguardano:

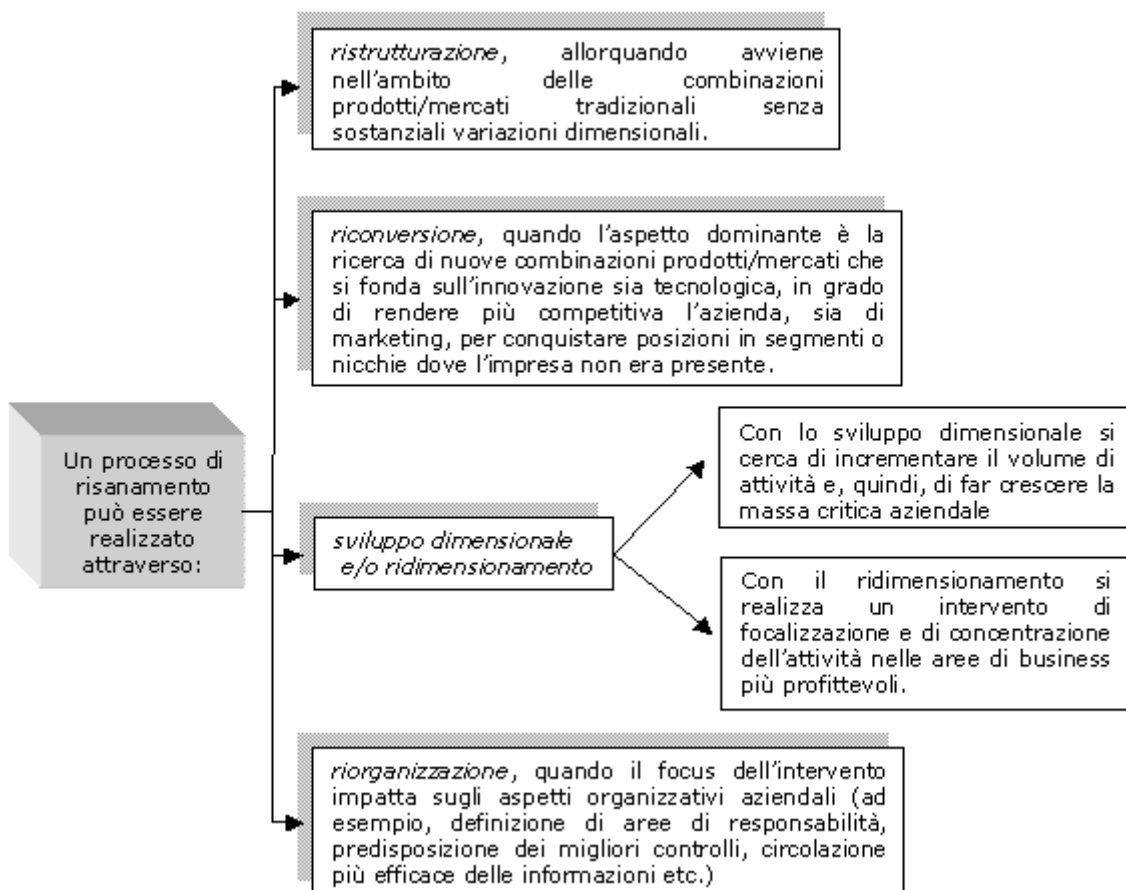
- la creazione del clima di fiducia in ordine alla realizzabilità del processo di risanamento;
- la ricostruzione di valori congeniali al superamento della crisi idonei a favorire la strategia di risanamento;
- il riequilibrio della situazione finanziaria;
- la riduzione ed eliminazione di costi superflui.

2. *Ristrutturazione*. Apporta modifiche alla combinazione produttiva in linea con la nuova filosofia di gestione. I principali interventi riguardano:

- la sostituzione delle risorse direttive ritenute inadatte a gestire la crisi;

- l'assunzione di nuove politiche studiate per migliorare l'efficienza e l'efficacia aziendale;
 - la modifica dell'assetto organizzativo con la creazione di strutture funzionali adatte a recepire i processi di risanamento e di sviluppo:
3. *Sviluppo*. Gestisce il processo di investimento necessario per consolidare, prima, e far crescer, poi, l'impresa. I principali interventi riguardano:
- il completamento della ristrutturazione mediante più cospicui investimenti organizzativi;
 - l'attuazione di politiche di incremento dei ricavi;
 - la ricostruzione del patrimonio degli *intangibile assets* necessario per massimizzare le opportunità di sviluppo aziendale.

Figura 2 – Le soluzioni operative del processo di risanamento

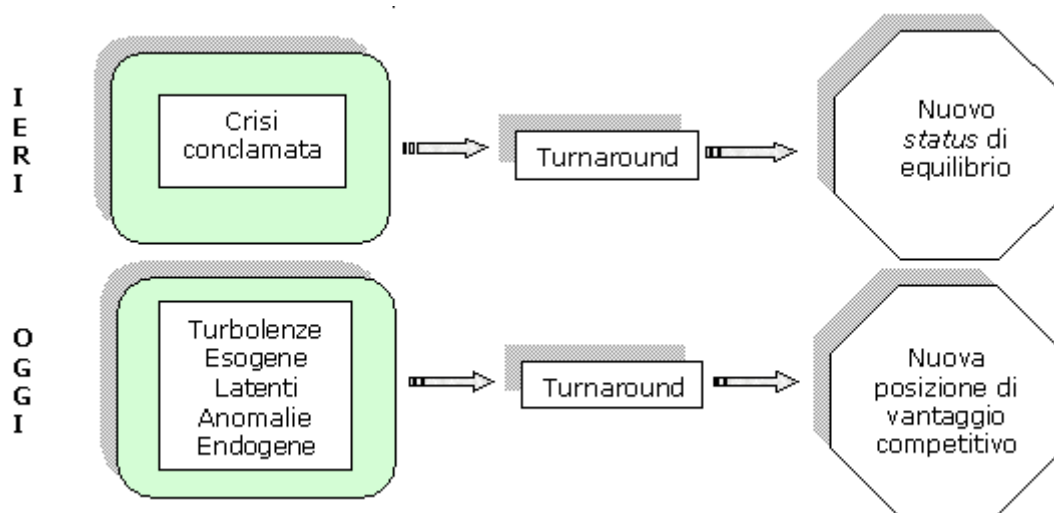


Coerentemente con la finalità del contributo qui esposto, si ritiene opportuno trattare la tematica più valida dal punto di vista costruttivo: salvataggio possibile e conveniente. In questi casi, si parla di "processo di *turnaround*".

Il *turnaround* è una specifica classe di ristrutturazioni aziendali inteso come espressione dei cambiamenti aziendali che si manifestano quando l'impresa si trova ad affrontare una crisi profonda o comunque un declino di *performance* economico-finanziarie che ne minaccia la sopravvivenza.

Il concetto di *turnaround* deve essere tenuto distinto da quello, più generale, di ristrutturazione dal quale differisce in modo sostanziale anche se spesso la stampa specializzata tende ad utilizzare indifferentemente i due termini come sinonimi. In effetti, il percorso di ristrutturazione può essere progettato ed attuato anche quando l'impresa non si trova necessariamente di fronte ad una crisi profonda, ma piuttosto ad un temporaneo periodo di difficoltà, oppure quando l'impresa, nella sua fase di crescita ed espansione, intende cercare o sfruttare nuove opportunità di *business*. Quando un'azienda si trova nella fase di maturità acuta del suo ciclo di vita, il *turnaround* rappresenta l'alternativa alla procedura concorsuale e quindi l'estrema *ratio* prima dell'ingresso in stato fallimentare. Il *turnaround* ha successo quando l'impresa è in grado di annullare la crisi di *performance*, mettere fine a ciò che minaccia la sua sopravvivenza e ottenere una redditività soddisfacente e duratura.

Figura 3 - Il *turnaround* tra correzione e prevenzione



Il concetto di *turnaround* ha subito una significativa evoluzione nel corso degli anni. In base ad una concezione classica, il *turnaround* è l'insieme delle azioni con le quali l'impresa, sotto la pressione del peggioramento prolungato dei risultati, cerca di superare il periodo di difficoltà e tornare alle prestazioni del periodo precedente ed eventualmente migliorarle. Quindi il *turnaround* si rende necessario ogni qualvolta l'impresa vive una situazione di declino o di crisi al fine di consentirle il conseguimento di una nuova posizione di equilibrio. Secondo una concezione più moderna, invece, il *turnaround* non è necessariamente correlato a situazioni di crisi o dissesto ma può verificarsi anche quando, di fronte ad analisi preventive, l'impresa si attiva per conservare nel tempo la propria vitalità. In altre parole, la concezione più evoluta del *turnaround* pone l'accento sull'atteggiamento proattivo dell'impresa nei confronti dell'ambiente in cui opera.

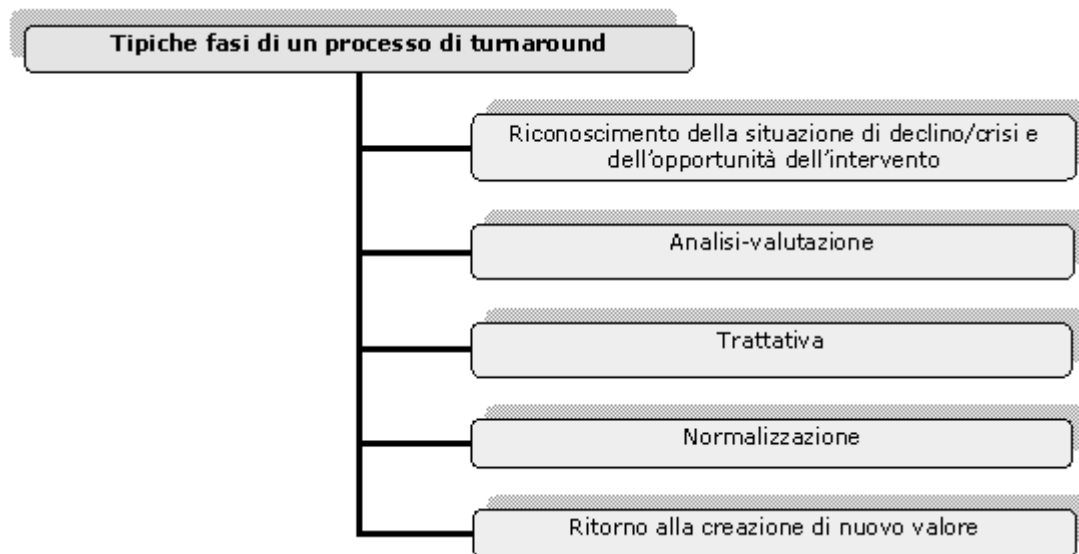
Il *turnaround* è un processo complesso che riguarda e coinvolge tutte le attività d'impresa e quindi una molteplicità di soggetti. Le principali fasi del processo di *turnaround* possono essere così sintetizzate:

- *riconoscimento della situazione di declino/crisi e dell'opportunità dell'intervento;*

- *analisi-valutazione* delle risorse da dedicare, della più opportuna strategia da perseguire, nonché della tempistica da imporre;

- *trattativa* con gli interlocutori al fine di creare, sia all'interno che all'esterno dell'impresa, un clima psicologico di fiducia nei confronti dell'operazione straordinaria che si sta per intraprendere;

Figura 4 - Le fasi del processo di *turnaround*



- *normalizzazione*, cioè concreta attuazione delle azioni decise e condivise attraverso interventi tesi alla risoluzione dei fattori causa della crisi di impresa. In particolare, le principali leve che l'impresa può decidere di attivare per realizzare una strategia di turnaround sono:

- La ristrutturazione,
- Il *Business Process Reengineering* (BPR),
- La riconversione,
- Il ridimensionamento ed il ricentraggio;

- *ritorno alla creazione di nuovo valore* cioè ritorno a nuovi e duraturi equilibri nonché ad una gestione creativa che consenta all'impresa di sopravvivere nel lungo periodo.

Tra le cause più comuni che impongono l'implementazione di processi di turnaround vi sono sia quelle di matrice interna, riconducibili a fattori specifici d'impresa, sia quelle di matrice esterna, distinte, a loro volta, in fattori macro-economici e fattori settoriali. Tuttavia, nella quasi totalità dei casi trattati, le prime sono assolutamente più frequenti delle seconde.

Nei momenti di crisi aziendale, le aziende avvertono la necessità di rielaborare le proprie strategie e, in particolare, di rivedere la propria struttura finanziaria. In tali situazioni, è interessante esaminare le specifiche modalità di finanziamento, che vanno ad aggiungersi a quelle classiche e

permettono all'azienda di attuare processi di ristrutturazione finanziaria. Nello specifico si distinguono tre macro-operazioni:

1. *Replacement capital*. Riguarda l'acquisto, da parte di un operatore specializzato in attività di *venture capital*, di azioni o quote societarie al fine di sostituire quella parte dell'azionariato che non è più interessata alla continuazione dell'attività aziendale. Grazie a questi interventi, quanti tra soci non sono interessati a strategie di lungo termine e di sviluppo hanno la possibilità di realizzare un guadagno e di uscire dalla compagine societaria lasciando liberi di operare quanti credono ancora nel futuro dell'impresa e sono pertanto disposti ad investire.

2. *Operazioni di buy-out/in*. Le operazioni di buy-out ricomprendono una serie di operazioni accomunate dal passaggio della proprietà dell'impresa. In particolare è possibile distinguere tra:

- *Management Buy-Out (MBO)*. Il management aziendale (MBO in senso proprio) o proveniente da imprese terze (Management buy-in) rileva la proprietà parziale o totale dell'impresa.

- *Leveraged Buy-Out (LBO)*. Si differenzia dalla precedente operazione non per il soggetto che organizza l'acquisizione, ma per le modalità con cui si realizza. Tale operazione, infatti, si realizza mediante l'impiego prevalente di capitali di terzi, limitando l'impegno finanziario del compratore ad una parte del prezzo. I capitali presi a prestito, a loro volta, dovranno essere rimborsati attraverso i flussi di cassa attivi prodotti dall'attività operativa della società stessa o attraverso la cessione di parte dei beni acquisiti (break-up). È del tutto evidente, peraltro, che laddove un'operazione del genere venga realizzata dai manager della stessa impresa o di altra impresa, l'operazione si configura come combinazione delle prime due, per cui si parlerà di leveraged management buy-out (LMBO). Nell'accezione teorica più corretta, viene definita LBO una qualsiasi acquisizione di impresa che lascia l'azienda acquisita con un rapporto di indebitamento più elevato di quanto non fosse prima dell'operazione di acquisto. Di conseguenza, l'operazione produce due eventi rilevanti e cioè il cambiamento di proprietà di un'impresa e la ristrutturazione delle passività della società oggetto della cessione.

Nella pratica è possibile riconoscere in un'operazione di LBO quattro fasi salienti schematizzabili come di seguito:

- creazione di una holding o *NewCo* da parte di soggetti imprenditoriali con apporto di mezzi finanziari;
- la *NewCo*, così creata, acquisisce risorse finanziarie a titolo di prestito da banche o altri intermediari in misura tale da poter procedere all'operazione di acquisizione dell'impresa target;
- avendo le risorse a disposizione, la *NewCo* procede all'acquisizione del controllo della società target;
- la *NewCo*, che ha al proprio attivo le partecipazioni della società target e al passivo i mezzi finanziari attivati per l'operazione, procede a fondersi con la società target stessa.

Il risultato è che il finanziamento erogato alla *NewCo* verrà a far parte delle passività di una società operativa e potrà quindi usufruire, in tutto o in parte, delle garanzie reali che questa sarà in grado di produrre. È utile precisare che non tutte le imprese si prestano ad essere oggetto di un LBO. Questa operazione, infatti, richiede che l'impresa target dimostri elevate e stabili capacità di

produzione di *cash flow* per poter ripagare i mezzi di terzi utilizzati per procedere all'acquisizione. Ne deriva quindi, che imprese operanti in mercati con un forte tasso di crescita o che offrono prodotti ad alta tecnologia non sono generalmente idonee a essere oggetto di un LBO. Il forte tasso di crescita, infatti, richiede generalmente ingenti investimenti in termini di capitale circolante e, inoltre, assorbe molti capitali per le spese di marketing e per l'ampliamento della capacità produttiva. Di conseguenza, sarebbe auspicabile che la società oggetto di un LBO operasse in un mercato maturo. È inoltre opportuno, anche se non indispensabile, che la società target ottimale presenti una situazione patrimoniale solida con prevalenza di immobilizzazioni materiali su quelle immateriali.

- *Workers Buy-Out*. Nell'operazione di *workers buy-out* il soggetto economico che opera l'acquisizione è rappresentato dai lavoratori dipendenti della stessa società oggetto dell'operazione.

3. *Turnaround financing*. Rappresenta una categoria generale di interventi promossi nelle ipotesi di tensioni economico-finanziarie se non addirittura di fallimento dell'impresa. In questi casi l'intervento di un investitore finanziario specializzato rappresenta spesso un efficace se non unico rimedio a situazioni che altrimenti sarebbero destinate a conclusioni gravose sia economicamente, sia socialmente. Grazie a tali operatori è possibile agevolare il recupero di situazioni deteriorate, anche a causa di cicli economici negativi, sostituendo chi, per diverse ragioni, non è più in grado di proseguire l'attività, con operatori finanziariamente solidi ed estremamente specializzati nel gestire situazioni altamente complesse e critiche.

Il progetto di risanamento: il caso Gruppo "Trasport"

Il problema

Il Gruppo "Trasport" opera nel settore del trasporto conto terzi e lavora in esclusiva con un grande gruppo internazionale, produttore e distributore di gas (ossigeno, azoto, argon, acetilene, etc.) e miscele di vario tipo. Il Gruppo "Trasport" è costituito da due entità giuridiche distinte:

- La XYZ Snc che si occupa del trasporto di bombole, gas liquefatti, miscele, etc. per conto del gruppo di cui sopra direttamente ai suoi clienti finali. La XYZ Snc svolge la propria attività in regime di esclusiva su tutto il Centro Italia.
- La ABC Srl, invece, si occupa del trasporto di bombole, gas liquefatti, miscele, etc. tra le varie filiali infragruppo ed, inoltre, svolge attività di agenzia (sempre per il gruppo internazionale) per la vendita di ossigeno gassoso necessario per l'ossigenoterapia domiciliare.

Il contesto finanziario in cui si è venuto a trovare il Gruppo "Trasport" è attualmente caratterizzato da una serie di criticità ereditate da scelte strategiche ed operative rivelatesi non efficienti dal punto di vista gestionale. Tali decisioni, perpetrate nel tempo, hanno compromesso la stabilità economica e finanziaria del gruppo il quale, consapevole della necessità di operare un cambiamento radicale, ha deciso di impegnarsi nell'implementazione di un profondo progetto di ristrutturazione imprenditoriale.

La situazione di difficoltà finanziaria in cui oggi vertono la XYZ Snc e la ABC Srl è figlia delle seguenti decisioni:

- La realizzazione degli spazi necessari per il rimessaggio merci e lo stoccaggio delle bombole che ha comportato il sostenimento di un investimento importante per l'attività;
- L'adeguamento non previsto della struttura produttiva dovuta ad un importante (ed imprevisto) aumento del fatturato successivamente rivelatosi non strutturale.

L'azione congiunta di tali fenomeni ha generato, come fisiologica conseguenza, la saturazione della capacità finanziaria delle due società compromettendone la normale operatività. L'assenza di una adeguata pianificazione economico – finanziaria, accompagnata da decisioni inefficienti in materia di politiche di investimento e finanziamento, hanno contribuito a determinare la situazione appena descritta.

Per la realizzazione della nuova piattaforma logistica, il *management* (famiglia Rossi) ha deciso di "fare leva" sulla casa di famiglia, procacciandosi circa 350.000 euro attraverso l'accensione di un mutuo personale garantito dall'immobile. Il progetto di realizzazione della piattaforma, però, si è rivelato molto più costoso (circa 800.000 euro) rispetto al preventivato e l'azienda ha dovuto drenare notevoli risorse dal "circolante" aziendale per coprire il fabbisogno incrementale generato dall'errata previsione.

Il conseguente adeguamento della struttura produttiva attraverso l'acquisto di nuovi mezzi di trasporto con la formula *Full Leasing* non ha fatto altro che peggiorare la situazione finanziaria del Gruppo attraverso un insopportabile *stress* sul *Cash Flow* prodotto; come inevitabile conseguenza si è registrato un aumento considerevole della tensione finanziaria globale del Gruppo con gravi ripercussioni sul *rating* andamentale per effetto di sconfini, ritardi di pagamento, rate di finanziamento non pagate, etc.

La soluzione

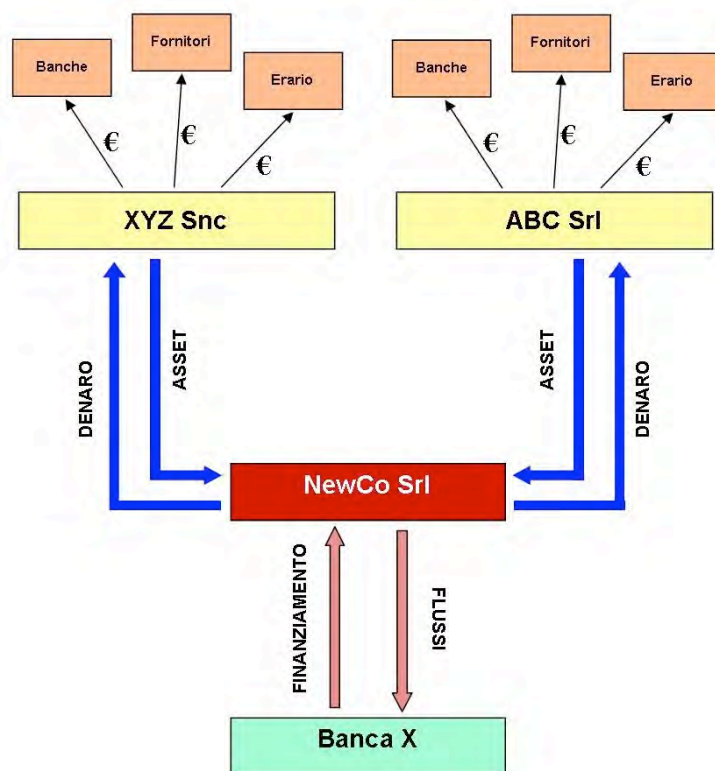
Per risolvere la situazione, la forma tecnica di intervento di finanza straordinaria prescelta è il *Leveraged Management Buy – Out (LMBO)* precedentemente descritta. Nell'operazione specifica, l'impostazione progettuale è stata impostata come illustrato nella **Figura 5**. Come spiegato in precedenza nella parte introduttiva dell'articolo, un'operazione di LMBO è una mezza via tra il *Leveraged Buy – Out (LBO)* ed il *Management Buy Out (MBO)*; esso, infatti, presenta le caratteristiche peculiari di entrambi gli interventi ed, in particolare:

- E' un'operazione che viene realizzata attraverso l'impiego di capitali di terzi;
- Non è previsto il *Change Management*, per cui la classe dirigente rimane la stessa.

In questo particolare caso, l'impossibilità di utilizzo di altre forme di intervento (acquisizione, fusione, cessione ramo di azienda, etc.) per effetto della compromessa situazione finanziaria (entrambe le società con rating R8 presso gli istituti finanziari), si impone la costituzione di un soggetto nuovo (*NewCo*) il quale diventa assoluto protagonista dell'implementazione progettuale. Come detto in precedenza ed illustrato nella **Figura 5**, la *NewCo* acquisisce risorse finanziarie sul mercato dei capitali attraverso il coinvolgimento di una o più banche "sponsor" dell'operazione e, successivamente, acquista gli *assets* (contratti, mezzi, personale, etc.) della XYZ Snc e della ABC Srl al valore di mercato (*fair value*). In questo modo, le due società si procacciano le risorse finanziarie necessarie per intavolare una trattativa con banche, erario e fornitori al fine di risolvere tutte le

pendenze mentre la NewCo ha tutti gli strumenti necessari per operare e produrre flussi di cassa necessari per la copertura del debito contratto con la banca/banche sponsor.

Figura 5 – Lo schema illustrativo dell’operazione straordinaria



L’implementazione progettuale

Per mettere in pratica il progetto di risanamento, è necessario costruire il piano finanziario di Start – Up della NewCo attraverso la stima degli impieghi necessari per l’acquisizione degli *assets* delle due società del Gruppo “Trasport”.

Figura 6 – il piano finanziario di Start – Up della NewCo

Voce		Importo	Voce		Importo
Immobilizzazioni materiali	€	225,000.00	Capitale Proprio	€	10,000.00
Immobilizzazione immateriali	€	120,000.00	PATRIMONIO NETTO	€	10,000.00
TOTALE ATTIVO IMMOBILIZZATO	€	355,000.00	Finanziamenti a m/l termine	€	450,000.00
Circolante	€	345,000.00	Finanziamenti a breve termine	€	240,000.00
TOTALE CAPITALE CIRCOLANTE	€	345,000.00	TOTALE PASSIVITA'	€	690,000.00
TOTALE IMPIEGHI	€	700.000,00	TOTALE FONTI	€	700.000,00

La **Figura 6** mostra la prima bozza di Stato Patrimoniale di Start – Up della NewCo. Tra gli impieghi, nelle immobilizzazioni vi sono macchine, mezzi, strutture e una valorizzazione arbitraria e funzionale alla quadratura del progetto di finanza straordinaria della cessione dei contratti (immobilizzazione immateriali). Il Circolante, invece, è stato stimato in base all’effettivo sbilanciamento del ciclo monetario (circa 75 gg) rispetto alle previsioni di fatturato per l’anno in corso.

Tra le Fonti, d’altro canto, è evidente la componente debitoria sia di breve che di lungo termine. Come si può notare, le fonti a m/l termine risultano superiori rispetto all’attivo immobilizzato e ciò, in realtà, potrebbe apparire scorretto da un punto di vista di pianificazione finanziaria; Il caso specifico, però, risulta caratterizzato da una situazione assolutamente critica dal punto di vista strettamente debitorio.

Il Gruppo “Trasport”, infatti, presenta, alla data di stesura del progetto di risanamento, notevoli esposizioni verso banche, fornitori, personale ed erario. E’ necessario, pertanto, consolidare tali posizioni attraverso un’unica operazione tanto ampia quanto concesso dalle banche; per la parte non coperta da nuovi finanziamenti, sarà necessario procedere all’avvio di una trattativa con le controparti per la costruzione di un adeguato piano di rientro.

L’analisi di fattibilità

La fattibilità dell’operazione di finanza straordinaria passa necessariamente dalla verifica della sua sostenibilità nel lungo termine; in particolare, bisogna analizzare la reale capacità di rimborso, da parte del Gruppo “Logistic”, del nuovo debito contratto, sia nella sua componente interessi, sia in quella capitale.

Figura 7 – il piano economico prospettico del Gruppo “Logistic”

	2009	2010	2011
RICAMI			
VALORE DELLA PRODUZIONE	1,167,707.76	1,226,093.15	1,348,502.46
COSTI			
Carburanti	315,281.10	331,045.15	364,095.66
Pedaggi	30,360.40	31,878.42	35,061.06
Manutenzioni	93,416.62	98,087.45	107,880.20
Assicurazioni	35,031.23	36,782.79	40,455.07
Leasing	134,153.36	110,033.04	96,498.24
Fitti Passivi	12,932.00	14,151.00	15,845.00
Oneri di Gestione	46,708.31	49,043.73	53,940.10
VALORE AGGIUNTO	499,824.74	555,071.56	634,727.12
Costo del Lavoro	331,500.00	341,445.00	351,688.35
MOL	168,324.74	213,626.56	283,038.77
Ammortamenti	35,031.23	36,782.79	40,455.07
MON	133,293.51	176,843.77	242,583.70
Interessi passivi a b t	18.000,00	18.900,00	20.786,00
Interessi passivi a m/l	24.688,00	21.490,00	18.102,00
UTILE PRIMA DELLE IMPOSTE	90.606,00	136.454,00	203.695,00
Imposte	34.430,00	51.852,00	77.404,00
UTILE NETTO	56.175,00	84.601,00	126.291,00

Per studiare dettagliatamente la capacità di rimborso del Gruppo “Logistic” è necessario costruire un piano economico prospettico che metta in luce la reale capacità di produrre reddito da parte dell’attività in questione. Il conto economico prospettico è illustrato nella **Figura 7**.

La verifica di sostenibilità finanziaria del progetto di risanamento, però, non può essere realizzata mediante una logica puramente economica; per valutare a pieno la fattibilità del piano, infatti, occorre adottare una logica finanziaria tesa a verificare la capacità di rimborso dei debiti contratti. Per questo, bisogna ricostruire il *Cash Flow* Reddituale con metodo indiretto e confrontarlo con la quota capitale dei debiti a scadenza¹ (m/l termine) senza considerare quelli a breve termine (che, per definizione, sono detti “auto liquidanti”).

Figura 8 – il piano economico prospettico del Gruppo “Logistic”

	2009	2010	2011
UTILE NETTO	56.175,00	84.601,00	126.291,00
Ammortamenti	35.031,23	36.782,79	40.455,07
CF GESTIONALE	91.206,23	121.383,79	166.745,07
q. capitale fin. m/l	53.681,60	56.879,25	60.267,37
Rapporto CF/rata	1.70	2.13	2.77

La **Figura 8** sopra illustrata mostra esattamente quanto detto in precedenza; come si evince chiaramente dalla sua attenta osservazione, il Cash Flow Gestionale realizzato dal Gruppo “Trasport” è pienamente sufficiente a ripagare il debito contratto con la banca sponsor. Il rapporto tra CF e quota capitale del finanziamento, infatti, supera abbondantemente quota 1, segno di ottima sostenibilità del progetto di risanamento.

¹ Nel caso specifico è stato preso in considerazione un mutuo dell’importo di 450.000,00 euro, durata 7 anni, tasso fisso pari al 5.8, spese istruttoria pratica 200 euro e spese incasso rata 2 euro.

La stima dei margini sulle vendite

Una volta effettuata una proiezione sulla crescita, e quindi sui ricavi futuri dell'impresa oggetto di analisi, è possibile stimare il margine operativo lordo (MOL) che può essere calcolato come differenza tra fatturato e costi operativi.

a cura di Evaluation.it - info@evaluation.it

Una volta effettuata una proiezione sulla crescita, e quindi sui ricavi futuri dell'impresa oggetto di analisi, è possibile stimare il margine operativo lordo (MOL) che può essere calcolato come differenza tra fatturato e costi operativi (materie prime, servizi e costo del lavoro):

$$\text{MOL} = \text{Fatturato} - \text{Costi operativi}$$

Invece di stimare direttamente i costi operativi è preferibile calcolare il MOL indirettamente, per mezzo della stima del rapporto MOL/Fatturato (detto anche margine sulle vendite o EBITDA margin); un rapporto MOL/Fatturato crescente indicherà quindi un aumento della redditività lorda delle vendite ed una diminuzione dell'incidenza dei costi operativi.

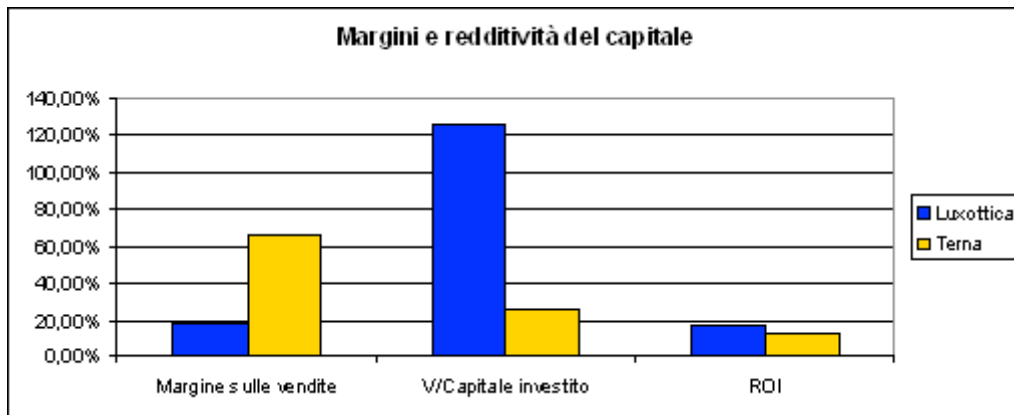
La stima del rapporto MOL/Fatturato è una delle più critiche dal momento che questo parametro è uno di quelli che influenzano maggiormente il valore finale dell'impresa; in aggiunta alle tecniche di previsione statistico/empiriche esaminate nell'articolo "Tecniche di previsione dei risultati futuri" a cui si rimanda è possibile basarsi su alcune considerazioni di carattere qualitativo mutuata dall'analisi di settore e delle forze competitive, in particolare:

- il margine sulle vendite è legato da un lato alle condizioni concorrenziali del settore nel quale l'impresa si trova ad operare (ciclo di vita, tasso di sviluppo, presenza di barriere all'entrata) dall'altro ai vantaggi competitivi specifici dell'impresa (vantaggi di costo e/o capacità di differenziare il prodotto rispetto ai concorrenti): la modifica di uno di questi fattori può determinare una sua variazione in positivo o negativo;
- le forze concorrenziali tendono nel tempo a ridurre i margini delle aziende, nel caso in cui questi siano molto positivi, la velocità di attuazione di questo processo dipende dalle barriere all'entrata nel settore e dai vantaggi competitivi di cui dispone l'impresa;
- il rapporto MOL/Fatturato tende ad avere maggiore variabilità nelle aziende più soggette al ciclo economico ed essere più stabile nelle utilities o nei settori protetti (si veda il caso 1);

Caso 1: Margine sulle vendite e ciclicità del business

Il rapporto tra MOL e Fatturato tende a seguire l'andamento del ciclo economico e le specifiche caratteristiche del settore di appartenenza (oltre alle azioni intraprese dall'impresa oggetto di analisi). Nel periodo 1998-2005 ST Microelectronics e Italcementi hanno avuto andamenti differenti per questo parametro: la prima ha visto una forte volatilità del rapporto che è passato dal 27,1% di inizio periodo al massimo di 38,1% del 2000 per tornare a scendere, con varie oscillazioni, al 24,6% del 2005, con variazioni medie annue che superano i 5 punti percentuali; la seconda ha registrato una maggiore stabilità con il margine sulle vendite che è rimasto in un intervallo di circa 5 punti percentuali (compreso tra il massimo di 26% del 2002 e il minimo di 22,7% del 2005) e con variazioni annue mai superiori a 1,5 punti percentuali. L'andamento dei

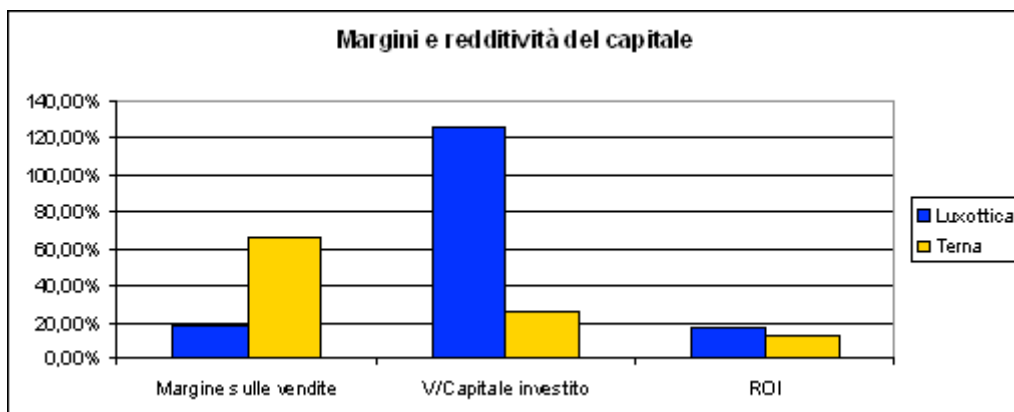
marginari di ST ha seguito l'andamento del mercato dei semiconduttori riflettendone le violente oscillazioni dei prezzi mentre quello di Italcementi è rappresentativo della maggiore stabilità del settore del cemento.



- in determinati casi (es. aziende in start up): è lecito attendersi un aumento dei margini lordi consistente e prolungato nel tempo ma questo percorso, ricavabile ad esempio nei piani strategici aziendali, deve essere attentamente monitorato per verificarne l'attendibilità e la fattibilità;
- infine è opportuno sottolineare come il rapporto MOL/Fatturato da solo non determini la redditività del capitale investito (ROI) ma vada considerato congiuntamente ad altri fattori strutturali: può quindi accadere che aziende con rapporto MOL/Fatturato elevato (ad esempio superiore al 50% come nel caso delle utilities) abbiano un ROI inferiore rispetto ad aziende con margini più contenuti ma una maggiore efficienza nell'impiego del capitale (si veda in proposito il caso 2).

Caso 2: Margini e redditività del capitale investito

Nell'anno 2005 Terna ha registrato un margine sulle vendite del 66,4%, oltre tre volte e mezzo quello di Luxottica che nello stesso esercizio ha avuto una marginalità del 18,1%. Nonostante queste premesse la redditività del capitale investito (Return on investments o ROI) della utility è stata inferiore a quella della multinazionale leader nel settore degli occhiali: ciò è dipeso dalla diversa efficienza nell'impiego del capitale, con il rapporto tra fatturato e capitale investito della prima che è stato circa un quinto di quello della seconda permettendo di investire le posizioni al momento della rilevazione del ROI.



In sintesi: il margine sulle vendite è il parametro cui vale la pena dedicare più tempo durante la previsione, utilizzando tutte le informazioni a disposizione e tutte le tecniche di analisi che si possono implementare; in assenza di informazioni l'utilizzo di un rapporto MOL/Fatturato pari a quello dell'ultimo anno (o ad una media degli ultimi anni) o in leggero calo può essere ritenuto l'unico coerente con i principi di prudenza che devono ispirare il processo di valutazione.

Il rendiconto finanziario

a cura di <http://analisifondamentale.investireoggi.it>

Lo scopo del rendiconto finanziario (documento ormai sempre presenti nei bilanci) è analizzare tutti i flussi di cassa (in inglese appunto “cash flow”) che sono avvenuti durante tutte le attività (operativa, d’investimento, finanziaria) di un’azienda in un determinato arco di tempo. E’ quindi differente dal conto economico in cui c’è solo un’analisi ricavi-costi e ciò che si vuole mettere in evidenza è l’utile netto finale di quell’anno, ma è anche differente a livello informativo dallo stato patrimoniale. Infatti lo stato patrimoniale evidenzia gli impieghi e le fonti di finanziamento riferiti alla data di bilancio (in genere la data di chiusura dell’esercizio). Il rendiconto finanziario, invece, mostra le variazioni intervenute negli impieghi e nelle fonti in un certo intervallo di tempo (in genere tra due esercizi successivi) e le cause di tali variazioni.

Gli obiettivi quindi che si vogliono ottenere dal rendiconto finanziario sono:

1. Conoscere per effetto di quali cause è variata la situazione patrimoniale dell’impresa rispetto alla chiusura dell’esercizio precedente
2. Esplicitare le modalità di reperimento delle risorse finanziarie
3. Esplicitare le modalità di utilizzo delle risorse finanziarie
4. Evidenziare le correlazioni esistenti tra le singole categorie di fonte e le singole categorie di impieghi
5. Determinare le incidenze percentuali delle fonti e degli impieghi di risorse sul totale delle medesime.

A questo punto vediamo in pratica cosa c’è nel rendiconto finanziario.

Si parte dal rendiconto dell’attività operativa, per dall’Ebit (per sapere cos’è cliccate su questo piccolo vademecum dei bilanci) a cui si sottraggono le tasse e si sommano gli ammortamenti e gli accantonamenti, otteniamo così il Cash Flow Operativo (o da attività operativa, quello utilizzato nel multiplo Price/Cash Flow):

EBIT (Utile Operativo) –

Tasse +

Ammortamenti +

Accantonamenti =

Cash Flow Operativo

A questo punto nel rendiconto viene evidenziato il flusso di cassa derivante da attività di investimento e disinvestimento e quello dovuto alla variazione del capitale circolante netto (Attività Correnti – Passività Correnti) e così otteniamo (facendo cash flow operativo – investimenti + disinvestimenti \pm Variazioni CCN) il cosiddetto Unlevered Free Cash Flow:

Cash Flow Operativo –

Flussi per attività d'investimento +

Flussi per attività di disinvestimento \pm

Variazioni Capitale Circolante =

Unlevered Free Cash Flow

A questo punto manca il cash flow proveniente da attività di finanziamento e a partire dall'Unlevered Free Cash Flow dobbiamo fare questi passaggi:

Unlevered Free Cash Flow –

Distribuzione Dividendi \pm

Riacquisto/Vendita Azioni Proprie \pm

Incremento/Decremento Debito =

Flusso di Cassa Effettivo del periodo considerato

Quest'ultimo flusso di cassa se positivo va sommato alle precedenti disponibilità liquide (cassa + depositi e conti correnti), mentre se negativo va ovviamente sottratto.

Avremo quindi alla fine di tutto il rendiconto finanziario l'effettivo incremento/decremento della cassa societaria. Lo studio di questi flussi di cassa e soprattutto nella capacità di generarli è alla base dei metodi valutativi quali il Discounted Cash Flow, che decisamente più in là vedremo, ma nel quale sostanzialmente si ipotizzano dei determinati flussi di cassa per gli anni futuri (in genere si usa l'Unlevered Cash Flow), li si scontano ad un determinato tasso (in genere il WACC) e dopo averli sommati al patrimonio netto, si otterrà il valore societario complessivo attualizzato, basterà quindi poi dividerlo per il numero di azioni in circolazione, per ottenere il prezzo teorico di una singola azione. Comunque ripeto, lo vedremo nel tempo in maniera più approfondita e comunque sono il primo a crederci fino ad un certo punto!