Analisi critica del piano di investimento: le proiezioni economiche

PRICEWATERHOUSECOOPERS

di **Guidalberto Gagliardi** PriceWaterhouseCoopers Transaction Services

Nel caso di fusione, acquisizione o altra operazione di finanza straordinaria il business plan rappresenta uno strumento fondamentale ai fini della progettazione e realizzazione dell'operazione stessa per l'investitore finanziario, i consulenti e le banche.

Il business plan: formalizzazione delle attese e degli obiettivi del management

Molte imprese hanno adottato sistemi di pianificazione ad ampio respiro, integrati con il più generale sistema di programmazione e controllo e volti all'elaborazione dettagliata della strategia che s'intende perseguire, alla definizione delle responsabilità in vista del raggiungimento degli obiettivi aziendali, all'allocazione delle risorse necessarie ed al controllo del grado di raggiungimento degli obiettivi desiderati.
Quando l'impresa diviene oggetto (o soggetto) di operazioni di finanza straordinaria, i piani d'azienda, aventi un orizzonte di tre o cinque anni, assumono un'ulteriore speciale valenza; essi diventano, infatti, la base sulla quale l'investitore finanziario, i consulenti e le banche fondano la progettazione, l'esame, il finanziamento, l'implementazione e la gestione dell'operazione.
Il documento consegnato agli investitori viene talvolta appositamente integrato con informazioni sulla situazione macroeconomica e sui trend attesi, sull'ambiente competitivo in cui l'impresa si muove e sulle sue evoluzioni, oltre che sull'assetto strategico dell'impresa (prodotti, mercati, organizzazione, impianti...). Nei casi di nuove imprese (o di nuove iniziative imprenditoriali poste in essere da imprese esistenti), tutto il documento viene realizzato ad hoc nella forma del cosiddetto business plan.

Il business plan secondo l'investitore

Gli investitori specializzati in interventi a sostegno di semplici idee imprenditoriali (*seed financing*) o, al più, d'imprese in fase d'avvio (*venture capital*) mostrano, talvolta, poco interesse per il business plan, o almeno per le sue componenti finanziarie, in quanto ritengono che l'attenzione debba essere concentrata sulle persone che scrivono il piano piuttosto che sui numeri che questo contiene. Un siffatto approccio è abbastanza ragionevole per la categoria d'operatori in parola, in quanto costoro hanno a che fare solo con nuove iniziative, in relazione alle quali non vi è possibilità di verificare la capacità mostrata in passato di trasferire nella pratica quotidiana le strategie pianificate. Come ha scritto il *venture capitalist* Arthur Rock su Harvard Business Review: «Strategy is easy, but tactics - the day-to-day and month-to-month decisions required to manage a business - are hard».
Prescindendo dalle situazioni di *venture capital*, nelle quali il business plan è d'altronde il principale «biglietto da visita» dell'iniziativa ed anche l'unico segnale esteriore della sua esistenza, gli investitori istituzionali ricevono il piano aziendale dopo avere già analizzato l'impresa sulla base d'informazioni competitive e finanziarie disponibili pubblicamente (bilanci approvati, sito internet della società, ricerche di mercato generiche o commissionate ad hoc, informazioni commerciali, rassegne stampa, prospetti informativi, analisi finanziarie...). Gli investitori, spesso, hanno anche già intervistato uno o più manager o soci della società.
Quando perviene loro il business plan di un'impresa in esercizio, gli investitori si sono quindi già formati una prima idea su quest'ultima e sul contesto competitivo nel quale essa si muove. Non per questo il piano è superfluo; esso è anzi lo strumento fondamentale per valutare l'impresa, strutturare il *deal* (a livello di variabili societarie, finanziarie, fiscali e contrattuali) e programmare i tempi e le modalità di conclusione dell'intervento (si consideri che quest'ultimo, in quanto realizzato da un investitore finanziario, è per sua natura temporaneo). Il piano è inoltre il documento sul quale si fonderà in gran parte la valutazione delle performance dei manager che lo hanno originariamente redatto e deliberato.

A dispetto della profondità e della qualità dell'analisi preliminare, l'esame del piano previsionale non è semplice anche nei casi in cui si abbia a che fare con imprese con un passato consolidato. L'investitore si trova nella scomoda situazione di dover comprendere ed esaminare il piano, ripercorrendo e ripetendo il processo di pianificazione in un tempo minore e con un «set informativo» meno completo. In taluni casi, poi, l'investitore non può contare sulla collaborazione dei manager della società (tipico ma non isolato è il caso della privatizzazione di società pubbliche mediante un processo d'asta) o sull'affidabilità delle informazioni che costoro forniscono (tipico è il caso di *take-over* ostili).

L'investitore solitamente applica al piano le metodologie dell'analisi verticale (sui dati di contabilità gestionale) e del benchmarking orizzontale, su dati derivanti dai bilanci ufficiali.

L'investitore deve fare leva sui dati raccolti nelle precedenti fasi del processo d'indagine su quanto riesce ad assorbire negli incontri con il management della società, sulla propria esperienza generale e specifica sul settore in cui il target opera. Gli investitori spesso si avvalgono dell'assistenza di consulenti che li aiutano nell'analisi preliminare e, se l'operazione ha seguito, nella verifica critica del piano. In questo senso vanno le moderne *due diligence* che, da un lavoro di verifica contabile, stanno assumendo un ruolo di supporto decisionale, includendo analisi sull'efficacia della pianificazione del target, sulla «qualità dei redditi», sulla sostenibilità dei flussi di cassa prospettici, sulla sensitività delle grandezze rilevanti ed anche sull'affidabilità delle ricerche di mercato disponibili.

L'analisi delle proiezioni finanziarie prevede che l'investitore ed i suoi consulenti si preoccupino di (Tavola 1):

- comprendere e valutare il processo di pianificazione che ha originato il piano;
- estrapolare e interpretare le assunzioni sulle quali il management ha elaborato il piano;
- identificare e stimare i fattori che possono influenzare maggiormente i risultati futuri;
- considerare se tutti i fattori siano stati identificati e quantificare l'impatto di quelli che siano stati ritenuti potenziali punti di debolezza;
- valutare la sostenibilità delle assunzioni in termini di coerenza interna, congruenza con l'esperienza storica e con indicazioni tratte da fonti esterne affidabili in merito ad eventi e circostanze future;
- verificare il modello, eventualmente ricostruendolo;
- elaborare, ove necessario, degli scenari macro e micro alternativi.

L'investitore ed i suoi consulenti applicano di frequente al piano le metodologie dell'analisi verticale (coerenza delle assunzioni rispetto ai risultati storici del target ed ai trend che questi evidenziano) e del *benchmarking* orizzontale (coerenza delle assunzioni rispetto ai dati evidenziati dalle società appartenenti al *peer group*, vale a dire ai concorrenti comparabili). L'analisi deve essere, ove possibile, condotta su dati omogenei, quali quelli desunti dalla contabilità di gestione per l'analisi verticale e quelli estratti dai bilanci ufficiali per il confronto con i concorrenti.

L'analisi probabilistica e quella multi-scenario consentono poi di stimare la sensibilità dei risultati economico-finanziari alle variazioni di condizioni esogene (congiuntura, domanda, tassi d'interesse, cambi, prezzi delle materie prime...) ed endogene (efficienza tecnica, prezzi di vendita, volumi...) rispetto all'impresa ed all'operazione.

Se i tempi per l'esame del piano sono particolarmente ridotti, l'investitore cerca perlomeno di identificare gli elementi economici e patrimoniali fondamentali (definiti in funzione dell'attività del target, ma anche degli obiettivi dell'investitore in termini di ritorno e d'uscita), simulando l'impatto su questi di variazioni drammatiche delle principali assunzioni del piano (*stress-testing*).

Questione tutt'altro che secondaria, nel caso di operazioni che coinvolgono soggetti di diversi Paesi, è la definizione dei principi contabili adottati nel piano e nella futura «reportistica»: in casi tutt'altro che infrequenti accade che i finanziatori si attendano piani e consuntivi redatti secondo i principi contabili cui sono abituati (e su questi basano gran parte dei *covenant* degli affidamenti), mentre gli investitori ragionano secondo principi internazionali e la capogruppo target, a sua volta, impiega quelli del Paese ove ha sede. Per economia di sforzi è opportuno che l'investitore coinvolga quanto prima gli altri partner dell'operazione nella scelta di un approccio contabile comune o che, in ogni caso, preveda un sistema di pianificazione e consuntivazione abbastanza flessibile da consentire una *reportistica* specifica per le esigenze dei diversi *stakeholder*.

Per questioni di brevità il presente lavoro si concentra sull'esame delle previsioni economico-finanziarie, prescindendo dall'illustrazione delle procedure per la verifica delle assunzioni relative al contesto macroeconomico e strategico dell'impresa target. Si noti, peraltro, che tale verifica è di primaria importanza e che costituisce sovente la base per l'analisi critica delle assunzioni sottostanti ai dati numerici sui quali in questa sede concentreremo l'attenzione.

Fonti di informazione e proiezioni finanziarie

Esiste una serie di possibili fonti utili a validare le assunzioni sottostanti le proiezioni finanziarie, costituite dalla:

- comparazione tra i risultati previsti e quelli effettivi dell'ultimo triennio e per l'esercizio in corso;
- comparazione tra proiezioni effettuate in passato

con riferimento al medesimo arco temporale di quelle in esame e risultati conseguiti;
• ultimo stato patrimoniale verificato da un revisore indipendente, inclusivo di valutazione di attività e passività, che costituisca la base sulla quale sono state costruite le proiezioni;
• minute delle riunioni del Consiglio di Amministrazione e di eventuali comitati di pianificazione;
• intervista con i soggetti coinvolti nella preparazione del piano;
• nel caso in cui nel periodo coperto dal piano si preveda il lancio o l'avvio di nuovi prodotti o iniziati-

Tavola 1 • Esempio di check-list per l'analisi complessiva del piano

	Si	No	Commenti
Avete ottenuto le proiezioni su conti economici, stati patrimoniali e cash flow, se possibile comprensivi di un caso ottimistico ed uno pessimistico?			
Nel caso non siano disponibili proiezioni, avete sviluppato delle previsioni sulla base del proseguimento del trend storico, delle condizioni del settore e degli altri fattori noti?			
Il modello include: • conti economici, stati patrimoniali e rendiconti finanziari degli ultimi esercizi (se possibile due più quello appena concluso)? • conti economici, stati patrimoniali e rendiconti finanziari attesi per i prossimi 3/5 anni? • conti economici, stati patrimoniali e rendiconti finanziari mensili (o, in caso di minore ciclicità dell'attività del target, trimestrali) per i primi 12/24 mesi di piano? • l'esposizione in forma scritta e dettagliata delle assunzioni? • dati sufficienti per riflettere gli andamenti ciclici e stagionali? • le prestazioni di singoli gruppi di prodotti o aree d'affari?			
Le assunzioni del modello includono: • corrette e realistiche assunzioni in merito all'inflazione attesa? • gli sconti commerciali? • i tassi di crescita/declino per tutte le aree chiave (vendite, costi, circolante)? • i dettagli dei risparmi di costo previsti? • gli investimenti in capitale fisso ed i relativi ammortamenti? • i dettagli in merito ad eventuali elementi non ricorrenti?			
Avete sottoposto le proiezioni alle stesse analisi per indici applicate ai risultati storici e determinato se le relazioni siano ragionevoli?			
Avete rivisto le proiezioni di flussi di cassa (o sviluppate se non disponibili) al fine di determinare se sono stati considerati in modo appropriato gli investimenti in circolante e nuovi impianti ed il rimborso di debiti in scadenza?			
Avete tenuto conto degli effetti di transazioni intragruppo?			
Avete compreso: • il processo di pianificazione? • quale sia l'atteggiamento dell'impresa nei confronti del processo di pianificazione, a medio termine ed annuale? • se i piani, il *budgeting* ed il *reporting* sono integrati affinché le effettive performance siano registrate nelle stesse modalità e con le medesime assunzioni con le quali i budget vengono preparati? • se il budget viene aggiornato regolarmente? • se i piani ed i budget sono effettivi strumenti di gestione e gli obiettivi sono descritti in modo che il loro raggiungimento possa essere verificato? • se i dati effettivi vengono comparati ai budget e viene impiegato una procedura formale per documentare e spiegare gli scostamenti? • se la società ha una storia di conseguimento degli obiettivi?			
I risultati previsti sembrano ragionevoli alla luce di: • andamento storico? • situazione del settore? • risposta dei concorrenti alle strategie del target? • rischi della transizione? • sviluppi tecnologici? • ciclo di vita del prodotto? • novità fiscali?			

ve, il grado di successo conseguito in passato con riferimento a progetti analoghi;
• analisi del mercato in cui l'impresa opera, realizzata da un terzo indipendente;
• termini e condizioni dei principali contratti sottoscritti con fornitori e clienti e stima della probabilità che tali accordi siano validi anche in futuro (si presti particolare attenzione a clausole di rescissione legate al cambio di proprietà di uno dei contraenti).

L'analisi dei conti economici previsionali tende a concentrarsi sull'attività caratteristica ma investe anche la specifica documentazione a supporto di singole significative transazioni, nonché di eventi non usuali.

L'analisi delle previsioni reddituali

Secondo l'ottica dell'investitore finanziario, le grandezze chiave del conto economico previsionale sono di solito:
• il margine lordo;
• il risultato operativo al lordo dei componenti finanziari e fiscali di reddito (EBIT);
• il risultato operativo al lordo dei componenti finanziari e fiscali di reddito e di ammortamenti ed accantonamenti (EBITDA).

L'esame critico delle previsioni in merito a tali risultati prende le mosse dalla ricostruzione di conti economici storici che prescindano da fenomeni distorsivi o non ricorrenti. Per semplicità tale analisi viene di solito limitata all'attività caratteristica, consentendo di ottenere un EBIT (o un EBITDA) aggiustato. La percentualizzazione del conto economico e l'evidenziazione dei tassi di variazione periodali e medi (si utilizza spesso il *CAGR*, *compound annual growth rate*) consente di meglio apprezzare l'affidabilità delle stime inserite nel conto economico previsionale.

Compatibilmente con i tempi dell'operazione, l'analisi prosegue sulle singole voci di ricavo e di costo, con un'attenzione particolare a quelle più rilevanti in termini di valori assoluti e relativi, nonché a quelle storicamente più importanti per l'impresa target ed il settore in cui opera (si fa spesso riferimento a criteri empirici quali, ad esempio, le vendite per metro quadro nella G.D. o il numero di visitatori unici/utenti registrati per le imprese che gestiscono siti Internet).

Le prime assunzioni ad essere indagate sono quindi quelle relative e volumi, mix e prezzi di vendita. Viene effettuato un confronto tra il trend storico e quello previsto in termini di tasso di crescita, tenendo conto del differenziale d'inflazione e delle previsioni sulla domanda, sulla quota di mercato, nonché sulla dinamica della concorrenza. La disponibilità di accurate ricerche di mercato è fondamentale per l'apprezzamento delle previsioni sul giro d'affari.

Le domande che ci si può porre nell'analisi delle previsioni del giro d'affari sono:
• quali sono le principali ragioni in base alle quali sono stati previsti incrementi o riduzioni del fatturato?
• nel processo di *budgeting* le previsioni di vendita sono basate su una reale valutazione del mercato piuttosto che su una crescita percentuale?
• l'andamento dell'attività ha uno sviluppo regolare o volatile?
• ci si aspettano cambiamenti nel mercato o nella concorrenza?
• nel caso in cui ci siano ricavi significativi da fonti esterne all'attività ordinaria o da soggetti collegati all'impresa o alla sua attuale proprietà, tali proventi sono ragionevoli e quale è la loro probabilità prospettica?
• ci sono prove adeguate a supporto delle previste variazioni di volume?
• l'impresa si attende variazioni della quota di mercato?
• quale è il livello di ordini/commesse in portafoglio?
• l'andamento attuale delle vendite è coerente con quanto previsto nel budget?
• ci si attende un incremento o una diminuzione degli ordini dai maggiori clienti?
• ci si attendono innovazioni che possano ridurre la domanda per i prodotti attuali?
• le reti di vendita e di distribuzione sono adeguate a supportare il previsto livello di fatturato?
• quali variazioni di prezzo sono state ipotizzate?
• ci si attende che gli effetti della concorrenza sui prezzi siano maggiori o inferiori rispetto al passato?
• la società si attende un incremento o una riduzione dei margini?
• sono stati considerati sconti e resi?
• sono state considerate eventuali variazioni nei cambi valutari ed il loro impatto sui ricavi e sull'assetto competitivo?

La previsione dei prezzi-costo, del mix e dei volumi di materie prime da acquistare è strettamente connessa alle attese, in termini di vendite ed all'efficienza tecnica. Per tale componente vengono quindi condotte le medesime analisi previste per il giro d'affari, che risultano completate da investigazioni tecniche in merito all'efficienza storica e prospettica (tale indagine è più semplice, ad esempio, per le imprese che adottano produzioni per processo come quelle petrolchimiche). Il grado di sostituibilità di una materia prima e/o dei suoi fornitori determina il livello di attenzione da porre nell'analisi.

Strettamente connesso con il costo degli acquisti è il tema delle lavorazioni esterne: valgono le considerazioni già sviluppate pur suggerendo un'accortezza particolare nella verifica del potere commerciale relativo dei subfornitori.

L'interazione tra ricavi di vendita e costo del venduto conduce al primo degli elementi di conto economico che tipicamente interessano l'investitore: il margine lordo. L'esame della dinamica di tale risultato parziale consente di apprezzare sinteticamente la qualità del piano con riferimento alle relative determinanti.

L'analisi continua addentrandosi nelle poste relative al costo del lavoro, relativamente alle quali si intende verificare la correttezza delle stime relative al numero di dipendenti (si ragiona spesso in termine di *FTE*, *full time equivalent*), alla suddivisione per ruolo (con particolare enfasi al più o meno stretto legame tra ricavi, produzione e costo del lavoro), alla suddivisione per categorie contrattuali, al costo pro-capite, al calcolo di contributi ed accantonamenti al fondo TFR, ad eventuali piani d'incentivazione... Nel caso in specie, le assunzioni devono risultare congrue in termini qualitativi e quantitativi rispetto alla dinamica storica del target, alla situazione del mercato del lavoro (focalizzandosi sui profili-obiettivo ma anche sulle strategie messe in atto dai concorrenti del target), all'organizzazione ed agli obiettivi strategici ipotizzati per il target.
I costi di distribuzione devono risultare coerenti con l'assetto attuale e previsto del sistema di distribuzione, mentre quelli di marketing, più influenzati dalle decisioni del management, devono essere ragionevoli in relazione agli obiettivi di fatturato, al grado attuale ed obiettivo di notorietà dei prodotti e marchi dell'impresa, all'apertura di nuovi mercati e, più in generale, alle politiche di gestione del *brand* aziendale.
I costi per la ricerca e sviluppo sono assimilabili a quelli di marketing: la loro entità dipende dalla politica del management che, d'altronde, non può prescindere totalmente dai comportamenti della concorrenza e dalle attese di clienti e fornitori.
Un'area particolarmente soggetta ad esame è rappresentata dai costi generali. I criteri che informano l'analisi sono analoghi a quelli precedentemente esaminati, anche se nel caso specifico è opportuno porre particolare attenzione ai potenziali margini di miglioramento perseguibili mediante una gestione più mirata (ad esempio, rinegoziando contratti di locazione o di manutenzione) o, semplicemente, sfruttando le possibilità offerte dall'evoluzione dei mercati di fornitura (la diffusione di *provider* e *reseller* di servizi di telecomunicazioni ha, ad esempio, consentito a diverse imprese di incidere positivamente sui costi telefonici).
In generale le domande che ci si può porre nell'analisi delle previsioni sui costi operativi sono:
• come vengono stimati i costi e con quale profondità il processo di budgeting attraversa l'impresa?
• gli attuali insediamenti produttivi sono adeguati a supportare il livello previsto di attività senza incrementi di produttività?
• il management è in grado di controllare l'attività produttiva?
• ci sono prove che l'implementazione di nuovi impianti sia stata adeguatamente pianificata?
• sono disponibili persone con capacità ed esperienza necessarie?
• quanto è sicuro il flusso di materie e componenti?
• si è tenuto conto delle variazioni probabili dei CCNL?
• qual è il livello atteso del costo delle materie prime e delle altre forniture?
• sono state considerate variazioni nei costi generali o possibili risparmi?
• nel caso in cui vengano introdotti nuovi prodotti, si è tenuto conto dei costi di lancio?
• sono stati previsti/accantonati i costi per la manutenzione di edifici ed impianti?
• sono stati stimati i costi per riparazioni in garanzia/sostituzioni di prodotti difettosi?
• sono stati effettuati accantonamenti per la svalutazione delle scorte?
• sono stati effettuati accantonamenti a fronte di tutte le iniziative strategiche ipotizzate (ristrutturazioni, razionalizzazioni produttive, introduzione sistemi di qualità...)?
• sono previste variazioni nei costi di ricerca e sviluppo o in quelli di marketing?
• sono previste variazioni di tassi di cambio e qual è il relativo impatto stimato sui costi?
• i criteri di ammortamento previsti sono coerenti con quelli adottati in passato?
Come detto, per quanto l'analisi dei conti economici previsionali redatti dal management tenda a concentrarsi sull'attività caratteristica, l'investitore di solito amplia lo spettro d'indagine sino a comprendere elementi che vengono riportati in bilancio sotto l'EBIT; tra questi vi sono gli oneri finanziari (in relazione ai quali si procede esaminando i contratti di finanziamento e di locazione finanziaria in essere, al fine di determinare i flussi di reddito e di cassa prospettici e la variabilità di tali importi) e quelli fiscali (per cui si cerca di verificare la congruità rispetto alla posizione fiscale dell'impresa ed alle potenziali variazioni della normativa fiscale).
Tra le verifiche generali che è buona norma realizzare vi sono, poi, l'esame della specifica documentazione che supporta singole transazioni che possono avere un impatto rilevante sui risultati, nonché la ricerca di transazioni commerciali o eventi non usuali quali, ad esempio, contratti di compravendita particolarmente onerosi, transazioni internazionali che possano comportare rischi valutari o fiscali, schemi di riorganizzazione, operazioni di finanza straordinaria (acquisizioni, fusioni, scissioni...).

Il caso pratico

Un investitore finanziario intende acquistare il controllo del gruppo alimentare Flower. Quest'ultimo è formato dalla società Flower SpA e dalle sue controllate al 100%: Chokko Srl e Flower France Sarl e fa attualmente capo alla finanziaria olandese Gluck Invest BV.
Flower SpA produce, vende e distribuisce biscotti (con marchio «Flower» e come *private label* per le maggiori catene della G.D.) e farina (che impiega

anche quale materia prima). Chokko Srl produce e vende il cioccolato con marchio «Chokko», Flower France Sarl è stata costituita alla fine del 1999 quale distributrice per la Francia dei prodotti Flower, ma ha iniziato ad operare all'inizio del 2000.
Nella Tavola 2 sono condensati i dati ricevuti dal responsabile della Direzione pianificazione del gruppo Flower: il risultato finale 1999, il budget per l'anno 2000 ed il piano per il biennio 2001 e 2002.
L'investitore, avvalendosi dell'assistenza di un consulente, ha effettuato un esame della dinamica storica del gruppo, del contesto competitivo attuale e prospettico, delle modalità di funzionamento e dell'efficacia del sistema di pianificazione (nel caso in specie rivelatasi abbastanza ridotta) e, più in generale, dell'assetto del gruppo.
Le assunzioni del piano sono state quindi identificate, approfondite in appositi incontri con il management e sottoposte ad un esame critico. Su tali basi l'investitore ed il consulente hanno realizzato un'analisi probabilistica sui dati del business plan, indicando per le principali assunzioni la probabilità che queste si realizzino.
Nella Tavola 3 è riportato il risultato dell'analisi di sensitività che ha riguardato il possibile impatto sull'EBIT di evoluzioni inattese delle variabili incluse tra le assunzioni del management.
Nella Tavola 4 sono sintetizzati i risultati dell'esame critico realizzato dall'investitore e dal suo consulente a partire dall'EBIT indicato nel business plan redatto dal management del gruppo Flower: si noti la rilevante contrazione dei margini che ne è derivata.

Conclusioni

L'analisi condotta dall'investitore non si ferma al conto economico: essa deve infatti ricomprendere anche l'analisi del capitale circolante fisiologico, i necessari investimenti in immobilizzazioni e quindi i flussi di cassa prospettici (1).
Condotte tutte queste analisi l'investitore può, infatti, ridurre l'incertezza relativa all'operazione, affinare la valutazione e, nel caso decida di procedere, decidere come strutturare il proprio intervento.

Nota:

(1) L'analisi degli aspetti finanziari sarà oggetto di un successivo intervento.

Tavola 2 • Dati consuntivi e previsionali del gruppo Flower

	1999 consuntivo	%	2000 budget	%	2001 piano	%	2002 piano	%	CAGR
Volume di vendita (t.)	155,529		125,050		125,450		125,450		(6.4)
Fatturato netto	253,634	100.0	250,143	100.0	251,873	100.0	252,443	100.0	(0.2)
Costi variabili	(159,190)	(62.8)	(143,244)	(57.3)	(143,616)	(57.0)	(143,616)	(56.9)	(3.3)
Margine sui costi variabili	94,444	37.2	106,899	42.7	108,257	43.0	108,827	43.1	5.1
Costi industriali	(27,212)	(10.7)	(25,055)	(10.0)	(25,379)	(10.1)	(25,435)	(10.1)	(2.2)
Costi di marketing	(34,319)	(13.5)	(46,878)	(18.7)	(46,878)	(18.6)	(46,878)	(18.6)	12.2
Costi di distribuzione	(12,313)	(4.9)	(12,686)	(5.1)	(12,686)	(5.0)	(12,686)	(5.0)	1.0
Costi generali ed amministrativi	(13,234)	(5.2)	(13,190)	(5.3)	(13,190)	(5.2)	(13,190)	(5.2)	(0.1)
Altri proventi e spese	245	0.1	(1,064)	(0.4)	(1,085)	(0.4)	(1,085)	(0.4)	(181.0)
EBIT	7,611	3.0	8,026	3.2	9,039	3.6	9,553	3.8	8.5
Oneri finanziari netti	(6,213)	(2.4)	(4,680)	(1.9)	(3,900)	(1.5)	(3,700)	(1.5)	(13.5)
Reddito ante imposte	1,398	0.6	3,346	1.3	5,139	2.0	5,853	2.3	106.2
Imposte e tasse	(2,921)	(1.2)	(3,612)	(1.4)	(4,707)	(1.9)	(4,993)	(2.0)	23.6
Reddito lordo	**(1,523)**	**(0.6)**	**(266)**	**(0.1)**	**432**	**0.2**	**860**	**0.3**	**52.2**

Tavola 3 • EBIT ed evoluzioni inattese delle «assunzioni» del management

Assunzioni	Sensitività	2000	2001	2002
Vendite sul mercato nazionale (*)				
Crescita dei volumi dei biscotti Flower nel 2000 del 5.8%.	Impatto di una contrazione dei volumi del 2% per effetto dell'accresciuta concorrenza.	(0.9)	(0.9)	(0.9)
Crescita del prezzo medio di vendita dei biscotti Flower di Lire 30 al Kg. nel periodo 2001-2002.	Impatto di assenza di crescita dei prezzi medi, stabili ai livelli del 1999/2000.	–	(0.5)	(1.0)
Crescita dei volumi del cioccolato Chokko del 4.5%.	Impatto di una contrazione dei volumi del 4% per effetto dell'ingresso nel mercato di un importante operatore straniero e per l'accresciuta concorrenza.	(0.9)	(0.9)	(0.9)
Volumi 2000 dei biscotti da pasticceria Dulx in linea con il dato 1999.	Impatto di una contrazione dei volumi del 7% per effetto dell'ingresso nel mercato di un importante operatore straniero e per l'accresciuta concorrenza.	(0.4)	(0.4)	(0.4)
Esportazioni (*)				
Crescita dei volumi delle esportazioni dei biscotti Flower di 7,400 tonnellate.	Impatto di un ulteriore incremento dei volumi dell'1.5% come previsto dalle ricerche di mercato.	0.1	0.1	0.1
Riduzione dei prezzi medi di vendita per i biscotti Flower nella misura di Lire 100 al Kg. nel 2000/2002.	Impatto di una crescita dei prezzi medi di vendita del 3.5% che si allineerebbero a quelli praticati dai concorrenti europei.	0.7	0.7	0.7
Nessuna variazione delle vendite nette del cioccolato *private label* rispetto al dato 1999.	Impatto di una riduzione dei volumi del 25% in corrispondenza del cambio di proprietà.	(0.9)	(0.9)	(0.9)
Crescita di 400 tonnellate delle vendite negli USA.	Impatto di assenza di crescite.	(0.1)	(0.1)	(0.1)
Costi variabili				
Nessun incremento nei costi variabili tra 2001 e 2002.	Il prezzo di acquisto della farina e del cacao sono estremamente volatili e le fluttuazioni future sono poco prevedibili. La dinamica dei prezzi può influenzare significativamente la redditività di Flower. Sulla base delle previsioni realizzate da alcuni analisti e del differenziale di prezzo di acquisto abitualmente pagato da Flower, viene presentato l'impatto di una riduzione del 5% del costo della farina (Lire 20 per Kg.).	–	1.7	1.7
Costi industriali				
Crescita dei costi industriali dello 0.5% nel 2000.	Impatto di una crescita dei costi in linea con il tasso di inflazione atteso (2%).	(0.4)	–	–
Nessuna assunzione specifica sull'inflazione per il periodo 2001-2002.	Impatto di una crescita dei costi in linea con il tasso di inflazione atteso (2,5%).	–	(0.6)	(1.0)
Costi di marketing				
Budget pubblicitario 2000 di Lire 18.7 miliardi, di cui Lire 4.7 miliardi ancora da investire.	Impatto di un risparmio del 10% sulle spese pubblicitarie non ancora allocate.	0.5	–	–
Diminuzione delle spese pubblicitarie sino a Lire 17 miliardi nel 2001/2002.	Impatto di nessuna riduzione degli investimenti nel 2001/2002 in quanto necessari per sostenere le quote sui mercati domestici ed espandere l'export.	–	(1.7)	(1.7)
Costi di distribuzione				
Nessun incremento nel periodo 2001/2002.	Impatto di una crescita dei costi in linea con il tasso d'inflazione atteso (2.5%).	–	(0.3)	(0.5)
Costi generali ed amministrativi				
Nessun incremento nel periodo 2001/2002.	Impatto di una crescita dei costi in linea con il tasso d'inflazione atteso (2.5%).	–	(0.3)	(0.5)

(*) L'impatto è stato stimato sulla base della riduzione dei volumi a livello di margine sui costi variabili (calcolato come percentuale dei ricavi netti della specifica linea di prodotto).

Tavola 4 • Risultati dell'esame critico dell'investitore

	1999 consuntivo	%	2000 budget	%	2001 piano	%	2002 piano	%
EBIT previsto dal piano del management	7,611	3.0	8,026	3.2	9,039	3.6	9,553	3.8
Impatto dell'analisi di sensitività	-	-	(2,300)	(0.9)	(4,100)	(1.6)	(5,400)	(2.1)
EBIT rivisto	7,611	3.0	5,726	2.3	4,939	2.0	4,153	1.6