

# **IL BUSINESS PLAN: PIANIFICAZIONE E VALUTAZIONE DEGLI INVESTIMENTI**

**Dott. Roberto DE LUCA**

*Dottore commercialista – Ricercatore area aziendale IRDCEC*

Foggia, 6 maggio 2014

## **CONTENUTI E OBIETTIVI**

Lo scopo del corso è quello di fornire strumenti avanzati di pianificazione e **valutazione degli investimenti**, che vadano oltre una logica meramente contabile, verso un approccio di tipo prevalentemente finanziario, considerando altresì aspetti tradizionalmente percepiti come di non stretto appannaggio dei dottori commercialisti, quali l'**analisi strategica**, l'elaborazione di un piano di marketing e di previsioni di vendita.

Al termine del corso, il professionista sarà in possesso di elementi fondamentali per elaborare un business plan credibile e solido, che consenta di valutare al meglio la fattibilità di un investimento, garantendo in tal modo la possibilità di reperire le risorse finanziarie necessarie per realizzarlo, da parte di partner commerciali, banche, società di *venture capital*, *business angels* o altri soci di capitale.

## AGENDA

ISTITUTO  
DI RICERCA  
DEI DOTTORI COMMERCIALISTI  
E DEGLI ESPERTI CONTABILI

1. Il business plan: definizione, ragioni dell'utilizzo, funzioni e destinatari
2. Contenuti e caratteristiche: prassi nazionale e internazionale
3. Impresa e mercato: analisi strategica, *value proposition* e *business model*
4. Management e struttura organizzativa
5. Budget delle vendite e piano di marketing
6. Piano degli investimenti: grado di leva operativa, *break even analysis* e scelte di *lease or buy*
7. Budget economico pluriennale
8. Piano finanziario: struttura e costo del capitale, CCN, budget di cassa e rendiconto
9. Valutazione dell'investimento: redditività, sostenibilità finanziaria e valore
10. Valutazione del rischio: analisi di sensitività/scenario e indicatori probabilistici
11. Presentazione: *executive summary* e *pitch*

*Il Business Plan: pianificazione e valutazione degli investimenti*

3

**Il business plan:  
definizione, ragioni dell'utilizzo,  
funzioni e destinatari**

ISTITUTO  
DI RICERCA  
DEI DOTTORI COMMERCIALISTI  
E DEGLI ESPERTI CONTABILI

*Il Business Plan: pianificazione e valutazione degli investimenti*

4

## COS'E' IL BUSINESS PLAN

ISTITUTO  
DI RICERCA  
DEI DOTTORI COMMERCIALISTI  
E DEGLI ESPERTI CONTABILI

Un documento che descrive l'impresa e la sua organizzazione, definisce i suoi obiettivi e dimostra come saranno raggiunti.

Include informazioni relative alla storia dell'impresa e alla sua abilità nel produrre determinati beni/servizi e nel creare valore.

Rappresenta quali sono le fonti finanziarie a cui si attingerà e come le risorse saranno impiegate.

Aiuta a dimostrare che l'organizzazione conosce il suo percorso di sviluppo ed è affidabile nel caso in cui chiedi finanziamenti.

## LE FUNZIONI E LE RAGIONI DEL BUSINESS PLAN

ISTITUTO  
DI RICERCA  
DEI DOTTORI COMMERCIALISTI  
E DEGLI ESPERTI CONTABILI

*"In preparing for battle I have always found that plans are useless but planning is indispensable"*

Dwight Eisenhower

*"Know the enemy, know yourself: 100 battles without danger; not knowing the enemy but know yourself: one win one loss; not knowing the enemy, not knowing yourself, every battle must be lost"*

Sun-Tzu

## LE FUNZIONI E LE RAGIONI DEL BUSINESS PLAN

ISTITUTO  
DI RICERCA  
DEI DOTTORI COMMERCIALISTI  
E DEGLI ESPERTI CONTABILI

- ✓ Una “Mappa per il futuro”
- ✓ Linee guida per lo sviluppo
- ✓ Traccia per orientare l'intuito dell'imprenditore
- ✓ Risposta alle tre domande fondamentali

### Principali funzioni:

- 1) Tracciare un percorso strategico ed operativo
- 2) Definire obiettivi specifici per i manager
- 3) Condividere strategia generale, priorità ed azioni specifiche
- 4) Gestire i flussi di cassa
- 5) Supportare la crescita e garantire risorse finanziarie
- 6) Supportare una “strategic exit” (fondamentale per i V.C.)

## LE FUNZIONI E LE RAGIONI DEL BUSINESS PLAN

ISTITUTO  
DI RICERCA  
DEI DOTTORI COMMERCIALISTI  
E DEGLI ESPERTI CONTABILI

### Preparare la crescita – Alternative percorribili:

- Crescita interna
- Passaggio generazionale
- Franchising
- Integrazione
- Alleanze strategiche / Joint ventures
- M&A
- Private equity
- IPO (redazione del QMAT)

## PROSPETTIVE E DESTINATARI

ISTITUTO  
DI RICERCA  
DEI DOTTORI COMMERCIALISTI  
E DEGLI ESPERTI CONTABILI

1) **Prospettiva interna** → *mission statement, business concept e reality check* per:

- Imprenditore
- Management
- Dipendenti

2) **Prospettiva esterna** → funzione di informazione ed attrazione per:

- Enti pubblici (es.: finanziamenti, bandi di gara, ecc.)
- Partner operativi
- Organi procedure concorsuali (es.: concordati in continuità)
- Banche
- Altri finanziatori (es.: private equity, venture capital, ecc.)

## PROSPETTIVE E DESTINATARI: P.E. E V.C.

ISTITUTO  
DI RICERCA  
DEI DOTTORI COMMERCIALISTI  
E DEGLI ESPERTI CONTABILI

Le “imprese *venture backed*” corrono più veloci rispetto alle migliori società europee e americane. Ciò dimostra che l'attività di investimento nel capitale di rischio contribuisce allo sviluppo del sistema industriale e dell'economia nel suo complesso.

Secondo recenti ricerche, che hanno confrontato un campione di 2.190 imprese *venture backed* con le imprese top 500 di 12 Paesi europei, è emerso che in media, le imprese *venture backed* hanno accresciuto in un anno:

- ✓le vendite del 35%;
- ✓i profitti lordi del 25%;
- ✓gli investimenti in ricerca e sviluppo dell'8,6%;
- ✓le esportazioni del 30%.

## Contenuti e caratteristiche: prassi nazionale e internazionale

### “MUST”: I CONTENUTI

#### Prassi internazionale

- 1) Mission statement
- 2) Il team
- 3) *Market summary* (tendenze, competitor, market share)
- 4) Opportunità e vantaggio competitivo
- 5) Business concept e **business model**
- 6) Obiettivi (SMART), MAT e risorse necessarie
- 7) Piano marketing ed operativo
- 8) Piano (budget) economico-finanziario
- 9) Valutazione performance e rischi

## “MUST”: I CONTENUTI

### Le linee guida del CNDCEC

- 1) Descrizione dell'azienda e della sua storia (caratteristiche, mercato, organizzazione, prodotti, ecc.).
- 2) Analisi di mercato, piano di marketing e posizionamento.
- 3) Piano degli investimenti (tipologia, importo e tempistica).
- 4) Elementi per la redazione dei bilanci di previsione.
- 5) Valutazione del progetto (redditività e rischi).



APPROCCIO INNOVATIVO

## “MUST”: CARATTERISTICHE

### Le linee guida del CNDCEC – principi di redazione:

- 1) **Chiarezza:** semplicità di lettura e comprensibilità. Consente al destinatario del BP di comprendere immediatamente l'idea imprenditoriale, quali siano gli obiettivi, con quali strumenti e soluzioni si intende realizzarla. Necessaria univocità terminologica.
- 2) **Completezza:** l'inclusione di ogni informazione ritenuta rilevante.
- 3) **Affidabilità:** verifica e documentazione di dati e *assumptions*.
- 4) **Attendibilità:** riguarda le simulazioni e la coerenza tra assunzioni e output.
- 5) **Neutralità:** utilizzare criteri il più possibile obiettivi. Il BP non deve essere influenzato da fini non dichiarati che il redattore o il committente intendono perseguire.
- 6) **Trasparenza:** possibile percorrere a ritroso ogni elaborazione del piano, dal risultato di sintesi al singolo elemento di analisi.
- 7) **Prudenza:** le ipotesi sottostanti alla redazione del Business Plan devono rappresentare gli scenari più probabili alla data di redazione del piano pluriennale.

## "MUST": I LIVELLI DI ANALISI

ISTITUTO  
DI RICERCA  
DEI DOTTORI COMMERCIALISTI  
E DEGLI ESPERTI CONTABILI

### Le linee guida di Borsa Italiana

Strategie competitive, *key value drivers* e risultati attesi devono essere definiti sia a livello aziendale (*corporate*) che di *Business Unit (SBU)*.

La **SBU** rappresenta l'unità di un'impresa che ha la responsabilità di sviluppare la strategia in una specifica area d'affari (ASA) e presenta:

- strategie indipendenti da altre aree di attività dell'impresa;
- strutture di costo differenti;
- presidi organizzativi autonomi e responsabilità dedicate.

L'**ASA** si riferisce a un settore o segmento identificabile in base a:

- prodotti/servizi/brand;
- tecnologia impiegata;
- canali di distribuzione;
- tipologia di clienti;
- aree geografiche di riferimento.

## L'ORIZZONTE TEMPORALE

ISTITUTO  
DI RICERCA  
DEI DOTTORI COMMERCIALISTI  
E DEGLI ESPERTI CONTABILI

Relativamente all'orizzonte temporale da prendere a riferimento per il business plan, esso varia a seconda che si tratti di un progetto o di un'impresa.

Mentre nel primo caso il periodo temporale di riferimento può coprire l'intera vita del progetto, nel secondo caso generalmente varia da tre a cinque anni, con un grado di analisi molto dettagliato per il primo anno e un approccio più generalizzato per gli anni successivi.

Per ciò che concerne le proiezioni economico-finanziarie, in molti casi può essere necessario elaborare **stime infrannuali** per facilitare la comprensione dell'interlocutore (*infra*).

## "I SETTE PECCATI CAPITALI" DEL BUSINESS PLAN...

ISTITUTO  
DI RICERCA  
DEI DOTTORI COMMERCIALISTI  
E DEGLI ESPERTI CONTABILI

- 1) Scarsa analisi strategica e della concorrenza ("non esistono concorrenti per il nostro prodotto")
- 2) Focus sulla tecnologia e non sul mercato e i bisogni dei clienti
- 3) *Wishful thinking*: previsioni di vendita e sviluppo irrealistiche
- 4) "Microsoft ci acquisirà a un prezzo pari a 50 volte l'EBITDA"
- 5) *Information overload*
- 6) *Business as usual*
- 7) *Do it all by Friday*

## ...ALTRE CAUSE DI FALLIMENTO: LINEE GUIDA AIFI

ISTITUTO  
DI RICERCA  
DEI DOTTORI COMMERCIALISTI  
E DEGLI ESPERTI CONTABILI

- 1) Scarsa **credibilità** dell'idea, come conseguenza di fattori quali:
  - difficoltà di implementazione e realizzazione del prodotto/servizio;
  - scarso interesse da parte del mercato per il prodotto/servizio;
  - assenza nell'idea di un vantaggio competitivo concreto.
- 2) Scarsa **redditività prospettica** dell'investimento, in presenza di:
  - costo dell'investimento iniziale che risulta troppo elevato;
  - difficoltà di precisa quantificazione delle risorse finanziarie necessarie;
  - scarse possibilità di way-out futura.
- 3) **Management team** senza adeguato *track record*
- 4) **Tempistica**:
  - Lo stadio del progetto è determinante per gli investitori (l'esistenza di un prototipo dà maggiore sicurezza). Inoltre, l'assenza di un vantaggio temporale specifico (*time to market*) rispetto al mercato può essere causa del mancato investimento.

# Impresa e mercato: analisi strategica, value proposition e business model

## L'IMPRESA E IL SUO BUSINESS

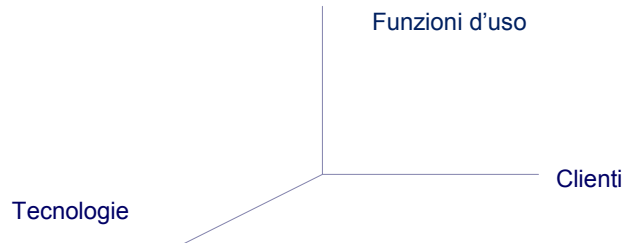
- 1) Tendenze evolutive:
  - *Carrying capacity* (grado di saturazione del mercato)
  - Incertezza (livello di stabilità e volatilità del settore)
  - Complessità (numero e varietà di fattori da considerare)
- 2) Evoluzione e ciclo di vita
- 3) Caratteristiche dell'offerta:
  - Ampiezza e profondità della gamma prodotti
  - Livello di servizio offerto
  - Grado di concentrazione del mercato e frazionamento dell'offerta
  - Concorrenza di marche commerciali
  - Grado di efficienza produttiva
  - Livello di integrazione verticale

- 4) Barriere all'entrata:
  - Economie di scala
  - Grado di integrazione verticale
  - Accesso alla distribuzione
  - *Brand loyalty* e differenziazione del prodotto
  - *Switching costs*
- 5) Analisi dei concorrenti (SWOT, *competitive grid*, ecc.)
- 6) *Value proposition*
  - Prodotto/servizio offerto
  - Clienti target e benefici proposti
  - Modalità di fornitura del prodotto/servizio
- 7) Mercato obiettivo e posizionamento (KDF e *points of difference*)
- 8) Scelte strategiche da implementare

### LA SWOT ANALYSIS

|                 |             | Analisi Interna                                                                                     |                                                                                                                  |
|-----------------|-------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|                 |             | Forze                                                                                               | Debolezze                                                                                                        |
| Analisi Esterna | Opportunità | Strategie S-O:<br>Sviluppare nuove metodologie in grado di sfruttare i punti di forza dell'azienda. | Strategie W-O:<br>Eliminare le debolezze per attivare nuove opportunità.                                         |
|                 | Minacce     | Strategie S-T:<br>Sfruttare i punti di forza per difendersi dalle minacce.                          | Strategie W-T:<br>Individuare piani di difesa per evitare che le minacce esterne acuiscono i punti di debolezza. |

**LA MATRICE DI ABELL**

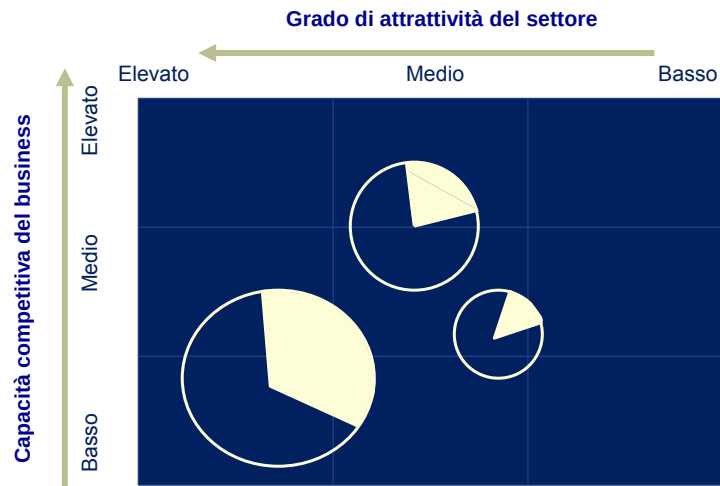


- ☐ chi può essere servito?
- ☐ quali bisogni possono essere soddisfatti?
- ☐ con quali diverse "tecnologie" possono essere soddisfatti i bisogni?

**LA MATRICE BCG**



### LA MATRICE MCKINSEY

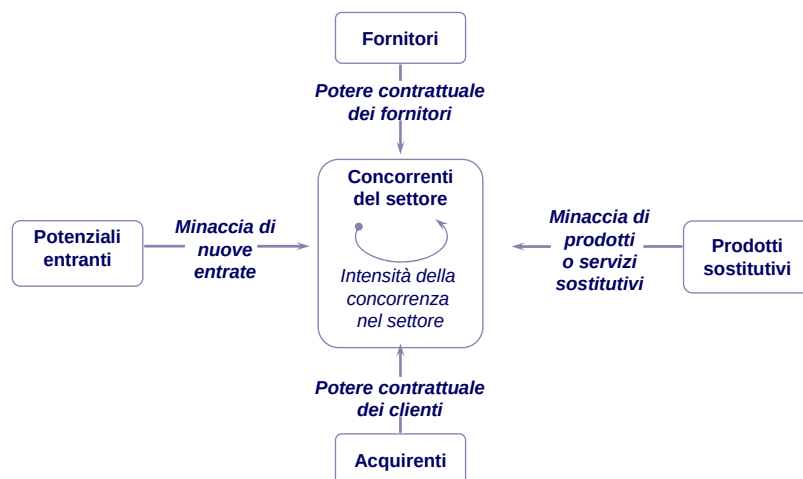


Il Business Plan: pianificazione e valutazione degli investimenti

25

25

### LE 5 FORZE DI PORTER



Il Business Plan: pianificazione e valutazione degli investimenti

26

26

E' necessario evitare di confondere gli **attributi visibili** di un settore con i **fattori** che ne determinano la struttura sottostante:

- Tasso di crescita
- Tecnologia e innovazione
- Legislazione e politiche governative
- Prodotti e servizi complementari

I fattori competitivi influenzano indirettamente l'attrattiva del mercato e la relativa distribuzione del valore aggiunto incidendo sulle 5 forze.

### Fattori che determinano il potere contrattuale dei fornitori

- Differenziazione degli input
- Costi di passaggio dei fornitori e delle imprese nel settore
- Presenza di input sostitutivi
- Concentrazione dei fornitori
- Importanza del volume per i fornitori
- Costi in relazione al totale degli acquisti nel settore
- Influenza degli input sui costi o sulla differenziazione
- Minaccia di integrazione a valle

## L'IMPRESA E IL SUO BUSINESS: I CLIENTI

ISTITUTO  
DI RICERCA  
DEI DOTTORI COMMERCIALISTI  
E DEGLI ESPERTI CONTABILI

### Fattori che determinano il potere contrattuale dei clienti

#### LEVA NEGOZIALE

- Concentrazione del cliente rispetto alla concentrazione dell'impresa
- Volume del cliente
- Costi di passaggio del cliente rispetto ai costi di passaggio dell'impresa
- Informazioni dell'acquirente
- Capacità di integrazione a monte
- Prodotti sostitutivi
- Pull-through

#### SENSIBILITA' AL PREZZO

- Prezzo/totale acquisti
- Differenze nei prodotti
- Identità di marchio
- Impatto su qualità/prestazioni

## L'IMPRESA E IL SUO BUSINESS: I COMPETITOR

ISTITUTO  
DI RICERCA  
DEI DOTTORI COMMERCIALISTI  
E DEGLI ESPERTI CONTABILI

- **Diretti:** forniscono prodotti o servizi identici o simili a quelli dell'impresa. Al fine di individuare questo tipo di concorrenti, è necessario riuscire a delineare correttamente il contesto competitivo di riferimento.
- **Sostituti:** pur non fornendo lo stesso prodotto possono essere comunque in grado di soddisfare i bisogni del consumatore.
- **Indiretti:** anche se appartenenti ad un'industria diversa possono competere come fonte di allocazione e assorbimento del reddito disponibile dei clienti attuali e potenziali (es.: cinema vs ristorante).
- **Emergenti:** oltre alle tipologie sopra menzionate, è necessario valutare anche la possibile influenza di competitor al momento solo potenziali. Di conseguenza, un imprenditore deve essere sempre vigile ed attento a cogliere nuovi trend e lo sviluppo di nuove tecnologie, sia nel settore generale che nello specifico mercato target.

## L'IMPRESA E IL SUO BUSINESS: I COMPETITOR

ISTITUTO  
DI RICERCA  
DEI DOTTORI COMMERCIALISTI  
E DEGLI ESPERTI CONTABILI

Potrebbe essere utile l'elaborazione di una vera e propria *griglia competitiva* al fine di facilitare il riconoscimento delle differenze tra i competitor e l'individuazione di nuove opportunità.

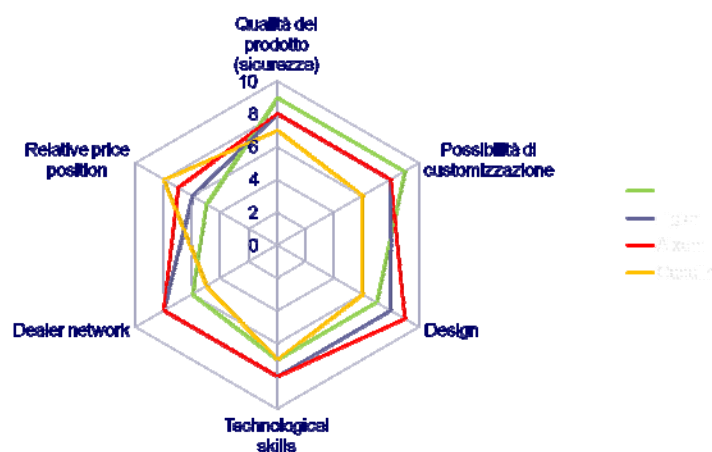
Pur non esistendo una forma universale di *competitive grid*, dovendo la stessa essere di tipo *tailor made*, in generale è opportuno evidenziare: prodotti e servizi offerti, benefit e *plus* aziendali e di prodotto, prezzo, strategie distributive, di comunicazione ed eventuali punti di debolezza.

| Competitor Rating |                          |               |        |                      |                |                         |             |
|-------------------|--------------------------|---------------|--------|----------------------|----------------|-------------------------|-------------|
|                   | Product quality (safety) | Customization | Design | Technological skills | Dealer network | Relative price position | Total Score |
| Alfa              | 8                        | 8             | 9      | 8                    | 8              | 7                       | 48          |
| Beta              | 8                        | 8             | 8      | 8                    | 8              | 6                       | 46          |
| Gamma             | 9                        | 9             | 7      | 7                    | 6              | 5                       | 43          |
| Delta             | 7                        | 6             | 6      | 7                    | 5              | 8                       | 39          |

## L'IMPRESA E IL SUO BUSINESS: I COMPETITOR

ISTITUTO  
DI RICERCA  
DEI DOTTORI COMMERCIALISTI  
E DEGLI ESPERTI CONTABILI

Radar chart competitor



## L'IMPRESA E IL SUO BUSINESS: "COMMON PITFALLS"

ISTITUTO  
DI RICERCA  
DEI DOTTORI COMMERCIALISTI  
E DEGLI ESPERTI CONTABILI

L'analista deve evitare alcuni **errori comuni**:

- definire il mercato in maniera troppo ampia o troppo limitata;
- elaborare una lista di fattori invece di effettuare una rigorosa analisi sui loro effetti;
- analizzare allo stesso modo tutte le forze;
- confondere effetti (es: sensibilità al prezzo) con cause (es: potere degli acquirenti);
- adottare un approccio statico che ignora i trend di mercato;
- confondere cambiamenti ciclici/passeggeri con modifiche strutturali;
- utilizzare *framework* per definire un mercato attrattivo e non come guida per le scelte strategiche.

## LA DEFINIZIONE DEL VANTAGGIO COMPETITIVO

ISTITUTO  
DI RICERCA  
DEI DOTTORI COMMERCIALISTI  
E DEGLI ESPERTI CONTABILI

Valore che un'azienda è in grado di creare per i suoi acquirenti,  
che fornisca risultati superiori alla spesa sostenuta  
dall'impresa per crearlo.

(IL VALORE è stabilito dal prezzo che  
gli acquirenti sono disposti a pagare)

Offerta di **VANTAGGI EQUIVALENTI**  
a prezzi più bassi della concorrenza

Offerta di **VANTAGGI UNICI**, tali da  
giustificare la richiesta di prezzi più  
elevati della concorrenza

LEADERSHIP DI COSTO

(STRATEGIE DI BASE)

DIFFERENZIAZIONE

FOCALIZZAZIONE

(Non intero settore ma specifico segmento)

## LA DEFINIZIONE DEL VANTAGGIO COMPETITIVO

ISTITUTO  
DI RICERCA  
DEI DOTTORI COMMERCIALISTI  
E DEGLI ESPERTI CONTABILI

### Leadership di costo

#### Condizioni di successo



##### Competenze e risorse:

- Investimenti e accesso fonti finanziamento
- Innovazioni di processo
- Supervisione di lavoro esecutivo
- Progettazione che facilita il processo produttivo
- Bassi costi di distribuzione

##### Condizioni organizzative:

- Stretto controllo dei costi
- Reporting frequenti e dettagliati
- Organizzazione e responsabilità definite
- Incentivi orientati al rispetto di obiettivi quantitativi

#### Rischi

- Mutamenti di tecnologia che annullano vantaggi precedenti;
- Bassi costi di apprendimento per imprese esterne al settore, capaci di imitare o di sfruttare conoscenze;
- Incapacità di innovazioni di prodotto o di marketing determinate dall'enfasi sui costi.

## LA DEFINIZIONE DEL VANTAGGIO COMPETITIVO

ISTITUTO  
DI RICERCA  
DEI DOTTORI COMMERCIALISTI  
E DEGLI ESPERTI CONTABILI

### Differenziazione

#### Condizioni di successo



##### Competenze e risorse:

- Elevate competenze di marketing
- Innovazione del Prodotto
- Capacità di ricerca di base
- Qualità e competenze tecnologiche
- Esperienza nel settore o capacità di creare collegamenti infratecnologici
- Cooperazione stretta fra i canali

##### Condizioni organizzative:

- Stretto coordinamento fra R&S, marketing, produzione
- Valutazione dei risultati ed incentivi personalizzati
- Condizioni per attrarre personale di alta qualità, "creativi"

#### Rischi

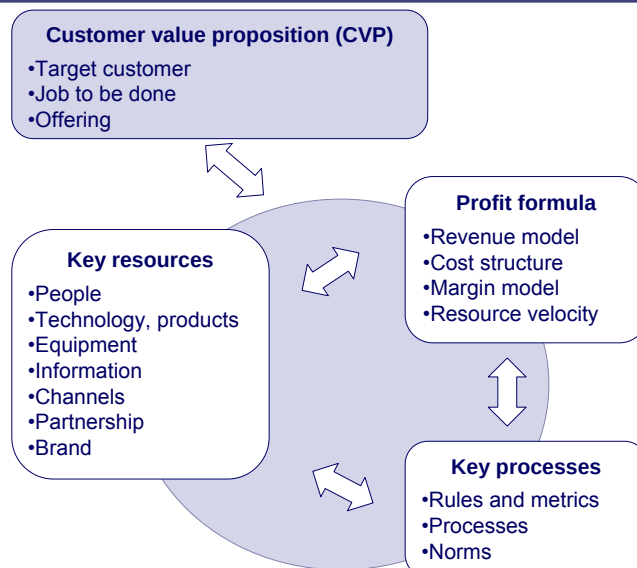
- L'alto differenziale di prezzo fra concorrenti che seguono strategie di basso costo e l'impresa che punta sulla differenziazione;
- Il fattore differenziazione influenza il consumatore più professionale;
- L'imitazione restringe le potenzialità della differenziazione.

Un business model innovativo è stato il fattore critico di successo più influente degli ultimi anni (Ikea, Dell, Amazon, Ebay, ecc.).

*“What a business does and **how a business makes money** doing those things”.*

MIT Sloan School of Management

- ✓ Chi è disposto a pagare?
- ✓ Come forniamo utilità al cliente?
- ✓ Quali sono i canali distributivi?
- ✓ Come integriamo la catena di fornitura?



Fonte: Harvard Business Review

## DEFINIRE OBIETTIVI SMART

ISTITUTO  
DI RICERCA  
DEI DOTTORI COMMERCIALISTI  
E DEGLI ESPERTI CONTABILI

### Specific

State exactly what is to be done with the money involved

### Measurable

Write the exact dollar amount

### Attainable

Determine how it can be reached, which is often determined by the individual's budget

### Realistic

Do not set the goal for something unattainable or unrealistic

### Time Bound

Specifically state when the goal needs to be reached

## Management e struttura organizzativa

ISTITUTO  
DI RICERCA  
DEI DOTTORI COMMERCIALISTI  
E DEGLI ESPERTI CONTABILI

E' necessario definire al meglio la struttura organizzativa e avere a disposizione le risorse umane che consentano di raggiungere gli obiettivi prefissati e di offrire il vantaggio competitivo.

Il business plan dovrà dunque evidenziare:

- 1) *Skills* e requisiti (necessarie competenze multidisciplinari)
- 2) Esperienze pregresse (*track record*)
- 3) Il "dream team": no all'uomo solo al comando
- 4) Struttura organizzativa
- 5) Necessità anche per PMI e start-up

## Budget delle vendite e piano di marketing

## LA STIMA DELLA DOMANDA

ISTITUTO  
DI RICERCA  
DEI DOTTORI COMMERCIALISTI  
E DEGLI ESPERTI CONTABILI

“This is your last chance. After this, there is no turning back. You take the blue pill, the story ends. You wake up in your bed and believe whatever you want to believe. You take the red pill, you stay in wonderland, and I show you how deep the rabbit hole goes”.

*Matrix*

1)Stima della domanda:

- tecniche quantitative (passato)
- tecniche qualitative (futuro)

2)Definizione quota di mercato e budget delle vendite (obiettivi e diversi approcci)

3)Stima del fatturato

## “LA MENZOGNA DELLA SODA CINESE”

ISTITUTO  
DI RICERCA  
DEI DOTTORI COMMERCIALISTI  
E DEGLI ESPERTI CONTABILI

- La popolazione è di 1,3 miliardi.
- L'1% della popolazione desidera la possibilità di avere accesso ad Internet.
- L'impresa otterrà il 10% di questo audience potenziale.
- Ogni account garantirà un introito annuale di € 240.
- **Il volume totale delle vendite** sarà pari a:  $1,3 \text{ miliardi} \times 1\% \times 10\% \times € 240/\text{cliente} = € 312 \text{ milioni}$ .



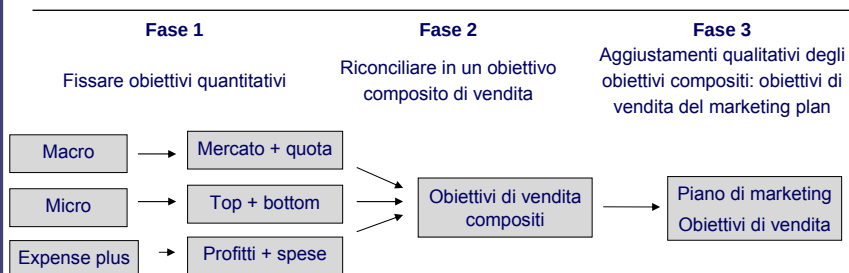
**C.A.C.?**

## L'APPROCCIO BOTTOM UP

- L'azienda può assumere cinque agenti.
- Ogni agente può effettuare 10 telefonate/visite al giorno nei confronti di *prospects*.
- Ogni agente lavora per 240 giorni all'anno.
- Il 5% delle visite si convertirà in una vendita effettiva nell'arco di sei mesi.
- Il valore di ogni vendita è di € 240.
- **Volume totale vendite:** 10 visite giornaliere x 240 giorni/anno x 5% tasso di conversione x € 240/vendita x 5 agenti = **€ 144.000.**

## IL BUDGET DELLE VENDITE

- 1) Approccio *outside/macro*
- 2) Approccio *inside/micro*
- 3) Approccio *expense/plus*
- 4) Approccio nuovo prodotto/nuova categoria (% prova, % redemption, % ripetizione, vendite)



## IL PIANO DI MARKETING

In base alla *value proposition*, al business model prescelto, al target di clienti selezionato, il business plan dovrà riservare una sezione al piano di marketing per approfondire:

- 1) Leve (4 "P")
  - Product
  - Place
  - Price
  - Promotion
- 2) Sviluppo di nuovi prodotti/servizi
- 3) Criteri di segmentazione utilizzati
- 4) Marketing "low cost"
- 5) Budget di comunicazione

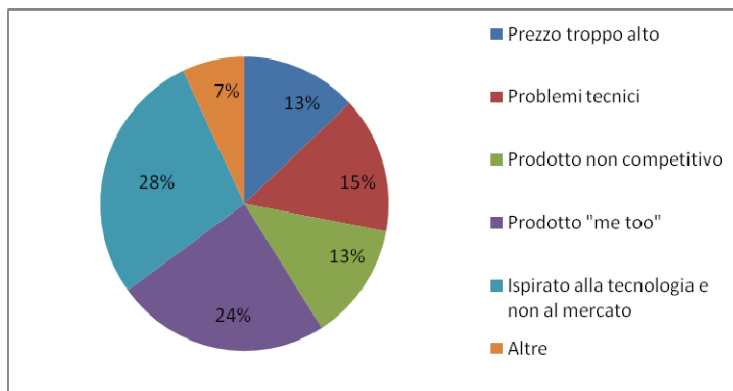
## LA TIPOLOGIA DI PRODOTTO

| TIPOLOGIA DI BENE         | VARIABILI DI MARKETING                                                   |                                                        |                                                                              |                                                                                 |
|---------------------------|--------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------|
|                           | Abitudini acquisto e sostituibilità                                      | Strategia di prezzo                                    | Distribuzione                                                                | Promozione                                                                      |
| <b>Convenienza</b>        | Alta frequenza, basso sforzo e basso coinvolgimento, alta sostituibilità | Basso, con margini contenuti                           | Di massa, importante localizzazione e l'orario di apertura del punto vendita | Attività di promozione di massa.                                                |
| <b>Acquisto ponderato</b> | Alta differenziazione, sforzo più elevato e comparazione                 | Mark-up più elevato/prezzo influente per beni omogenei | Selettiva                                                                    | Maggiore importanza forza vendita                                               |
| <b>Non previsti</b>       | Bassa o inesistente consapevolezza dell'esistenza del prodotto           | Variabile in base al prodotto                          | Variabile, spesso esclusiva di zona                                          | Aggressiva, deve informare dell'esistenza e sottolineare necessità del prodotto |
| <b>Speciali</b>           | Alta identità di marca, alta differenziazione a bassa sostituibilità     | Prezzo elevato ed alto mark-up                         | Esclusiva per aree territoriali                                              | Focalizzata e mirata; grande importanza alla formazione della forza vendita     |

## LANCIO DI NUOVI PRODOTTI: WARNING

ISTITUTO  
DI RICERCA  
DEI DOTTORI COMMERCIALISTI  
E DEGLI ESPERTI CONTABILI

### Le ragioni del fallimento



**Pericolo  
cannibalizzazione**

Il Business Plan: pianificazione e valutazione degli investimenti

49

49

## LANCIO DI NUOVI PRODOTTI: WARNING

ISTITUTO  
DI RICERCA  
DEI DOTTORI COMMERCIALISTI  
E DEGLI ESPERTI CONTABILI

### Le ragioni del fallimento

Capacità di  
fornire un  
prodotto/servizio  
unico

**STUPID  
COMPANIES!!**



Dotcom

Competizione  
di prezzo

Valore del prodotto servizio per il  
cliente

Il Business Plan: pianificazione e valutazione degli investimenti

50

50

## LA DEFINIZIONE DEL PREZZO

ISTITUTO  
DI RICERCA  
DEI DOTTORI COMMERCIALISTI  
E DEGLI ESPERTI CONTABILI

### 1) Fattori interni:

- Politiche di marketing e obiettivi strategici (scrematura, penetrazione, ecc.)
- Costi di produzione

### 2) Fattori esterni:

- Struttura del mercato e domanda (competitor e altre condizioni esterne)
- Valore percepito dal consumatore
- Elasticità (variazione quantità domandata in base a variazioni di prezzo)



## LA DEFINIZIONE DEL PREZZO: FATTORI INTERNI

ISTITUTO  
DI RICERCA  
DEI DOTTORI COMMERCIALISTI  
E DEGLI ESPERTI CONTABILI

### Metodi di determinazione del prezzo

- 1) **Mark up:** al prezzo di acquisto si aggiunge una percentuale di ricarico prefissata (commercio). Non tiene conto dei costi di struttura.
- 2) **Cost-plus,** normalmente utilizzato da chi effettua vendite su commessa: ai costi complessivi di commessa si applica un margine prestabilito. Più rigoroso ed analitico del precedente.
- 3) **Margine di contribuzione prefissato:** ai costi unitari di produzione si aggiunge il profitto unitario desiderato (industria di processo). Necessaria capacità di prevedere sia i costi di produzione che le quantità vendute, variabile non sempre di facile previsione.
- 4) **Metodo del punto di pareggio,** volto a individuare la combinazione di prezzi e volumi di vendita necessaria per la copertura dei costi complessivi.

### Metodi di determinazione del prezzo

- Struttura del mercato e grado di concorrenza
- Strutture dell'offerta (competitor e altre condizioni esterne)
- Trend della domanda
- Valore percepito dal consumatore rispetto ai concorrenti
- Scelte di posizionamento
- Strategie di ingresso sul mercato (penetrazione, scrematura, *parity*, ecc.)
- Elasticità (variazione quantità domandata in base a variazioni di prezzo)
- Politica di sconti e di gamma (prezzo civetta, imposto, *line pricing*, ecc.)

Piano degli investimenti: grado  
di leva operativa, *break even  
analysis* e scelte di *lease or buy*

### Scelte principali

- 1) Localizzazione impianti e locali
- 2) Processi e layout
- 3) Dimensionamento (ottimo tecnico ed economico)
- 4) Flessibilità produttiva
- 5) *Make or buy*
- 6) Gestione delle scorte
- 7) Logistica

## LEVA OPERATIVA ED ELASTICITÀ

Tipicamente, gli investimenti fissi in immobilizzazioni possono essere di sostituzione, rinnovo, razionalizzazione, espansione, ecc.. I principali aspetti da valutare sono:

- Importanza del margine di contribuzione
- Pericolo di *oversizing*
- Grado di rigidità degli impieghi
- Trade-off redditività/elasticità (leva operativa)
- Break even analysis

## LEVA OPERATIVA ED ELASTICITÀ

ISTITUTO  
DI RICERCA  
DEI DOTTORI COMMERCIALISTI  
E DEGLI ESPERTI CONTABILI

- La leva operativa esprime la variazione del reddito operativo al variare delle vendite.
- È collegata al margine di contribuzione: maggiore il MdC, più rapidamente i profitti incrementeranno a seguito delle vendite.
- L'importanza del MdC si evince anche dalle diverse modalità di calcolo del grado di leva operativa (GLO), che può essere definito, alternativamente, come segue:

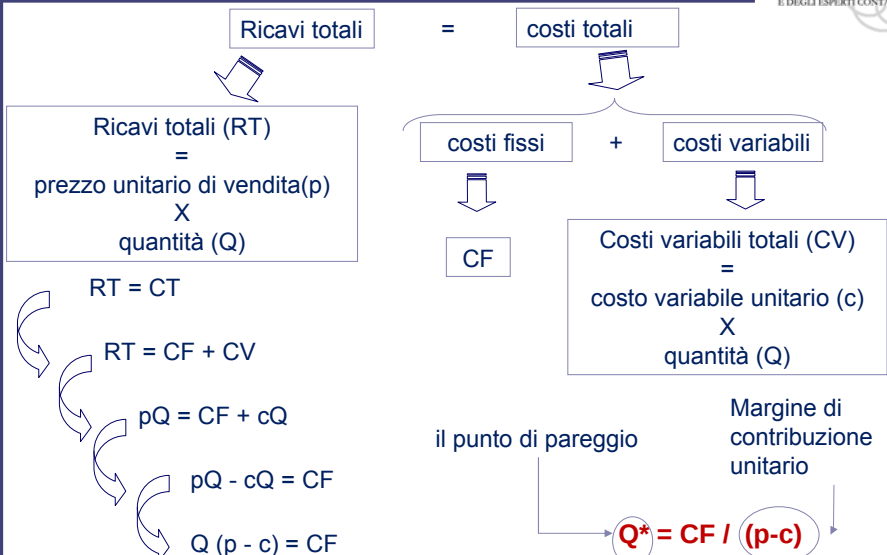
$$1) \quad GLO = \frac{\Delta \% \text{ reddito operativo}}{\Delta \% \text{ vendite}}$$

$$2) \quad GLO = \frac{\text{Tasso di contribuzione}}{\text{Margine operativo (\%)}}$$

$$3) \quad GLO = \frac{\text{Margine di contribuzione}}{\text{Margine di contribuzione} - \text{costi fissi}}$$

## BREAK EVEN ANALYSIS

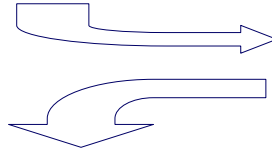
ISTITUTO  
DI RICERCA  
DEI DOTTORI COMMERCIALISTI  
E DEGLI ESPERTI CONTABILI



## BREAK EVEN ANALYSIS

ISTITUTO  
DI RICERCA  
DEI DOTTORI COMMERCIALISTI  
E DEGLI ESPERTI CONTABILI

L'elaborazione di un diagramma di redditività



$$CT = CF + CV$$

$$CV = cQ$$

$$RT = pQ$$

consente di determinare (attraverso semplici  
modificazioni matematiche)

Prezzo unitario:

$$p = CF/Q + c$$

Utile:

$$U = (p - c) Q - CF$$

Margine di sicurezza:

$$(Q - Q^*) / Q^*$$

## BREAK EVEN ANALYSIS: CASO PRATICO

ISTITUTO  
DI RICERCA  
DEI DOTTORI COMMERCIALISTI  
E DEGLI ESPERTI CONTABILI

| Alternativa A           |       | Alternativa B           |     |
|-------------------------|-------|-------------------------|-----|
| Costi fissi             | 1.000 | Costi fissi             | 100 |
| Costi variabili unitari | 5     | Costi variabili unitari | 15  |
| Prezzo di vendita       | 20    | Prezzo di vendita       | 20  |

$$BEP(A) = \frac{CF}{R_u - CV_u} = \frac{1.000}{20 - 5} = 66,6$$

$$BEP(A) = \frac{CF}{R_u - CV_u} = \frac{100}{20 - 15} = 20$$

| Alternativa A (Q = 100) |       | Alternativa B (Q = 100) |       |
|-------------------------|-------|-------------------------|-------|
| Costi fissi             | 1.000 | Costi fissi             | 100   |
| Costi variabili totali  | 500   | Costi variabili totali  | 1.500 |
| Ricavi totali           | 2.000 | Ricavi totali           | 2.000 |
| Reddito operativo       | + 500 | Reddito operativo       | + 400 |

## BREAK EVEN ANALYSIS: CASO PRATICO

ISTITUTO  
DI RICERCA  
DEI DOTTORI COMMERCIALISTI  
E DEGLI ESPERTI CONTABILI

| Alternativa A (Q = 150)  |                | Alternativa B (Q = 150)  |              |
|--------------------------|----------------|--------------------------|--------------|
| Costi fissi              | 1.000          | Costi fissi              | 100          |
| Costi variabili totali   | 750            | Costi variabili totali   | 2.250        |
| Ricavi totali            | 3.000          | Ricavi totali            | 3.000        |
| <b>Reddito operativo</b> | <b>+ 1.250</b> | <b>Reddito operativo</b> | <b>+ 650</b> |

$$GLO = \frac{\Delta\% RO}{\Delta\% V} = \frac{150\%}{50\%} = 3$$

$$GLO = \frac{\Delta\% RO}{\Delta\% V} = \frac{62,5\%}{50\%} = 1,25$$

A fronte di un incremento delle vendite del 50%, l'alternativa A consente di **aumentare il RO in misura più che proporzionale rispetto a B** (150% vs 62,5%).  
Se le vendite scendessero a 50 unità, l'alternativa A genererebbe perdite.

| Alternativa A (Q = 50)   |              | Alternativa B (Q = 50)   |              |
|--------------------------|--------------|--------------------------|--------------|
| Costi fissi              | 1.000        | Costi fissi              | 100          |
| Costi variabili totali   | 250          | Costi variabili totali   | 750          |
| Ricavi totali            | 1.000        | Ricavi totali            | 1.000        |
| <b>Reddito operativo</b> | <b>- 250</b> | <b>Reddito operativo</b> | <b>+ 150</b> |

Il Business Plan: pianificazione e valutazione degli investimenti

61

## BEA: IL DIAGRAMMA DI REDDITIVITA'

ISTITUTO  
DI RICERCA  
DEI DOTTORI COMMERCIALISTI  
E DEGLI ESPERTI CONTABILI

|                                  | Anno 1<br>2014   | Anno 2<br>2015   | Anno 3<br>2016    | Anno 4<br>2017    | Anno 5<br>2018    |
|----------------------------------|------------------|------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| <b>Ricavi</b>                    | <b>4.210.985</b> | <b>9.500.516</b> | <b>10.092.127</b> | <b>10.535.977</b> | <b>11.006.506</b> |
| <b>Costi</b>                     |                  |                  |                   |                   |                   |
| Variabili                        | 4.838.704        | 7.165.572        | 7.654.052         | 7.853.938         | 8.124.668         |
| Fissi                            | 930.325          | 1.135.722        | 1.162.352         | 1.182.685         | 1.203.535         |
| <b>Totale</b>                    | <b>5.769.029</b> | <b>8.301.294</b> | <b>8.816.404</b>  | <b>9.036.623</b>  | <b>9.328.202</b>  |
| Variable Costs/Revenue Ratio     | 0,79             | 0,75             | 0,76              | 0,75              | 0,74              |
| Prezzo medio ponderato           | 10.026           | 10.282           | 10.552            | 10.815            | 11.085            |
| Costo variabile unitario         | 7.950            | 7.755            | 8.003             | 8.062             | 8.183             |
| <b>Break-Even Point (Unità)</b>  | <b>448</b>       | <b>449</b>       | <b>456</b>        | <b>430</b>        | <b>415</b>        |
| Previsioni di vendita (unità)    | 420              | 924              | 956               | 974               | 993               |
| <b>Margine di sicurezza</b>      | <b>-</b>         | <b>51%</b>       | <b>52%</b>        | <b>56%</b>        | <b>58%</b>        |
| <b>Break-Even Point (Ricavi)</b> | <b>4.493.213</b> | <b>4.621.072</b> | <b>4.811.421</b>  | <b>4.645.995</b>  | <b>4.596.617</b>  |
| <b>Margine di sicurezza</b>      | <b>-</b>         | <b>51%</b>       | <b>52%</b>        | <b>56%</b>        | <b>58%</b>        |

Il Business Plan: pianificazione e valutazione degli investimenti

62

## BEA: IL DIAGRAMMA DI REDDITIVITA'

ISTITUTO  
DI RICERCA  
DEI DOTTORI COMMERCIALISTI  
E DEGLI ESPERTI CONTABILI

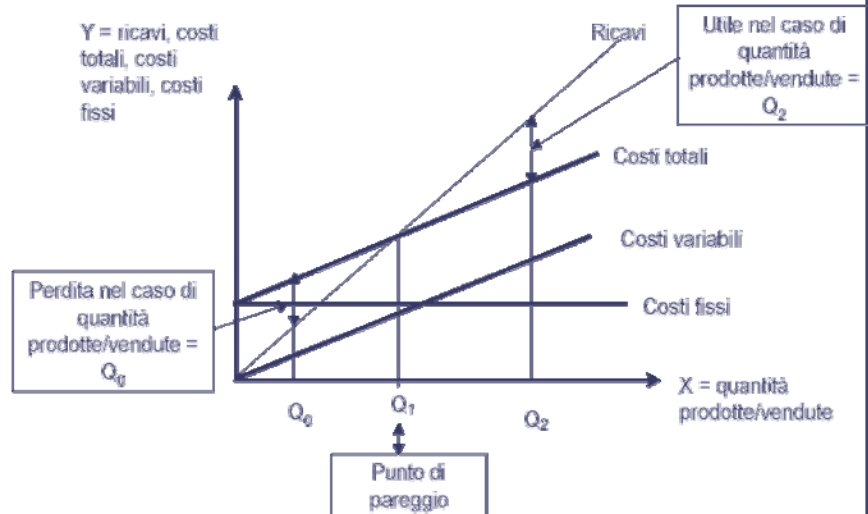
| Quantità | Costi fissi totali | Costi variabili totali | COSTI TOTALI | RICAVI TOTALI | RISULTATO ECONOMICO (UTILE o PERDITA) |
|----------|--------------------|------------------------|--------------|---------------|---------------------------------------|
| 0        | 1.135.722          | 0                      | 1.135.722    | 0             | -1.135.722                            |
| 25       | 1.135.722          | 193.874                | 1.329.596    | 257.049       | -1.072.547                            |
| 75       | 1.135.722          | 581.621                | 1.717.343    | 771.146       | -946.198                              |
| 125      | 1.135.722          | 969.368                | 2.105.091    | 1.285.243     | -819.848                              |
| 175      | 1.135.722          | 1.357.116              | 2.492.838    | 1.799.340     | -693.498                              |
| 225      | 1.135.722          | 1.744.863              | 2.880.585    | 2.313.437     | -567.148                              |
| 275      | 1.135.722          | 2.132.611              | 3.268.333    | 2.827.535     | -440.798                              |
| 325      | 1.135.722          | 2.520.358              | 3.656.080    | 3.341.632     | -314.448                              |
| 375      | 1.135.722          | 2.908.105              | 4.043.828    | 3.855.729     | -188.099                              |
| 425      | 1.135.722          | 3.295.853              | 4.431.575    | 4.369.826     | -61.749                               |
| 449      | 1.135.722          | 3.485.350              | 4.621.072    | 4.621.072     | 0                                     |
| 499      | 1.135.722          | 3.873.097              | 5.008.819    | 5.135.169     | 126.350                               |
| 549      | 1.135.722          | 4.260.845              | 5.396.567    | 5.649.266     | 252.700                               |
| 599      | 1.135.722          | 4.648.592              | 5.784.314    | 6.163.364     | 379.049                               |
| 649      | 1.135.722          | 5.036.339              | 6.172.062    | 6.677.461     | 505.399                               |
| 699      | 1.135.722          | 5.424.087              | 6.559.809    | 7.191.558     | 631.749                               |
| 749      | 1.135.722          | 5.811.834              | 6.947.556    | 7.705.655     | 758.099                               |

Il Business Plan: pianificazione e valutazione degli investimenti

63

## BEA: IL DIAGRAMMA DI REDDITIVITA'

ISTITUTO  
DI RICERCA  
DEI DOTTORI COMMERCIALISTI  
E DEGLI ESPERTI CONTABILI



Il Business Plan: pianificazione e valutazione degli investimenti

64

### Elementi principali

- Appesantimento struttura
- Rapida obsolescenza o degrado
- Vantaggi/svantaggi acquisto
- Vantaggi/svantaggi leasing
- *Build*
- Lease, build, buy e ciclo di vita

- Il **costo di acquisto** del nuovo macchinario è = € 50.000.
- La vita utile è stimata in **5 anni** e l'ammortamento avverrà a quote costanti (€ 10,000).
- Si ipotizza un'aliquota fiscale pari al **35%**, il risparmio fiscale annuale sarà pari a € 3.500.
- In alternativa, **leasing** con un contratto quinquennale il cui **canone annuo** è pari a € 12.500.
- Ipotizzando la possibilità di dedurre interamente tali canoni, il loro **costo post-tasse** sarà pari a  $12.500 \times (1 - 35\%) = \text{€ } 8.125$ .
- Si suppone che il contratto non includa manutenzione o altri servizi, così che i costi globali siano identici in caso di acquisto o di leasing.
- L'ultima assunzione riguarda il **valore finale** del bene, posto **uguale a zero** al termine dei cinque anni. I flussi di cassa derivanti dalle due alternative sono sintetizzati nella figura seguente.

## SCELTE DI LEASE OR BUY: CASO PRATICO

ISTITUTO  
DI RICERCA  
DEI DOTTORI COMMERCIALISTI  
E DEGLI ESPERTI CONTABILI

|                                     | Anno | 0               | 1              | 2              | 3              | 4              | 5            |
|-------------------------------------|------|-----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|--------------|
| <b>ACQUISTO</b>                     |      |                 |                |                |                |                |              |
| 1. Investimento iniziale            |      | 50.000          | -              | -              | -              | -              | -            |
| 2. Deduzione amm.to (t = 35%)       |      | -               | 3.500          | 3.500          | 3.500          | 3.500          | 3.500        |
| <b>3. Free cash flow (acquisto)</b> |      | <b>(50.000)</b> | <b>3.500</b>   | <b>3.500</b>   | <b>3.500</b>   | <b>3.500</b>   | <b>3.500</b> |
| <b>LEASING</b>                      |      |                 |                |                |                |                |              |
| 4. Pagamento canoni                 |      | (12.500)        | (12.500)       | (12.500)       | (12.500)       | (12.500)       | -            |
| 5. Risparmio fiscale (t = 35%)      |      | 4.375           | 4.375          | 4.375          | 4.375          | 4.375          | -            |
| <b>6. Free cash flow (leasing)</b>  |      | <b>(8.125)</b>  | <b>(8.125)</b> | <b>(8.125)</b> | <b>(8.125)</b> | <b>(8.125)</b> |              |

Valore attuale acquisto (i = 8%) = - 36.026

Valore attuale leasing (i = 8%) = - 35.036

Il Business Plan: pianificazione e valutazione degli investimenti

67

## LEASE OR DEBT: CASO PRATICO

ISTITUTO  
DI RICERCA  
DEI DOTTORI COMMERCIALISTI  
E DEGLI ESPERTI CONTABILI

Il confronto deve essere effettuato determinando l'ammontare del prestito che genererebbe le stesse obbligazioni future per l'azienda (*lease-equivalent loan*), calcolando i flussi di cassa incrementali tra acquisto e leasing  
 $[i = 8\% \cdot (1 - 35\%) = 5,2\%]$ .

|                                        | Anno | 0             | 1               | 2               | 3               | 4               | 5              |
|----------------------------------------|------|---------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|----------------|
| <b>LEASING vs ACQUISTO</b>             |      |               |                 |                 |                 |                 |                |
| 1. Cash flow leasing                   |      | (8.125)       | (8.125)         | (8.125)         | (8.125)         | (8.125)         |                |
| 2. Cash flow acquisto                  |      | 50.000        | (3.500)         | (3.500)         | (3.500)         | (3.500)         | (3.500)        |
| <b>3. Free cash flow (lease - buy)</b> |      | <b>41.875</b> | <b>(11.625)</b> | <b>(11.625)</b> | <b>(11.625)</b> | <b>(11.625)</b> | <b>(3.500)</b> |

$$\text{Ammontare del prestito} = \frac{11.625}{1.052} + \frac{11.625}{1.052^2} + \frac{11.625}{1.052^3} + \frac{11.625}{1.052^4} + \frac{3.500}{1.052^5} = \text{€ } 43.747$$

Il Business Plan: pianificazione e valutazione degli investimenti

68

## LEASE OR DEBT: CASO PRATICO

ISTITUTO  
DI RICERCA  
DEI DOTTORI COMMERCIALISTI  
E DEGLI ESPERTI CONTABILI

| Anno                              | 0        | 1        | 2        | 3        | 4        | 5       |
|-----------------------------------|----------|----------|----------|----------|----------|---------|
| <b>INDEBITAMENTO</b>              |          |          |          |          |          |         |
| 1. Prestito residuo (VA al 5.2%)  | 43.747   | 34.397   | 24.561   | 14.213   | 3.327    | -       |
| 2. Restituz. Prestito (pagamenti) | -        | (9.350)  | (9.836)  | (10.348) | (10.886) | (3.327) |
| 3. Interessi (tasso = 8%)         |          | (3.500)  | (2.752)  | (1.965)  | (1.137)  | (266)   |
| 4. Deduzione interessi (t = 35%)  |          | 1.225    | 963      | 688      | 398      | 93      |
| 5. Cash flow netto del prestito   | 43.747   | (11.625) | (11.625) | (11.625) | (11.625) | (3.500) |
| 6. Cash flow acquisto             | (50.000) | 3.500    | 3.500    | 3.500    | 3.500    | 3.500   |
| 7. Cash flow prestito + acquisto  | (6.253)  | (8.125)  | (8.125)  | (8.125)  | (8.125)  | -       |

**Valore attuale alternativa debt = - 33.164**

**VA buy = - 36.026**

**VA leasing = - 35.036**

*Il Business Plan: pianificazione e valutazione degli investimenti*

69

## Il budget economico pluriennale

ISTITUTO  
DI RICERCA  
DEI DOTTORI COMMERCIALISTI  
E DEGLI ESPERTI CONTABILI

*Il Business Plan: pianificazione e valutazione degli investimenti*

70

## IL BUDGET ECONOMICO PLURIENNALE

ISTITUTO  
DI RICERCA  
DEI DOTTORI COMMERCIALISTI  
E DEGLI ESPERTI CONTABILI

Oltre al budget delle vendite, al fine di elaborare il budget economico previsionale è necessario analizzare:

- 1) Costi di produzione (diretti e indiretti, fissi e variabili)
- 2) Costi commerciali
- 3) Costi di marketing e logistica
- 4) Spese generali
- 5) R&S
- 6) Imposte

## LE CONFIGURAZIONI DI CONTO ECONOMICO

ISTITUTO  
DI RICERCA  
DEI DOTTORI COMMERCIALISTI  
E DEGLI ESPERTI CONTABILI

Le riclassificazioni di Conto Economico sono molteplici e dotate di diversi livelli di aggregazione a seconda dei risultati che si intende evidenziare. Le più utilizzate sono:

- **RICLASSIFICAZIONE A COSTO DEL VENDUTO**
- **RICLASSIFICAZIONE A MARGINE DI CONTRIBUZIONE**
- **RICLASSIFICAZIONE A VALORE AGGIUNTO**

## RICLASSIFICAZIONE C.E. A COSTO DEL VENDUTO

ISTITUTO  
DI RICERCA  
DEI DOTTORI COMMERCIALISTI  
E DEGLI ESPERTI CONTABILI

### Ricavi di vendita

- (-) Costo del venduto
  - (+) Rimanenze iniziali
  - (+) Acquisti di materie prime e semilavorati
  - (-) Rimanenze finali
  - (+) Costi industriali diretti (lavoro, energia, ammortamenti, ecc.)

### (=) Risultato lordo industriale

- (-) Spese generali (costi indiretti)
  - (-) Costi commerciali e distributivi
  - (-) Costi amministrativi e generali

### (=) Risultato operativo (EBIT)

- (+/-) Proventi/oneri finanziari
- (+/-) Componenti straordinari di reddito

### (=) Risultato ante imposte (EBT)

- (-) Imposte di esercizio

### (=) Risultato netto

## RICLASSIFICAZIONE C.E. A MARGINE DI CONTRIBUZIONE

ISTITUTO  
DI RICERCA  
DEI DOTTORI COMMERCIALISTI  
E DEGLI ESPERTI CONTABILI

### Ricavi di vendita

- (-) Costi variabili industriali
- (-) Costi variabili commerciali e distributivi
- (-) Costi variabili generali amministrativi

### (=) Margine di contribuzione

- (-) Costi fissi industriali
- (-) Costi fissi commerciali e distributivi
- (-) Costi fissi generali e amministrativi

### (=) Risultato operativo (EBIT)

- (+/-) Proventi/oneri finanziari
- (+/-) Componenti straordinari di reddito

### (=) Risultato ante imposte (EBT)

- (-) Imposte di esercizio

### (=) Risultato netto

## RICLASSIFICAZIONE C.E. A VALORE AGGIUNTO

ISTITUTO  
DI RICERCA  
DEI DOTTORI COMMERCIALISTI  
E DEGLI ESPERTI CONTABILI

### Ricavi di vendita

- (+) Variazione rimanenze prodotti in lavorazione, semilavorati e finiti
- (+) Variazione lavori in corso su ordinazione
- (+) Incrementi immobilizzazioni per lavori interni

### (=) VALORE DELLA PRODUZIONE

- (-) Acquisti materie prime, sussidiarie, di consumo e di merci
- (+) Variazione rimanenze materie prime, sussidiarie, di consumo e merci
- (-) Costi per servizi e per godimento beni di terzi

### (=) VALORE AGGIUNTO

- (-) Costo per il personale

### (=) MARGINE OPERATIVO LORDO (MOL)

- (-) Ammortamenti e accantonamenti

### (=) REDDITO OPERATIVO

- (+/-) Proventi/oneri finanziari
- (+/-) Componenti straordinari di reddito

### (=) REDDITO ANTE IMPOSTE

- (-) Imposte sul reddito

### (=) REDDITO NETTO

## Piano finanziario, struttura e costo del capitale

ISTITUTO  
DI RICERCA  
DEI DOTTORI COMMERCIALISTI  
E DEGLI ESPERTI CONTABILI

## IL PIANO FINANZIARIO

ISTITUTO  
DI RICERCA  
DEI DOTTORI COMMERCIALISTI  
E DEGLI ESPERTI CONTABILI

Al fine di gestire al meglio la realizzazione del progetto e non incorrere in situazioni di *gap* finanziario, in relazione agli investimenti da effettuare è necessario elaborare una:

- Stima del fabbisogno
- Verifica della copertura finanziaria degli impieghi
- Analisi omogeneità fonti

## IL PIANO FINANZIARIO

ISTITUTO  
DI RICERCA  
DEI DOTTORI COMMERCIALISTI  
E DEGLI ESPERTI CONTABILI

| IMPIEGHI                   |            | FONTI                         |            |
|----------------------------|------------|-------------------------------|------------|
| <b>Attività fisse</b>      |            | <b>Fonti stabili</b>          |            |
| Impianti                   | 40         | Debiti m/l termine            | 80         |
| Macchinari                 | 100        | Mezzi propri                  | 100        |
| <b>Attivo circolante</b>   |            | <b>Fonti a breve termine</b>  |            |
| Crediti                    | 30         | Debiti commerciali            | 20         |
| Rimanenze                  | 20         |                               |            |
| <b>Totale impieghi</b>     | <b>190</b> | <b>Totale fonti</b>           | <b>200</b> |
| <i>Surplus finanziario</i> | <i>10</i>  | <i>Fabbisogno finanziario</i> | <i>-</i>   |

## LA SCELTA DELLE FONTI FINANZIARIE

ISTITUTO  
DI RICERCA  
DEI DOTTORI COMMERCIALISTI  
E DEGLI ESPERTI CONTABILI

I principali elementi in base ai quali valutare la scelta della struttura del capitale necessaria a finanziare gli investimenti sono:

- 1) Vantaggio fiscale
- 2) Rischio
- 3) Costi del dissesto
- 4) Costi di agenzia
- 5) Flessibilità finanziaria
- 6) Controllo
- 7) Leva finanziaria
- 8) Il WACC

Trade-off

## LA SCELTA DELLE FONTI FINANZIARIE

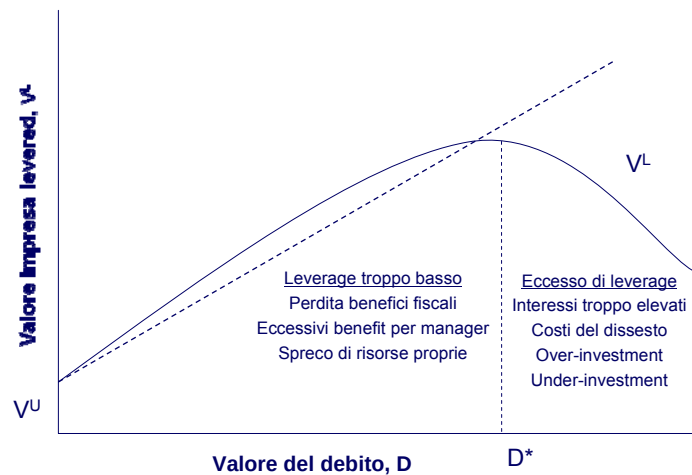
ISTITUTO  
DI RICERCA  
DEI DOTTORI COMMERCIALISTI  
E DEGLI ESPERTI CONTABILI

La scelta del **rapporto debt/equity ottimale** è influenzata da diversi fattori (tra loro a volte confliggenti) che è necessario combinare per ottenere il trade-off ottimale tra:

- ✓ **aspetti fiscali**: la deducibilità degli interessi passivi rende il ricorso al debito conveniente dal punto di vista tributario;
- ✓ **sostenibilità**: la società dovrà essere in grado di generare liquidità sufficiente a ripagare la quota capitale e la quota interessi, senza incorrere in situazioni di tensione o gap finanziario;
- ✓ **redditività dei mezzi propri**: sia dal punto di vista contabile che finanziario, una eccessiva iniezione di equity, pur diminuendo i rischi di default, rischia di non consentire il raggiungimento di un'adeguata remunerazione degli sponsor;
- ✓ **valore della società**: se il valore di un'impresa è pari al valore attualizzato dei suoi flussi di cassa, al fine di ottimizzarlo è necessario minimizzare il costo medio ponderato del capitale.

## LA SCELTA DELLE FONTI FINANZIARIE

ISTITUTO  
DI RICERCA  
DEI DOTTORI COMMERCIALISTI  
E DEGLI ESPERTI CONTABILI



Il Business Plan: pianificazione e valutazione degli investimenti

81

## LA LEVA FINANZIARIA: ELEMENTI DECISIONALI

ISTITUTO  
DI RICERCA  
DEI DOTTORI COMMERCIALISTI  
E DEGLI ESPERTI CONTABILI

- Influenza del *leverage* sulla redditività netta:

$$ROE = [ROI + D/E (ROI - i)] * (1-t)$$

- Il grado di leva finanziaria:

$$GLF = \frac{\frac{\Delta EPS}{EPS}}{\frac{\Delta EBIT}{EBIT}}$$

$$GLF = \frac{EBIT}{EBIT - I}$$

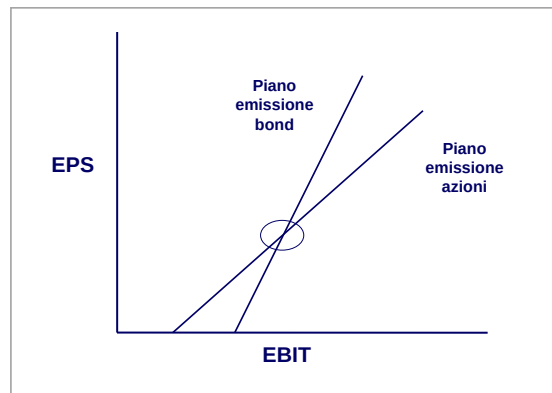
- Il rapporto tra EBIT e EPS

Il Business Plan: pianificazione e valutazione degli investimenti

82

## IL RAPPORTO EPS/EBIT

ISTITUTO  
DI RICERCA  
DEI DOTTORI COMMERCIALISTI  
E DEGLI ESPERTI CONTABILI



$$\text{Punto di crossover : } \frac{\text{Debito}}{(EBIT - I)(1 - t) - P} = \frac{\text{Equity}}{(EBIT - I)(1 - t) - P}$$

$N_a \qquad N_b$

Il Business Plan: pianificazione e valutazione degli investimenti

83

## IL RAPPORTO EPS/EBIT: CASO PRATICO

ISTITUTO  
DI RICERCA  
DEI DOTTORI COMMERCIALISTI  
E DEGLI ESPERTI CONTABILI

- Oneri finanziari per finanziamenti già in essere pari a € 4.000.
- Esistono 1.500 azioni in circolazione.
- Per finanziare un nuovo investimento, si può ricorrere in alternativa a:
  - capitale proprio attraverso l'emissione di **500 nuove azioni**;
  - prestito obbligazionario (con ulteriori oneri finanziari per € 4.250).
- Assumendo P uguale a 0 e l'aliquota fiscale pari a 0.5, l'equazione assumerebbe i seguenti valori:

$$\frac{(EBIT - € 4.000)(1 - 0.5)}{2.000} = \frac{(EBIT - € 8.250)(1 - 0.5)}{1.500}$$

Risolvendo l'equazione per l'incognita EBIT, il risultato è di **€ 21.000**, che rappresenta il valore dell' EBIT per cui l'EPS dei due piani di finanziamento risulta identico. Al di sopra di tale valore è più conveniente l'alternativa dell'indebitamento.

Il Business Plan: pianificazione e valutazione degli investimenti

84

## LE ALTERNATIVE DI FINANZIAMENTO

ISTITUTO  
DI RICERCA  
DEI DOTTORI COMMERCIALISTI  
E DEGLI ESPERTI CONTABILI

Equity



«3 F».  
Più costoso (*residual claimant*): esigenze di redditività degli sponsor e bancabilità.

Debito



- 1) «Senior debt»
- 2) Debito privilegiato (rispetto alle passività)
- 3) Obbligazioni

Forme ibride  
("quasi equity")



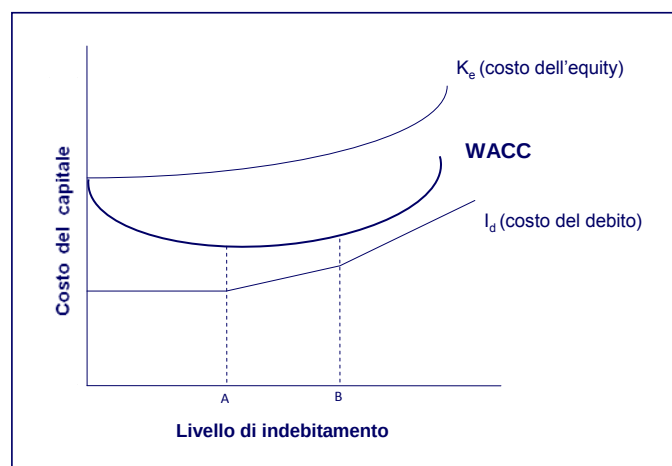
- 1) Debito subordinato
- 2) Prestito partecipativo: parte della remunerazione legata alle performance. *Equity injections* al verificarsi di *trigger event*. *Spread* funzione di redditività e solidità patrimoniale
- 3) «Mezzanino»: debito subordinato + *bullet* con eventuale *equity kicker* (sottoscrizione di azioni in base a determinati parametri).

VAT facility

## LA SCELTA DELLE FONTI FINANZIARIE: IL WACC

ISTITUTO  
DI RICERCA  
DEI DOTTORI COMMERCIALISTI  
E DEGLI ESPERTI CONTABILI

La relazione tra struttura finanziaria e costo del capitale può essere così rappresentata



## LA SCELTA DELLE FONTI FINANZIARIE: IL WACC

ISTITUTO  
DI RICERCA  
DEI DOTTORI COMMERCIALISTI  
E DEGLI ESPERTI CONTABILI

Il costo medio ponderato del capitale (o WACC - *Weighted Average Cost of Capital*) è l'elemento principale per la valutazione dell'investimento.

E' una media ponderata tra il costo del debito al netto dell'imposizione fiscale ed il costo del capitale proprio, "pesati" per la rispettiva percentuale di incidenza rispetto all'intera struttura del capitale.

Formalizzando tale concetto, il costo medio ponderato del capitale può essere espresso come segue:

$$WACC = \frac{E}{(D+E)} k_e + \frac{D}{(D+E)} I_d(1-t)$$

Dove:

D = ammontare dei debiti onerosi

E = ammontare dei mezzi propri

I<sub>d</sub> = tasso di interesse dei debiti onerosi

K<sub>e</sub> = costo dei mezzi propri determinato quale costo opportunità

T = aliquota fiscale

## LA SCELTA DELLE FONTI FINANZIARIE: IL WACC

ISTITUTO  
DI RICERCA  
DEI DOTTORI COMMERCIALISTI  
E DEGLI ESPERTI CONTABILI

L'elemento di più difficile valutazione è certamente il costo dell'equity, che in base al CAPM può essere calcolato come segue:

$$k_e = r_f + \beta (r_m - r_f)$$

Il coefficiente  $\beta$  è un parametro di definizione del "rischio specifico" di un'attività e può essere espresso come semplice rapporto tra la covarianza del rendimento dell'investimento in questione ( $r_i$ ) con il rendimento del mercato ( $r_m$ ) e la varianza di quest'ultimo:

$$\beta = \frac{COV(r_i, r_m)}{VAR(r_m)}$$

## LA SCELTA DELLE FONTI FINANZIARIE: IL WACC

ISTITUTO  
DI RICERCA  
DEI DOTTORI COMMERCIALISTI  
E DEGLI ESPERTI CONTABILI

| Rilevazione dei Beta "Levered" di mercato |                |
|-------------------------------------------|----------------|
| Società                                   | Beta "Levered" |
| Società alfa                              | 0,757          |
| Società beta                              | 0,704          |

| Calcolo del Beta "Unlevered"                                               |                       |                             |      |          |                  |
|----------------------------------------------------------------------------|-----------------------|-----------------------------|------|----------|------------------|
| Formula di "delevering"<br>$\beta_U = \beta_L / [1 + (1 - t_{res}) * D/E]$ | Market Capitalisation | Posizione Finanziaria Netta | D/E  | Tax Rate | Beta "Unlevered" |
| Società alfa                                                               | 11.559                | 10.354                      | 0,90 | 27,50%   | 0,459            |
| Società beta                                                               | 1.986                 | 1.493                       | 0,75 | 27,50%   | 0,456            |
| Media                                                                      |                       |                             |      |          | 0,457            |

| Beta "Levered" per la Società                                            |              |                             |     |          |                |
|--------------------------------------------------------------------------|--------------|-----------------------------|-----|----------|----------------|
| Formula di "levering"<br>$\beta_L = \beta_U * [1 + (1 - t_{res}) * D/E]$ | Mezzi Propri | Posizione Finanziaria Netta | D/E | Tax Rate | Beta "Levered" |
| Società                                                                  | 40,00%       | 60,00%                      | 1,5 | 27,50%   | 0,955          |

dove:

$\beta_U$  = Beta "Unlevered"

$\beta_L$  = Beta "Levered"

$t_{res}$  = aliquota fiscale ai fini IRES

D = Posizione Finanziaria Netta

E = Capitalizzazione

Il Business Plan: pianificazione e valutazione degli investimenti

89

## Fabbisogno di CCN e budget di cassa

ISTITUTO  
DI RICERCA  
DEI DOTTORI COMMERCIALISTI  
E DEGLI ESPERTI CONTABILI

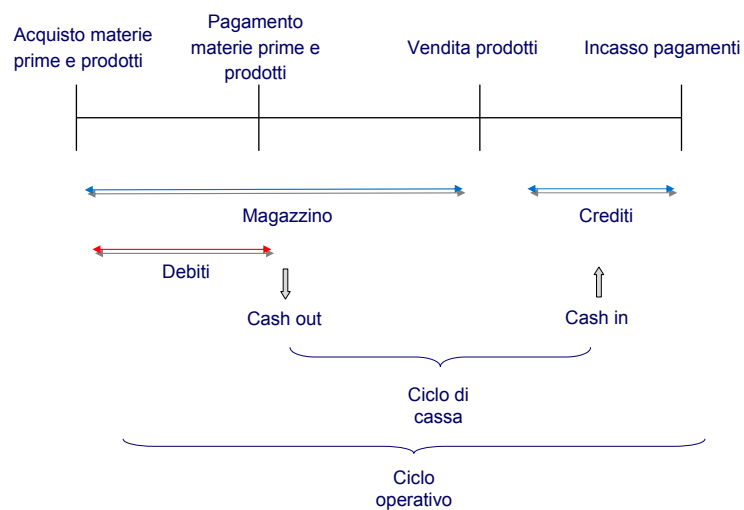
Il Business Plan: pianificazione e valutazione degli investimenti

90

### Principali elementi di valutazione:

- 1) Il ciclo di conversione di cassa
- 2) Gestione crediti:
  - Meritevolezza dei clienti
  - Costo (economico e finanziario)
- 3) Gestione scorte:
  - Trade-off
  - Definizione EOQ e scorta di sicurezza
- 4) Gestione dei debiti

## IL BUDGET DI CASSA E IL CICLO OPERATIVO



## FABBISOGNO FINANZIARIO PER INVESTIMENTI IN CCN

ISTITUTO  
DI RICERCA  
DEI DOTTORI COMMERCIALISTI  
E DEGLI ESPERTI CONTABILI

### Ciclo di cassa Dell Computer

|                                   | 1995         | 2001           | 2002           | 2003           | 2004           |
|-----------------------------------|--------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Gg. Crediti                       | 50.04        | 26.57          | 26.66          | 32.01          | 32.74          |
| Gg. Scorte                        | 37.36        | 3.99           | 9.22           | 7.75           | 4.20           |
| Gg. Debiti                        | (40.58)      | (72.87)        | (75.79)        | (79.41)        | (81.46)        |
| <b>Ciclo di conversione (CCC)</b> | <b>46.81</b> | <b>(42.30)</b> | <b>(39.90)</b> | <b>(39.64)</b> | <b>(44.51)</b> |

### Livello previsto di fabbisogno finanziario per CCN

|                                | Trimestre | 2010 - IV    | 2011 - I     | 2011 - II    | 2011 - III   | 2011 - IV    |
|--------------------------------|-----------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Crediti                        |           | 3.273        | 1.200        | 600          | 600          | 3.600        |
| Rimanenze                      |           | 300          | 950          | 2.900        | 4.850        | 300          |
| Debiti                         |           | (477)        | (525)        | (525)        | (525)        | (525)        |
| <b>Fabbisogno netto di CCN</b> |           | <b>3.095</b> | <b>1.625</b> | <b>2.975</b> | <b>4.925</b> | <b>3.375</b> |

## IL BUDGET DI CASSA

ISTITUTO  
DI RICERCA  
DEI DOTTORI COMMERCIALISTI  
E DEGLI ESPERTI CONTABILI

### Elementi di valutazione

- Propensione al rischio
- Problematiche del *cash holding*
- Motivazioni per detenere liquidità:
  - Precauzionali
  - Speculativi
  - Transazionali
- Influenza del ciclo di conversione

## IL BUDGET DI CASSA

ISTITUTO  
DI RICERCA  
DEI DOTTORI COMMERCIALISTI  
E DEGLI ESPERTI CONTABILI

### Budget delle entrate di cassa

|                                     | Gennaio    | Febbraio   | Marzo      | Aprile     |
|-------------------------------------|------------|------------|------------|------------|
| <b>Vendite previste</b>             | <b>130</b> | <b>145</b> | <b>165</b> | <b>100</b> |
| Incassi immediati (10%)             | 13         | 14,5       | 16,5       | 10         |
| Incassi a 30 giorni (65%)           | -          | 84,5       | 94,5       | 107,4      |
| Incassi a 60 giorni (20%)           | -          | -          | 26         | 29         |
| Incassi a 90 giorni (2%)            | -          | -          | -          | 2,6        |
| <b>Incassi totali dalle vendite</b> | <b>13</b>  | <b>99</b>  | <b>137</b> | <b>149</b> |

Note: si assume un 3% di perdite su crediti

## IL BUDGET DI CASSA

ISTITUTO  
DI RICERCA  
DEI DOTTORI COMMERCIALISTI  
E DEGLI ESPERTI CONTABILI

### Budget delle uscite di cassa

|                                      | Gennaio    | Febbraio  | Marzo      | Aprile     |
|--------------------------------------|------------|-----------|------------|------------|
| <b>Acquisti input</b>                | <b>70</b>  | <b>90</b> | <b>100</b> | <b>80</b>  |
| Pagamenti immediati (10%)            | 7          | 9         | 10         | 8          |
| Pagamenti a 30 giorni (65%)          | -          | 45,5      | 58,5       | 65         |
| Incassi a 60 giorni (25%)            | -          | -         | 17,5       | 22,5       |
| Spese generali                       | 10         | 10        | 10         | 10         |
| Spese in attività fisse              | 4          | 3,5       | 50         | 2,5        |
| Imposte ed interessi                 | 5          | 4         | 6          | 4          |
| <b>Totale uscite di cassa</b>        | <b>26</b>  | <b>71</b> | <b>151</b> | <b>112</b> |
| <b>Fonti al netto degli impieghi</b> | <b>-13</b> | <b>28</b> | <b>-14</b> | <b>37</b>  |

## IL BUDGET DI CASSA

ISTITUTO  
DI RICERCA  
DEI DOTTORI COMMERCIALISTI  
E DEGLI ESPERTI CONTABILI

Calcolo del fabbisogno di breve termine

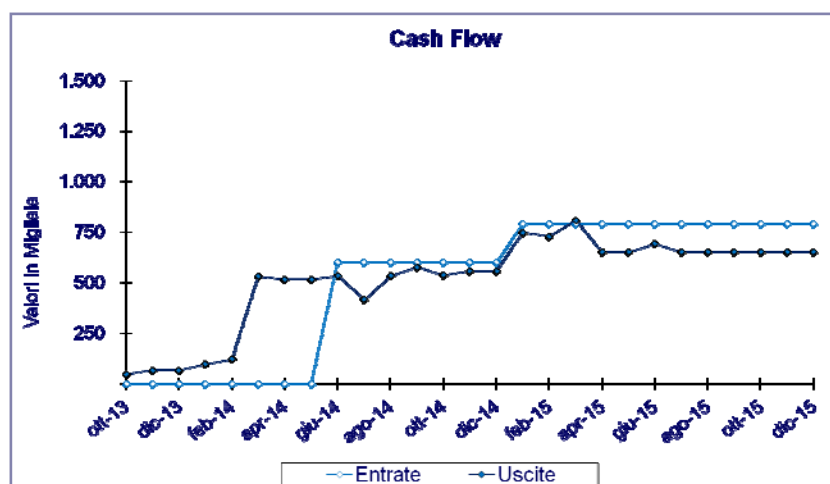
|                                      | Gennaio | Febbraio | Marzo | Aprile |
|--------------------------------------|---------|----------|-------|--------|
| 1. Cassa all'inizio del periodo      | 20      | 7        | 35    | 21     |
| 2. Variazione del saldo di cassa     | -13     | 28       | -14   | 37     |
| 3. Cassa alla fine del periodo (1+2) | 7       | 35       | 21    | 58     |
| 4. Target di cassa minimo            | 5       | 5        | 5     | 5      |
| 5. Fabbisogno totale di b/t (4-3)*   | -2      | -30      | -16   | -53    |

\* Un valore negativo rappresenta un surplus di cassa: in questo caso, l'impresa non deve raccogliere ulteriori fondi in nessuno dei mesi considerati per far fronte ai propri esborsi finanziari.

## IL BUDGET DI CASSA

ISTITUTO  
DI RICERCA  
DEI DOTTORI COMMERCIALISTI  
E DEGLI ESPERTI CONTABILI

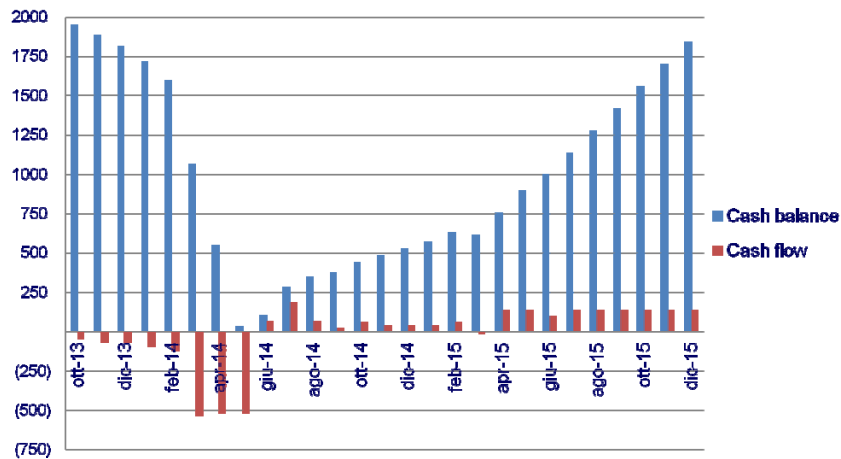
Calcolo del fabbisogno di breve termine



## IL BUDGET DI CASSA

ISTITUTO  
DI RICERCA  
DEI DOTTORI COMMERCIALISTI  
E DEGLI ESPERTI CONTABILI

Cash flow e cash balance



**Valutazione dell'investimento:**  
redditività, sostenibilità  
finanziaria e creazione di valore

ISTITUTO  
DI RICERCA  
DEI DOTTORI COMMERCIALISTI  
E DEGLI ESPERTI CONTABILI

## LA VALUTAZIONE DELL'INVESTIMENTO

ISTITUTO  
DI RICERCA  
DEI DOTTORI COMMERCIALISTI  
E DEGLI ESPERTI CONTABILI

- Analisi indicatori “tradizionali” (ROI, ROE, ...)
- Payback
- VAN e profitability index
- TIR
- Distinzione indici degli azionisti e indici di progetto
- Gli indicatori di bancabilità
- L'analisi del valore creato
- Valore delle opzioni reali e VAN allargato

## GLI INDICATORI “TRADIZIONALI”

ISTITUTO  
DI RICERCA  
DEI DOTTORI COMMERCIALISTI  
E DEGLI ESPERTI CONTABILI

- **Economici**
  - $ROI = RO / CI = ROS \times \text{Capital Turnover} = RO / V \times V / CI$
  - $ROE = ROI \times \text{Leverage ratio} \times \text{tasso incidenza gestione extracaratt.}$
  - $ROE = RN / CP = RO / CI \times CI / CP \times RN / RO$
- **Finanziari / patrimoniali**
  - $ROD = \text{Oneri finanziari} / \text{Debiti onerosi}$
  - $\text{Copertura oneri finanziari} = EBIT / \text{Oneri finanziari}$
  - Margini di struttura (grado di copertura delle immobilizzazioni)
  - $\text{Leverage} = D / E - D / CI - CI / CP$

## GLI INDICATORI FINANZIARI: I FLUSSI DI CASSA

ISTITUTO  
DI RICERCA  
DEI DOTTORI COMMERCIALISTI  
E DEGLI ESPERTI CONTABILI

E' necessario distinguere i flussi di cassa operativi (*unlevered*) e quelli disponibili per gli azionisti (*free cash flow to equity – levered*).

I **flussi di operativi** possono essere calcolati come segue  
(metodo diretto):

- (+) Ricavi da attività di gestione
- (-) Costi per acquisto di input (es. materie prime)
- (-) Costi per manutenzioni e riparazioni
- (-) Altri costi
- (-) Carico fiscale su saldo gestione operativa (IRES e IRAP)
- (=) Flusso netto di circolante della gestione corrente**
- (+/-) Variazione del capitale circolante netto
- (-/+ ) Investimenti (Disinvestimenti) in immobilizzazioni
- (=) Flusso di cassa operativo**

## GLI INDICATORI FINANZIARI: I FLUSSI DI CASSA

ISTITUTO  
DI RICERCA  
DEI DOTTORI COMMERCIALISTI  
E DEGLI ESPERTI CONTABILI

Per misurare i **flussi di cassa disponibili per gli azionisti e la liquidità finale**, è necessario tenere in considerazione, rispettivamente, l'incidenza del servizio del debito e i dividendi distribuiti:

### **Flusso di cassa operativo**

- (+) Versamenti capitale sociale
- (+) Accensione finanziamenti
- (+) Imposte su reddito operativo
- (-) Imposte su reddito netto
- (=) Flusso di cassa disponibile per il *debt service***
- (-) Pagamento interessi passivi
- (-) Rimborso quote capitale debito
- (=) Flusso di cassa disponibile per gli azionisti (FCFE)**
- (-) Pagamento dividendi ad azionisti
- (=) Flusso di cassa netto dell'esercizio**

Fonte: *UTFP*

## GLI INDICATORI FINANZIARI: REDDITIVITA'

ISTITUTO  
DI RICERCA  
DEI DOTTORI COMMERCIALISTI  
E DEGLI ESPERTI CONTABILI

- **Pay back period:** calcola il numero di anni necessari affinché i flussi di cassa positivi eguolino i flussi negativi legati all'investimento.
- **Valore Attuale Netto** (VAN o NPV): calcola il valore attuale del progetto sommando i flussi di cassa attualizzati al tasso medio ponderato del costo dei capitali utilizzati (WACC):

$$VAN = \sum_{t=1}^n \frac{FCO_t}{(1+r)^t} - \sum_{t=0}^n \frac{INV_t}{(1+r)^t}$$

dove

$FCO_t$  = flusso di cassa al periodo  $t$

$n$  = numero di periodi considerati

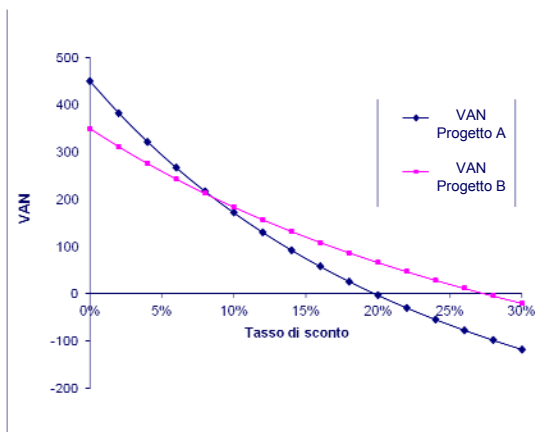
$r$  = tasso utilizzato per l'attualizzazione dei flussi (WACC)

## GLI INDICATORI FINANZIARI DI REDDITIVITA': IL VAN

ISTITUTO  
DI RICERCA  
DEI DOTTORI COMMERCIALISTI  
E DEGLI ESPERTI CONTABILI

Profilo del VAN in relazione al tasso di attualizzazione per due investimenti mutuamente esclusivi.

| Tasso di sconto | VAN progetto A | VAN progetto B |
|-----------------|----------------|----------------|
| 0%              | 450,00         | 350,00         |
| 2%              | 382,57         | 311,53         |
| 4%              | 321,69         | 275,90         |
| 6%              | 266,60         | 242,84         |
| 8%              | 216,64         | 212,11         |
| 10%             | 171,22         | 183,49         |
| 12%             | 129,85         | 156,79         |
| 14%             | 92,08          | 131,84         |
| 16%             | 57,53          | 108,47         |
| 18%             | 25,86          | 86,57          |
| 20%             | -3,22          | 66,00          |
| 22%             | -29,96         | 46,66          |
| 24%             | -54,61         | 28,45          |
| 26%             | -77,36         | 11,28          |
| 28%             | -98,39         | -4,93          |
| 30%             | -117,87        | -20,25         |



## GLI INDICATORI FINANZIARI DI REDDITIVITA': IL VAN

ISTITUTO  
DI RICERCA  
DEI DOTTORI COMMERCIALISTI  
E DEGLI ESPERTI CONTABILI

VAN: l'importanza della scansione temporale dei flussi di cassa

| YEAR-END CASH FLOWS                 |              |
|-------------------------------------|--------------|
| Costo iniziale                      | 10.000,00    |
| Cash flow annuale                   | 3.000,00     |
| Tasso attualizzazione               | 15%          |
| Anno                                | Cash flow    |
| 0                                   | -10.000,00   |
| 1                                   | 3.000,00     |
| 2                                   | 3.000,00     |
| 3                                   | 3.000,00     |
| 4                                   | 3.000,00     |
| 5                                   | 3.000,00     |
| <b>VAN</b><br>(year-end cash flows) | <b>56,47</b> |

| CASH FLOWS TRIMESTRALI                 |               |
|----------------------------------------|---------------|
| Costo iniziale                         | 10.000,00     |
| Cash flow annuale                      | 3.000,00      |
| Tasso attualizzazione                  | 3,56%         |
| Formula: $(1 + 15\%)^{(1/4)} - 1$      |               |
| Trimestre                              | Cash flow     |
| 0                                      | -10.000,00    |
| 1                                      | 750           |
| 2                                      | 750           |
| ...                                    | ...           |
| 19                                     | 750           |
| 20                                     | 750           |
| <b>VAN</b><br>(cash flows trimestrali) | <b>605,68</b> |

## GLI INDICATORI FINANZIARI DI REDDITIVITA': IL VAN

ISTITUTO  
DI RICERCA  
DEI DOTTORI COMMERCIALISTI  
E DEGLI ESPERTI CONTABILI

VAN di flussi infrannuali: un compromesso

|                       | A    | B             | C                                |                          |
|-----------------------|------|---------------|----------------------------------|--------------------------|
|                       | Anno | Cash flow     | Valore attuale                   |                          |
| 1                     | 0    | -10.000,00    | -10.000,00                       |                          |
| 2                     | 1    | 3.000,00      | 2.797,51                         | <-- =B2/(1 + r)^(A2-0,5) |
| 3                     | 2    | 3.000,00      | 2.432,62                         | <-- =B3/(1 + r)^(A3-0,5) |
| 4                     | 3    | 3.000,00      | 2.115,32                         |                          |
| 5                     | 4    | 3.000,00      | 1.839,41                         |                          |
| 6                     | 5    | 3.000,00      | 1.599,49                         |                          |
|                       |      | <b>784,36</b> | <-- =SOMMA (C1:C6)               |                          |
| <b>VAN (mid-year)</b> |      | <b>784,36</b> | <-- =B1+VAN(r;B2:B6)*(1 + r)^0,5 |                          |

## GLI INDICATORI FINANZIARI DI REDDITIVITA': IL VAN

ISTITUTO  
DI RICERCA  
DEI DOTTORI COMMERCIALISTI  
E DEGLI ESPERTI CONTABILI

VAN di flussi infrannuali: un compromesso e la funzione VAN.X

|   | A          | B             |                                       |
|---|------------|---------------|---------------------------------------|
|   | Data       | Cash flow     |                                       |
| 1 | 01-gen-02  | -10.000,00    |                                       |
| 2 | 01-lug-02  | 3.000,00      |                                       |
| 3 | 01-lug-03  | 3.000,00      |                                       |
| 4 | 01-lug-04  | 3.000,00      |                                       |
| 5 | 01-lug-05  | 3.000,00      |                                       |
| 6 | 01-lug-06  | 3.000,00      |                                       |
|   | <b>VAN</b> | <b>788,43</b> | <b>&lt;-- = VAN.X (r;B1:B6;A1:A6)</b> |

## GLI INDICATORI FINANZIARI DI REDDITIVITA': IL VAN

ISTITUTO  
DI RICERCA  
DEI DOTTORI COMMERCIALISTI  
E DEGLI ESPERTI CONTABILI

VAN per progetti con diversa durata

| Tasso      | 12%        |            | Tasso      | 12%        |            |
|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| Anno       | Impianto A | Impianto B | Anno       | Impianto A | Impianto B |
| 0          | -100       | -250       | 0          | -100       | -250       |
| 1          | 150        | 300        | 1          | 150        | 300        |
| 2          | 150        | 300        | 2          | 150        | 300        |
| 3          | 150        | 300        | 3          | 150        | 50         |
| 4          | 150        |            | 4          | 150        | 300        |
| 5          | 150        |            | 5          | 150        | 300        |
| 6          | 150        |            | 6          | 150        | 300        |
| <b>VAN</b> | <b>517</b> | <b>471</b> | <b>VAN</b> | <b>517</b> | <b>805</b> |

$$\sum_{t=1}^6 \frac{126}{(1,12)^t}$$

$$\sum_{t=1}^3 \frac{196}{(1,12)^t}$$

## GLI INDICATORI FINANZIARI DI REDDITIVITA': IL VAN

ISTITUTO  
DI RICERCA  
DEI DOTTORI COMMERCIALISTI  
E DEGLI ESPERTI CONTABILI

VAN per progetti con diversa durata: *equivalent annuity cash flow*

|            |            |            |
|------------|------------|------------|
| Tasso      | 12%        |            |
| Anno       | Impianto A | Impianto B |
| 0          | -100       | -250       |
| 1          | 150        | 300        |
| 2          | 150        | 300        |
| 3          | 150        | 300        |
| 4          | 150        |            |
| 5          | 150        |            |
| 6          | 150        |            |
| <b>VAN</b> | <b>517</b> | <b>471</b> |
| <b>EAC</b> | <b>126</b> | <b>196</b> |

$\leftarrow = \text{VAN}/\text{VA}(r;N;-1)$

## GLI INDICATORI FINANZIARI DI REDDITIVITA': IL VAN

ISTITUTO  
DI RICERCA  
DEI DOTTORI COMMERCIALISTI  
E DEGLI ESPERTI CONTABILI

VAN per progetti con diversa durata: *equivalent annuity cash flow*

|    | A                                                 | B               |                                    |
|----|---------------------------------------------------|-----------------|------------------------------------|
| 1  |                                                   |                 |                                    |
| 2  | Annual discount rate                              | 8%              |                                    |
| 3  | Monthly discount rate                             | 0,643%          | $\leftarrow = (1+B2)^{(1/12)}-1$   |
| 4  | Electric cost per kilowatt                        | \$ 0,10         |                                    |
| 5  |                                                   |                 |                                    |
| 6  | <b>Incandescent bulb</b>                          |                 |                                    |
| 7  | Watts                                             | 100             |                                    |
| 8  | Cost                                              | \$1,00          |                                    |
| 9  | Hours per month used                              | 250             |                                    |
| 10 | Lifetime of bulb (hours)                          | 1.000           |                                    |
| 11 | Lifetime in months                                | 4               |                                    |
| 12 | Monthly cost                                      | 2,50            |                                    |
| 13 | <b>NPV of lifetime use</b>                        | <b>\$ 10,84</b> | $\leftarrow = B8+VA(B3;B11;-B12)$  |
| 14 | <b>Monthly equivalent annuity cash flow (EAC)</b> | <b>\$ 2,75</b>  | $\leftarrow = B13/VA(B3;B11;-1)$   |
| 15 |                                                   |                 |                                    |
| 16 | <b>Equivalent fluorescent bulb</b>                |                 |                                    |
| 17 | Watts                                             | 15              |                                    |
| 18 | Cost                                              | \$5,00          |                                    |
| 19 | Hours per month used                              | 250             |                                    |
| 20 | Lifetime of bulb (hours)                          | 10.000          |                                    |
| 21 | Lifetime in months                                | 40              |                                    |
| 22 | Monthly cost                                      | 0,38            |                                    |
| 23 | <b>NPV of lifetime use</b>                        | <b>\$ 18,19</b> | $\leftarrow = B18+VA(B3;B21;-B22)$ |
| 24 | <b>Monthly equivalent annuity cash flow (EAC)</b> | <b>\$ 0,52</b>  | $\leftarrow = B23/VA(B3;B21;-1)$   |

## GLI INDICATORI FINANZIARI DI REDDITIVITA': IL TIR

ISTITUTO  
DI RICERCA  
DEI DOTTORI COMMERCIALISTI  
E DEGLI ESPERTI CONTABILI

**Tasso Interno di Rendimento** (TIR o IRR): tasso di attualizzazione che azzerava i flussi del progetto; il TIR rappresenta il tasso per il quale il VAN è nullo. Si ottiene attraverso la risoluzione dell'equazione:

$$\sum_{t=0}^{T_1} E_t (1 + TIR)^{-t} - \sum_{t=0}^{T_2} U_t (1 + TIR)^{-t}$$

dove

$E_t$  = flussi di cassa in entrata al tempo  $t$

$U_t$  = flussi di cassa in uscita al tempo  $t$

Un progetto risulta perseguibile quando il TIR è maggiore del costo opportunità del capitale (WACC).

Il TIR viene di norma confrontato con benchmark diverso a seconda che la valutazione sia fatta dallo Sponsor o dalle banche finanziatrici.

Possibili **problematiche applicative** (*profitability index*).

## GLI INDICATORI FINANZIARI DI REDDITIVITA': IL VAN

ISTITUTO  
DI RICERCA  
DEI DOTTORI COMMERCIALISTI  
E DEGLI ESPERTI CONTABILI

TIR di flussi infrannuali: la funzione TIR.X

|   | A         | B          |                           |
|---|-----------|------------|---------------------------|
|   | Date      | Cash flow  |                           |
| 1 | 01-gen-02 | -10.000,00 |                           |
| 2 | 01-lug-02 | 3.000,00   |                           |
| 3 | 01-lug-03 | 3.000,00   |                           |
| 4 | 01-lug-04 | 3.000,00   |                           |
| 5 | 01-lug-05 | 3.000,00   |                           |
| 6 | 01-lug-06 | 3.000,00   |                           |
|   | IRR       | 788,43     | <-- = TIR.X (B1:B6;A1:A6) |

## GLI INDICATORI FINANZIARI: LIMITI DEL TIR

ISTITUTO  
DI RICERCA  
DEI DOTTORI COMMERCIALISTI  
E DEGLI ESPERTI CONTABILI

Il **Tasso Interno di Rendimento** può presentare delle criticità, legate alla sua costruzione dal punto di vista matematico. La sua valutazione può portare a risultati difforni rispetto alla valutazione del VAN.

I principali difetti applicativi sono i seguenti:

- 1) per alcuni investimenti **non esiste alcun** TIR (il VAN, ad esempio, può essere positivo per ogni tasso di attualizzazione utilizzato);
- 2) può non distinguere tra situazioni di investimento e di finanziamento;
- 3) è possibile la presenza di **TIR multipli** (quando si verificano più cambiamenti di segno nei flussi di cassa);
- 4) può fornire informazioni inattendibili nella comparazione tra due investimenti di **dimensioni considerevolmente diverse**.

## GLI INDICATORI FINANZIARI: LIMITI DEL TIR

ISTITUTO  
DI RICERCA  
DEI DOTTORI COMMERCIALISTI  
E DEGLI ESPERTI CONTABILI

- 1) per alcuni investimenti **non esiste alcun** TIR (il VAN, ad esempio, può essere positivo per ogni tasso di attualizzazione utilizzato);

| Progetto | T <sub>0</sub> | T <sub>1</sub> | T <sub>2</sub> | TIR     | VAN (10%) |
|----------|----------------|----------------|----------------|---------|-----------|
| A        | + 1.000        | - 3.000        | + 2.500        | Nessuno | 339       |

- 2) il TIR può non distinguere tra situazioni di investimento (C) e di finanziamento (D);

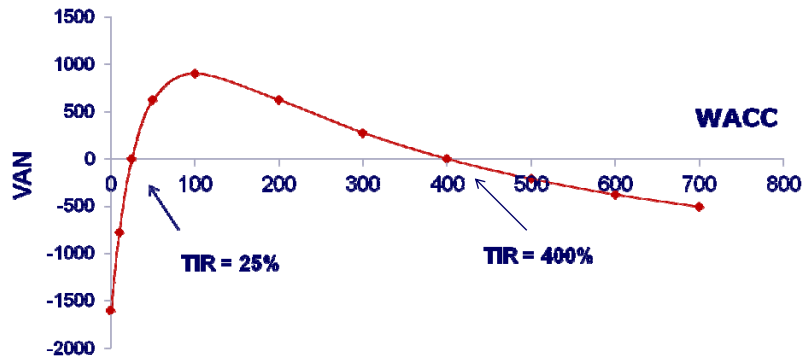
| Progetto | T <sub>0</sub> | T <sub>1</sub> | TIR | VAN (10%) |
|----------|----------------|----------------|-----|-----------|
| C        | - 1.000        | + 1.500        | 50% | + 364     |
| D        | +1.000         | - 1.500        | 50% | - 364     |

## GLI INDICATORI FINANZIARI: LIMITI DEL TIR

ISTITUTO  
DI RICERCA  
DEI DOTTORI COMMERCIALISTI  
E DEGLI ESPERTI CONTABILI

- 3) per alcuni investimenti possono esistere **TIR multipli**;

| Progetto | T <sub>0</sub> | T <sub>1</sub> | T <sub>2</sub> | TIR       | VAN (10%) |
|----------|----------------|----------------|----------------|-----------|-----------|
| A        | - 1.600        | + 10.000       | - 10.000       | 25%; 400% | - 773     |



## GLI INDICATORI FINANZIARI: LIMITI DEL TIR

ISTITUTO  
DI RICERCA  
DEI DOTTORI COMMERCIALISTI  
E DEGLI ESPERTI CONTABILI

- 4) Può fornire informazioni inattendibili nella comparazione tra due investimenti di **dimensioni considerevolmente diverse**.

| Progetto | T <sub>0</sub> | T <sub>1</sub> | TIR  | VAN (10%) |
|----------|----------------|----------------|------|-----------|
| A        | - 10.000       | + 20.000       | 100% | 8.182     |
| B        | - 20.000       | + 35.000       | 75%  | 11.818    |

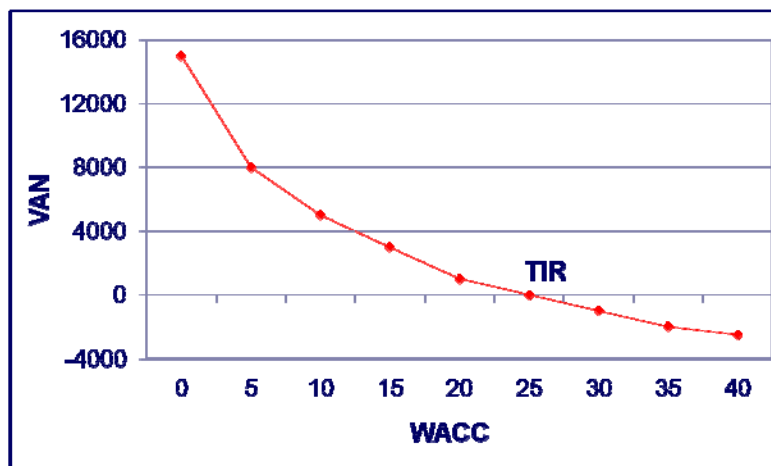
Necessario determinare il **TIR dei flussi incrementali** che derivano dalla scelta del progetto B rispetto ad A.

| Progetto | T <sub>0</sub> | T <sub>1</sub> | TIR increm. | VAN (10%) |
|----------|----------------|----------------|-------------|-----------|
| B - A    | - 10.000       | + 15.000       | 50%         | 3.636     |

## GLI INDICATORI FINANZIARI DI REDDITIVITA': SINTESI

ISTITUTO  
DI RICERCA  
DEI DOTTORI COMMERCIALISTI  
E DEGLI ESPERTI CONTABILI

### Relazione tra VAN, TIR e WACC



## GLI INDICATORI FINANZIARI: CONFLITTO VAN / TIR

ISTITUTO  
DI RICERCA  
DEI DOTTORI COMMERCIALISTI  
E DEGLI ESPERTI CONTABILI

**Tasso 15%**

| Anno | Progetto A | Progetto B |
|------|------------|------------|
| 0    | -500       | -500       |
| 1    | 100        | 250        |
| 2    | 100        | 250        |
| 3    | 150        | 200        |
| 4    | 200        | 100        |
| 5    | 400        | 50         |

|     |        |        |
|-----|--------|--------|
| VAN | 74     | 120    |
| TIR | 19,77% | 27,38% |

**Tasso 8%**

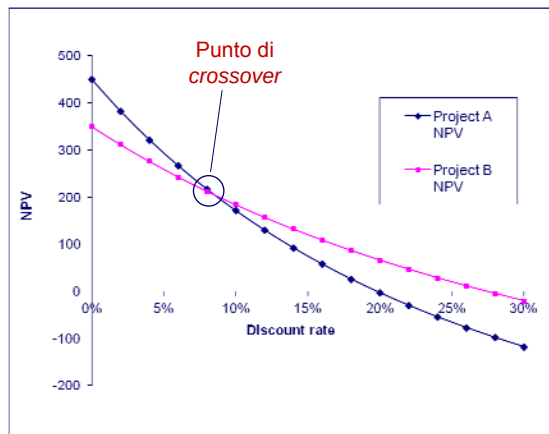
| Anno | Progetto A | Progetto B |
|------|------------|------------|
| 0    | -500       | -500       |
| 1    | 100        | 250        |
| 2    | 100        | 250        |
| 3    | 150        | 200        |
| 4    | 200        | 100        |
| 5    | 400        | 50         |

|     |        |        |
|-----|--------|--------|
| VAN | 217    | 212    |
| TIR | 19,77% | 27,38% |

## GLI INDICATORI FINANZIARI: CONFLITTO VAN / TIR

ISTITUTO  
DI RICERCA  
DEI DOTTORI COMMERCIALISTI  
E DEGLI ESPERTI CONTABILI

| Discount rate | Project A NPV | Project B NPV |
|---------------|---------------|---------------|
| 0%            | 450,00        | 350,00        |
| 2%            | 382,57        | 311,53        |
| 4%            | 321,69        | 275,90        |
| 6%            | 266,60        | 242,84        |
| 8%            | 216,64        | 212,11        |
| 10%           | 171,22        | 183,49        |
| 12%           | 129,85        | 156,79        |
| 14%           | 92,08         | 131,84        |
| 16%           | 57,53         | 108,47        |
| 18%           | 25,86         | 86,57         |
| 20%           | -3,22         | 66,00         |
| 22%           | -29,96        | 46,66         |
| 24%           | -54,61        | 28,45         |
| 26%           | -77,36        | 11,28         |
| 28%           | -98,39        | -4,93         |
| 30%           | -117,87       | -20,25        |



Il Business Plan: pianificazione e valutazione degli investimenti

121

## GLI INDICATORI FINANZIARI: CONFLITTO VAN / TIR

ISTITUTO  
DI RICERCA  
DEI DOTTORI COMMERCIALISTI  
E DEGLI ESPERTI CONTABILI

### Calcolo del punto di crossover

| Anno | Progetto A | Progetto B | Cash flow differenziale (A - B) |
|------|------------|------------|---------------------------------|
| 0    | -500       | -500       | 0                               |
| 1    | 100        | 250        | -150                            |
| 2    | 100        | 250        | -150                            |
| 3    | 150        | 200        | -50                             |
| 4    | 200        | 100        | 100                             |
| 5    | 400        | 50         | 300                             |
| TIR  |            |            | 8,51%                           |

| Criterio | Tasso < 8,51%                                    | Tasso = 8,51% | Tasso > 8,51% |
|----------|--------------------------------------------------|---------------|---------------|
| VAN      | Progetto A                                       | Indifferente  | Progetto B    |
| TIR      | Progetto B sempre preferibile: TIR (B) > TIR (A) |               |               |

Il Business Plan: pianificazione e valutazione degli investimenti

122

## GLI INDICATORI FINANZIARI DI REDDITIVITA': IL PI

ISTITUTO  
DI RICERCA  
DEI DOTTORI COMMERCIALISTI  
E DEGLI ESPERTI CONTABILI

- **Profitability index:** confronta i flussi di cassa generati dal progetto con l'esborso iniziale in termini relativi, valutando, pertanto, la congruità del risultato del VAN rispetto all'ammontare dell'investimento.

$$PI = \frac{VAN}{INV}$$

Utile nell'eventualità in cui il TIR non possa essere utilizzato. Nel caso in cui le uscite monetarie legate all'investimento si manifestino nel corso di più anni, sarà necessario attualizzarle e modificare il PI:

$$PI = \frac{VAN}{VA (INV)}$$

$$PI = \frac{\sum_{t=1}^n \frac{FCO_t}{(1+r)^t}}{\sum_{t=0}^n \frac{INV_t}{(1+r)^t}} = \frac{VAE}{VAU}$$

## GLI INDICATORI FINANZIARI DELL'EQUITY

ISTITUTO  
DI RICERCA  
DEI DOTTORI COMMERCIALISTI  
E DEGLI ESPERTI CONTABILI

Oltre all'analisi dei flussi operativi per la verifica della redditività del progetto, in alcune circostanze (PPP, *venture capitalists*, soci di capitale, ecc.) è opportuno calcolare anche la **redditività dei portatori di capitale di rischio**.

Elementi di valutazione:

- Tempistica dei flussi
- Tasso di attualizzazione (costo del capitale proprio)
- Flussi negativi (apporti di equity)
- Flussi positivi:
  - Restituzioni
  - FCFE?
  - Dividendi?

- **Economic Value Added (EVA):**

$$EVA = [ROI - WACC] * CI$$

$$EVA = NOPAT - \text{Capital charge}$$

- **Market Value Added (MVA):**

Valore attuale dei valori di EVA futuri

- **Valore complessivo dell'impresa:**

$$W = CI + \sum_{t=1}^{T-1} \frac{EVA_t}{(1+r)^t}$$

Gli indici di copertura (*cover ratios*) consentono di verificare se, oltre alla convenienza reddituale, l'andamento dei flussi di cassa è coerente con la tempistica di restituzione del debito.

**Debt Service Cover Ratio (DSCR):** rapporto fra il flusso di cassa per il servizio del debito e la quota di capitale + interessi da rimborsare ogni anno.

$$DSCR = \frac{CF_{Disp_t} + DR}{I_t + C_t}$$

Perché un progetto possa essere interessante, il **DSCR deve essere superiore ad 1**. E' un **indicatore puntuale** perché verifica la capacità del progetto di rimborsare la rata del debito relativa all'anno corrente.

**Average Debt Service Cover Ratio (ADSCR):** media dei DSCR di ogni anno.

## GLI INDICATORI FINANZIARI: BANCABILITA'

ISTITUTO  
DI RICERCA  
DEI DOTTORI COMMERCIALISTI  
E DEGLI ESPERTI CONTABILI

**Loan Life Cover Ratio (LLCR):** rapporto fra (1) la somma, attualizzata al tasso di interesse del debito, dei flussi operativi tra l'istante di valutazione e l'ultimo anno per il quale è previsto il rimborso del debito incrementata dalla riserva di cassa e (2) il debito residuo.

È un indice dinamico, perché tiene conto dell'andamento dei flussi di cassa a servizio del debito **fino al rimborso totale del finanziamento:**

$$LLCR = \frac{\sum_{t=1}^m \frac{CFDisp_t}{(1+i)^t} + DR}{D_t}$$

dove

$t$  = istante di valutazione;  $m$  = ultimo anno di rimborso del debito

$i$  = tasso praticato sul debito

$CFDisp_t$  = flusso disponibile per il servizio del debito al momento  $t$

$DR$  = riserva di cassa per il servizio del debito (Debt reserve)

$D_t$  = debito residuo (Outstanding) al momento della valutazione

## GLI INDICATORI FINANZIARI: BANCABILITA'

ISTITUTO  
DI RICERCA  
DEI DOTTORI COMMERCIALISTI  
E DEGLI ESPERTI CONTABILI

**Project Life Cover Ratio (PLCR):** rapporto fra (1) la somma, attualizzata al tasso di interesse del debito, dei flussi operativi tra l'istante di valutazione e l'ultimo anno di piano incrementata dalla riserva di cassa e (2) il debito residuo allo stesso istante di valutazione

È un indice dinamico perché tiene conto dell'andamento dei flussi di cassa a servizio del debito **fino al termine della vita utile del progetto:**

$$PLCR = \frac{\sum_{t=1}^n \frac{CFDisp_t}{(1+i)^t} + DR}{D_t}$$

dove

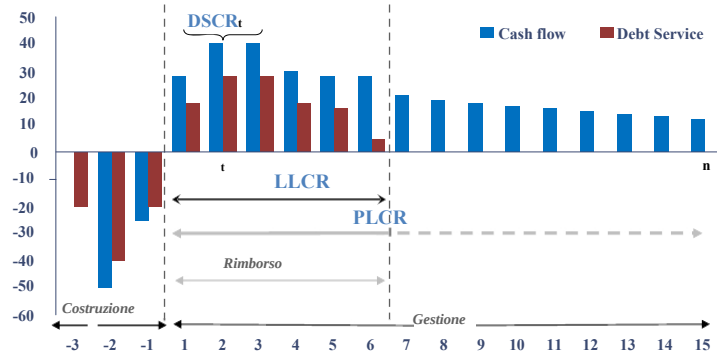
$t$  = istante di valutazione;  $n$  = durata del progetto

$i$  = tasso praticato sul debito

$CFDisp_t$  = flusso disponibile per il servizio del debito al momento  $t$

$DR$  = riserva di cassa per il servizio del debito (Debt reserve)

$D_t$  = debito residuo (Outstanding) al momento della valutazione



**Valutazione del rischio:  
analisi di sensitività e di  
scenario**

## LA VALUTAZIONE DEL RISCHIO

ISTITUTO  
DI RICERCA  
DEI DOTTORI COMMERCIALISTI  
E DEGLI ESPERTI CONTABILI

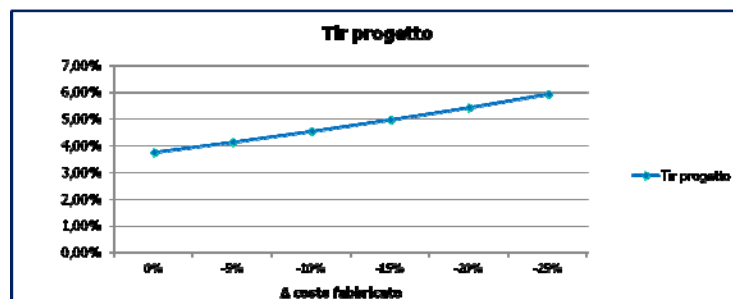
- Analisi fattori specifici di rischio
- Tipi di rischio e strumenti di gestione
- Analisi di sensitività
- Analisi di scenario
- Calcolo indicatori che includano valutazione del rischio
  - o VAN probabilistico;
  - o deviazione standard
  - o coefficiente di variazione;
  - o semivarianza.

## RISCHI E ANALISI DI SENSITIVITÀ

ISTITUTO  
DI RICERCA  
DEI DOTTORI COMMERCIALISTI  
E DEGLI ESPERTI CONTABILI

La sostenibilità economico finanziaria è completata dall'analisi di sensitività in cui si **modificano i parametri** utilizzati per lo scenario di base per verificare la "resistenza" del progetto ad eventi negativi.

Si analizza quali effetti possono avere sul risultato del progetto modifiche, ad esempio al livello della domanda, ai ricavi, ai costi e alla durata di costruzione, al tasso di interesse, ecc.



## RISCHI E ANALISI DI SENSITIVITÀ

ISTITUTO  
DI RICERCA  
DEI DOTTORI COMMERCIALISTI  
E DEGLI ESPERTI CONTABILI

### La funzione TABELLA DATI

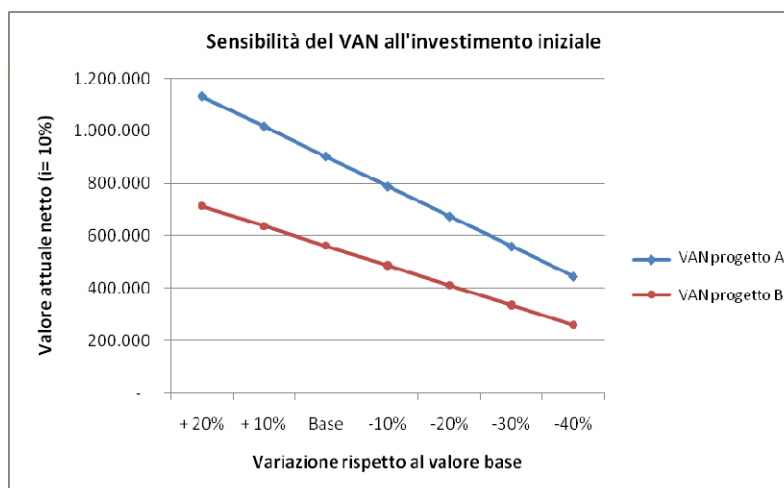
|    | A                 | B     |                            |
|----|-------------------|-------|----------------------------|
| 1  | Tasso di crescita | 15%   |                            |
| 2  | Flusso iniziale   | 100   |                            |
| 3  | Anni              | 10    |                            |
| 4  | Valore futuro     | 405   | $\leftarrow =B2*(1+B1)^B3$ |
| 5  |                   |       |                            |
| 6  |                   |       |                            |
| 7  | Tasso di crescita |       |                            |
| 8  |                   | 405   | $\leftarrow =B4$           |
| 9  | 0%                | 100   |                            |
| 10 | 10%               | 259   | $=TABELLA(;B1)$            |
| 11 | 20%               | 619   |                            |
| 12 | 30%               | 1.379 |                            |
| 13 | 40%               | 2.893 |                            |
| 14 | 50%               | 5.767 |                            |

Il Business Plan: pianificazione e valutazione degli investimenti

133

## RISCHI E ANALISI DI SENSITIVITÀ

ISTITUTO  
DI RICERCA  
DEI DOTTORI COMMERCIALISTI  
E DEGLI ESPERTI CONTABILI



Il Business Plan: pianificazione e valutazione degli investimenti

134

## ANALISI DI SCENARIO

ISTITUTO  
DI RICERCA  
DEI DOTTORI COMMERCIALISTI  
E DEGLI ESPERTI CONTABILI

Valori del VAN in base a variazioni contemporanee nei ricavi e nell'ammontare dell'investimento iniziale

| Variazione Investimento Iniziale | Variazione vendite |           |           |           |         |         |
|----------------------------------|--------------------|-----------|-----------|-----------|---------|---------|
|                                  |                    | +20%      | +10%      | Base      | -10%    | -20%    |
|                                  | -20%               | 1,278,923 | 1,184,437 | 1,049,950 | 935,484 | 820,978 |
|                                  | -10%               | 1,205,459 | 1,090,972 | 970,486   | 861,999 | 747,513 |
|                                  | Base               | 1,131,994 | 1,017,506 | 903,021   | 788,535 | 674,049 |
|                                  | +10%               | 1,058,530 | 944,043   | 829,557   | 715,071 | 600,584 |
| +20%                             | 985,065            | 870,579   | 750,092   | 641,606   | 527,120 |         |

Il Business Plan: pianificazione e valutazione degli investimenti

135

## ANALISI DI SCENARIO

ISTITUTO  
DI RICERCA  
DEI DOTTORI COMMERCIALISTI  
E DEGLI ESPERTI CONTABILI

La funzione **TABELLA DATI** per due variabili

|    | A                      | B           | C                                                    | D               | E      | F      |
|----|------------------------|-------------|------------------------------------------------------|-----------------|--------|--------|
| 1  | Year 2012 FCF          | 22.519.493  |                                                      |                 |        |        |
| 2  | FCF growth             | 5%          |                                                      |                 |        |        |
| 3  | WACC                   | 15,00%      |                                                      |                 |        |        |
| 4  | Enterprise value       | 253.569.392 | $<-- = (1+B3)^{0,5} \cdot B1 \cdot (1+B2) / (B3-B2)$ |                 |        |        |
| 5  | Initial cash           | 5.630.000   |                                                      |                 |        |        |
| 6  | Asset value            | 259.199.392 | $<-- = B4+B5$                                        |                 |        |        |
| 7  | Debt value             | 752.000     |                                                      |                 |        |        |
| 8  | Equity value           | 252.817.392 | $<-- = B4-B7$                                        |                 |        |        |
| 9  | Number of shares       | 5.215.000   |                                                      |                 |        |        |
| 10 | Per-share valuation    | 48,48       | $<-- = B8/B9$                                        |                 |        |        |
| 11 | Current share value    | 37,99       |                                                      |                 |        |        |
| 13 |                        |             |                                                      |                 |        |        |
| 14 | $=SE(B3>B2;B10;"nmf")$ |             |                                                      | FCF growth rate |        |        |
| 15 |                        | 48,48       | 0%                                                   | 2%              | 6%     | 8%     |
| 16 |                        | 6%          | 73,95                                                | 113,23          | nmf    | nmf    |
| 17 |                        | 8%          | 55,95                                                | 76,15           | 237,70 | nmf    |
| 18 | WACC →                 | 10%         | 45,15                                                | 57,60           | 119,87 | 244,42 |
| 19 |                        | 12%         | 37,94                                                | 46,47           | 80,59  | 123,24 |
| 20 |                        | 14%         | 32,79                                                | 39,05           | 60,95  | 82,85  |
| 21 |                        | 16%         | 28,92                                                | 33,74           | 49,15  | 62,64  |
|    |                        | 18%         | 25,92                                                | 29,76           | 41,29  | 50,52  |

Il Business Plan: pianificazione e valutazione degli investimenti

136

## ANALISI DI SCENARIO: PROBABILITA'

Nella valutazione di progetti di investimento in condizioni di incertezza, è possibile utilizzare anche una variante del VAN, vale a dire il **VAN probabilistico**, che si basa sull'associazione di probabilità di accadimenti a diversi valori attesi.

Associando le performance dell'investimento alle probabilità che esso generi un determinato output, sarà possibile determinare un VAN medio atteso, calcolabile come segue:

$$\text{VAN medio atteso (X)} = \sum_{i=1}^n \text{VAN}_i \times P_i$$

## ANALISI DI SCENARIO: CASO PRATICO

Comparazione tra due progetti

### Progetto A

| Scenario                                | Probabilità (Pi) | VAN <sub>i</sub> | VAN atteso = VAN <sub>i</sub> x Pi |
|-----------------------------------------|------------------|------------------|------------------------------------|
| Pessimistico                            | 0,2              | 400              | 80                                 |
| Normale                                 | 0,6              | 500              | 300                                |
| Ottimistico                             | 0,2              | 600              | 120                                |
| VAN medio ponderato atteso (Progetto A) |                  |                  | 500                                |

### Progetto B

| Scenario                                | Probabilità (Pi) | VAN <sub>i</sub> | VAN atteso = VAN <sub>i</sub> x Pi |
|-----------------------------------------|------------------|------------------|------------------------------------|
| Pessimistico                            | 0,2              | 0                | 0                                  |
| Normale                                 | 0,6              | 500              | 300                                |
| Ottimistico                             | 0,2              | 1.000            | 200                                |
| VAN medio ponderato atteso (Progetto B) |                  |                  | 500                                |

## ANALISI DI SCENARIO: CASO PRATICO

ISTITUTO  
DI RICERCA  
DEI DOTTORI COMMERCIALISTI  
E DEGLI ESPERTI CONTABILI

La definizione del VAN atteso consente di stimare la **deviazione standard**, che misura il grado di volatilità e dispersione dei dati (in questo caso il valore dei diversi VAN possibili) rispetto al valore medio delle osservazioni:

$$\sigma = \sqrt{\sum_{i=1}^n [VAN_i - VAN_{medio}]^2 \times P_i}$$

Attraverso il calcolo della deviazione standard è possibile fornire un'ulteriore misura del rischio dell'investimento, sulla base del **coefficiente di variazione**, costituito dal rapporto tra la deviazione standard e il VAN medio ponderato atteso.

## ANALISI DI SCENARIO: CASO PRATICO

ISTITUTO  
DI RICERCA  
DEI DOTTORI COMMERCIALISTI  
E DEGLI ESPERTI CONTABILI

### Progetto A

| Scenario                   | Probabilità (Pi) | VAN <sub>i</sub> | VAN atteso = VAN <sub>i</sub> x Pi | VAN <sub>i</sub> - VAN medio atteso (X) | [VAN <sub>i</sub> - VAN medio atteso (X)] <sup>2</sup> | [VAN <sub>i</sub> - VAN medio atteso (X)] <sup>2</sup> x Pi |
|----------------------------|------------------|------------------|------------------------------------|-----------------------------------------|--------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------|
| Pessimistico               | 0,2              | 400              | 80                                 | -100                                    | 10.000                                                 | 2.000                                                       |
| Normale                    | 0,6              | 500              | 300                                | 0                                       | 0                                                      | 0                                                           |
| Ottimistico                | 0,2              | 600              | 120                                | 100                                     | 10.000                                                 | 2.000                                                       |
| VAN medio ponderato atteso |                  |                  | 500                                |                                         |                                                        | 4.000                                                       |

$$\sigma = \sqrt{\sum_{i=1}^n [VAN_i - VAN_{medio}]^2 \times P_i} = \sqrt{4.000} = 63,2$$

Il **coefficiente di variazione** del progetto A sarà pari

$$CV = \frac{\sigma}{VAN_{medio}} = \frac{63,2}{500} = 0,12$$

## ANALISI DI SCENARIO: CASO PRATICO

ISTITUTO  
DI RICERCA  
DEI DOTTORI COMMERCIALISTI  
E DEGLI ESPERTI CONTABILI

### Progetto B

| Scenario                   | Probabilità (Pi) | VAN <sub>i</sub> | VAN atteso = VAn <sub>i</sub> x Pi | VAN <sub>i</sub> - VAN medio atteso (X) | [VAN <sub>i</sub> - VAN medio atteso (X)] <sup>2</sup> | [VAN <sub>i</sub> - VAN medio atteso (X)] <sup>2</sup> x Pi |
|----------------------------|------------------|------------------|------------------------------------|-----------------------------------------|--------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------|
| Pessimistico               | 0,2              | 0                | 0                                  | -500                                    | 250.000                                                | 50.000                                                      |
| Normale                    | 0,6              | 500              | 300                                | 0                                       | 0                                                      | 0                                                           |
| Ottimistico                | 0,2              | 1.000            | 200                                | 500                                     | 250.000                                                | 50.000                                                      |
| VAN medio ponderato atteso |                  |                  | 500                                |                                         |                                                        | 100.000                                                     |

$$\sigma = \sqrt{\sum_{i=1}^n [VAN_i - VAN \text{ medio}]^2 \times P_i} = \sqrt{100.000} = 316$$

Il **coefficiente di variazione** del progetto B sarà pari a

$$CV = \frac{\sigma}{VAN \text{ medio}} = \frac{316}{500} = 0,63$$

**Presentazione: *executive summary e pitch***

ISTITUTO  
DI RICERCA  
DEI DOTTORI COMMERCIALISTI  
E DEGLI ESPERTI CONTABILI

## L'EXECUTIVE SUMMARY

1. Descrizione dell'azienda
2. Management
3. Il mercato e le forze competitive
4. Le fonti di vantaggio competitivo
5. Business Model
6. Marketing e vendite / Consumatori chiave
7. Piano operativo
8. Proiezione economico-finanziarie e *key metrics*
9. Stato dell'arte, *timeline* e *use of proceeds*

## LA PRESENTAZIONE: IL PITCH

*"I keep 6 honest serving-men (they taught me all I knew); their names  
are What and Why and When and How and Where and Who".*

Rudyard Kipling

### Consigli e caratteristiche vincenti

- 1) *Explain yourself in the first minute*
- 2) Credibilità
- 3) Conoscenza dell'audience
- 4) No termini troppo tecnici o gergali
- 5) No animazioni
- 6) Regola 10 – 20 – 30
- 7) Bilanciamento particolare/generale
- 8) *"The little man"*

## LA PRESENTAZIONE: LE 10 SLIDES

ISTITUTO  
DI RICERCA  
DEI DOTTORI COMMERCIALISTI  
E DEGLI ESPERTI CONTABILI

| SLIDE                   | CONTENUTO                                                                                                        | COMMENTI                                                                                                     |
|-------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Titolo                  | Nome dell'impresa e descrizione dell'attività                                                                    | Si spiega cosa fa l'impresa ("vendiamo software")                                                            |
| Problema                | Il bisogno da soddisfare                                                                                         | Evitare di sembrare come la soluzione alla ricerca del problema                                              |
| Soluzione               | Come riusciamo a soddisfare il bisogno. Assicurarsi che si comprenda cosa si vende e la <i>value proposition</i> | In queste fase, evitare eccessive spiegazioni tecnologiche: focalizzarsi su soddisfacimento del bisogno      |
| Business model          | Spiegazione di come l'impresa genera ricavi e profitti: clienti, canali e margini                                | Un business model mai provato e non testato può spaventare. Fare riferimento comunque a qualcuno comparabile |
| <i>Underlying magic</i> | Descrivere la tecnologia o il segreto dietro il prodotto o servizio proposto                                     | Schematizzare e fornire <i>proofs of concepts</i>                                                            |

Il Business Plan: pianificazione e valutazione degli investimenti

145

## LA PRESENTAZIONE: LE 10 SLIDES

ISTITUTO  
DI RICERCA  
DEI DOTTORI COMMERCIALISTI  
E DEGLI ESPERTI CONTABILI

| SLIDE                                                     | CONTENUTO                                                                                                             | COMMENTI                                                                                                                |
|-----------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Management                                                | Descrivere i <i>key players</i>                                                                                       | Se ci sono mancanze, meglio riconoscerle che nasconderle                                                                |
| Competizione                                              | Fornire una visione completa del contesto competitivo                                                                 | Sottolineare i punti di forza senza criticare i competitor                                                              |
| Marketing e vendite                                       | Spiegare come si raggiungono i cliente e le leve di marketing utilizzate                                              | Convincere della strategia di ingresso sul mercato                                                                      |
| Proiezioni finanziarie e <i>key metrics</i>               | Previsione di almeno 5 anni, contenente anche grandezze non monetarie (numero clienti, <i>conversion rate</i> , ecc.) | Proiezioni bottom-up. Considerare cicli di vendita, stagionalità e flussi di cassa. Convincere delle <i>assumptions</i> |
| Stato dell'arte, <i>timeline</i> e <i>use of proceeds</i> | Definire lo stato attuale, il futuro prossimo e l'utilizzo dei fondi richiesti                                        | Condividere dettagli e chiusura con azioni future.                                                                      |

Fonte: *The art of the start* – G. Kawasaki

Il Business Plan: pianificazione e valutazione degli investimenti

146

# Grazie per l'attenzione

**Roberto De Luca**

Ricercatore Area Aziendale - IRDCEC

Piazza della Repubblica, 68

00185 Roma - Tel. 06/47829034

Fax 06/4874756

**[deluca@irdcec.it](mailto:deluca@irdcec.it)**