



Il valore del capitale netto (*equity value*) del gruppo al 31.12.2003 utilizzando il metodo dell'APV (*Adjusted Present Value*) è pari a 51.345.846 euro.

Tale valore è la somma algebrica dei seguenti elementi:

- valore del business plan nel periodo 2004-2007 pari a 21.418.214 euro;
- il valore dei benefici fiscali nel periodo 2004-2007 pari a 621.181 euro;
- il valore terminale del piano pari a 41.659.758 euro;
- il valore della posizione finanziaria netta al 31.12.2003 pari a meno 12.353.308 euro<sup>1</sup>.

Tale valore può essere considerato una stima prudentiale del capitale economico dell'impresa perché considera solo i flussi finanziari di 14 esercizi previsionali e ignora la significativa plusvalenza patrimoniale relativa allo stabilimento

Il dettaglio di come si è pervenuti alla determinazione di questi valori, unitamente ad una sintetica descrizione del criterio di valutazione utilizzato, è contenuto nel paragrafo 2.

Per potere meglio apprezzare il significato di tale valore vengono di seguito presentati i multipli contabili impliciti in esso. I dati contenuti nella seguente tabella indicano che il valore consolidato del gruppo (*enterprise value*) è di 63.699.153 euro, pari a:

- 1,4 volte il fatturato dell'esercizio 2004 e 1,3 volte quello degli esercizi 2005, 2006 e 2007;
- 6,4 volte il margine operativo lordo (EBITDA) dell'esercizio 2004, 5,9 volte quello dell'esercizio 2005, 5,6 volte quello dell'esercizio 2006 e 5,4 volte quello dell'esercizio 2007;
- 12,1 volte il risultato operativo (EBIT) dell'esercizio 2004, 9,1 volte quello dell'esercizio 2005, 8,2 volte quello dell'esercizio 2006 e 7,6 volte quello dell'esercizio 2007;
- 32,8 volte il risultato netto dell'esercizio 2004, 20,2 volte quello dell'esercizio 2005, 17,8 volte quello dell'esercizio 2006 e 15,8 volte quello dell'esercizio 2007.

Tabella 1.1: Valore consolidato del gruppo implicito nei multipli di bilancio

	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>
<b>Fatturato</b>	1,4x	1,3x	1,3x	1,3x
<b>EBITDA</b>	6,4x	5,9x	5,6x	5,4x
<b>EBIT</b>	12,1x	9,1x	8,2x	7,6x
<b>Utile netto</b>	32,8x	20,2x	17,8x	15,8x



## 2. IL METODO DI VALUTAZIONE UTILIZZATO

L'APV (*Adjusted Present Value*) è un metodo finanziario analitico con terminal value. L'approccio APV permette la determinazione del valore del capitale operativo dell'impresa come somma di due elementi:

- il valore unlevered dell'impresa, cioè il valore ottenuto attualizzando i flussi monetari operativi ai tassi del capitale di rischio unlevered ( $K_{eu}$ );
- il valore attuale dei benefici fiscali collegati alla deducibilità fiscale degli interessi passivi risultanti dal business plan.

Gli elementi da considerare ai fini di una valutazione con il metodo APV sono:

- a) la lunghezza dell'orizzonte di previsione;
- b) il flusso di cassa;
- c) il costo del capitale;
- d) il valore terminale.

### a) La lunghezza dell'orizzonte previsionale

L'orizzonte temporale del business plan di un'impresa è solitamente compreso tra 3 e 5 anni. Nel caso del gruppo ci si è fermati a 4 anni perché al termine di questo periodo il piano di investimenti dispiega i suoi effetti e la strategia si può considerare a regime. Tale periodo separa i flussi di cassa di piano da quelli successivi che saranno utilizzati per stimare il c.d. valore terminale.

### b) Il flusso di cassa utilizzato

Il flusso di cassa utilizzato ai fini della stima del valore del business plan è il "flusso monetario netto della gestione operativa" (o "flusso di cassa disponibile"). Tale flusso è quello generato dalla gestione caratteristica aziendale. Ai fini della valutazione il flusso è attualizzato utilizzando il  $K_{eu}$  (costo del capitale di rischio unlevered).

Al valore attualizzato del flusso monetario netto della gestione operativa si aggiunge il valore attualizzato dello scudo fiscale sugli oneri finanziari. Il flusso considerato in questo caso si ottiene moltiplicando il valore degli oneri finanziari per l'aliquota IRES e indica il risparmio di imposta in ipotesi di risultato netto positivo (e comunque tale da generare un'imposta IRES pari o superiore al flusso così calcolato). Il costo del capitale da considerare per attualizzare il flusso è in questo caso il  $K_d$ , ovvero il costo del debito.



c) Il costo del capitale

La costruzione del costo medio ponderato del capitale (CMPC o WACC) considera i seguenti dati:

- $R_f$  (rendimento attività prive di rischio) pari al 3,75% (cioè il tasso di rendimento netto dei BTP decennali);
- un premio per il rischio relativo al mercato azionario ( $M_{rp}$ ) pari al 5,00% (cioè il premio per il rischio del mercato azionario italiano rispetto ai titoli privi di rischio);
- un costo del debito ( $K_d$ ) pari al 3,25% (stima interna del costo dell'indebitamento aziendale);
- un beta equity di settore pari a 0,45 (stimato sulla base dei dati relativi al settore europeo
- una struttura finanziaria di piano con un rapporto tra debito finanziario e valore di mercato del capitale netto al 31.12.2003 pari al 24%.

Sulla base di tali dati si calcola il  $K_{eu}$ , il  $K_e$  e il WACC, utilizzando le seguenti formule:

$$K_{eu} = R_f + \beta_u * M_{rp}$$

(tasso con ipotesi che l'azienda sia finanziata solo da capitale di rischio)

$$K_e = R_f + \beta_l * M_{rp}$$

(tasso con ipotesi che l'azienda sia finanziata anche da capitale di debito; può essere osservato direttamente se l'azienda è quotata in borsa)

$$WACC = K_d * (1-t) * (D/(D+E)) + K_e * (E/(D+E))$$

(è il costo medio ponderato del capitale)



d) Il valore terminale

Il valore terminale è stato stimato con il metodo della capitalizzazione composta, su un orizzonte temporale di 10 anni, applicato al flusso monetario netto della gestione operativa dell'anno 2007 sulla base del tasso Keu. Il flusso del 2007, considerato indicativo della strategia a regime, è stato moltiplicato per il tasso di inflazione (assunto pari all'1,5%) per ottenere il flusso di cassa nominale disponibile normalizzato. Questo valore è stato successivamente attualizzato per riportarlo al 31.12.2003 utilizzando il Keu.

Il valore del capitale netto operativo dell'azienda sulla base di tale metodo sarà quindi pari alla somma di:

- valore attuale del business plan;
- valore attuale del beneficio fiscale;
- valore terminale.

Sommando (se positiva) o sottraendo (se negativa) al valore così ottenuto quello della posizione finanziaria netta si ottiene il valore del capitale netto oggetto della valutazione.

La scelta del metodo APV è giustificata alla luce della sua superiorità nei confronti non solo dei tradizionali metodi patrimoniali, misti o reddituali, ma anche dei più sofisticati metodi finanziari basati sulla logica del flusso di cassa attualizzato. In particolare, tale metodo presenta alcune caratteristiche che lo fanno apprezzare:

- evidenzia esplicitamente il contributo alla creazione del valore riferibile alle modalità di finanziamento del progetto;
- permette un'analisi più articolata del valore attribuibile ai benefici fiscali;
- non richiede particolari assunzioni in merito alla durata, al profilo dei flussi e al rapporto di indebitamento nell'arco di vita del progetto.

Tale procedimento produce risultati (in termini di VAN) perfettamente equivalenti a quelli ottenuti con il tradizionale metodo finanziario *analitico (unlevered discounted cash flow)* se i flussi generati dall'iniziativa in esame sono rendite perpetue e se il rapporto di indebitamento è costante.



(in Euro)	2004Bdg	2005E	2006E	2007E
<b>EBITDA</b>	<b>9.992.907</b>	<b>10.847.277</b>	<b>11.280.519</b>	<b>11.698.125</b>
Ammortamenti	(4.714.104)	(3.885.069)	(3.553.515)	(3.340.745)
<b>EBIT</b>	<b>5.278.803</b>	<b>6.962.208</b>	<b>7.727.004</b>	<b>8.357.380</b>
Proventi/oneri finanziari netti	(725.471)	(638.039)	(412.447)	(234.700)
Componenti straordinari	(130.000)	0	0	0
<b>EBT</b>	<b>4.423.333</b>	<b>6.324.169</b>	<b>7.314.557</b>	<b>8.122.680</b>
Imposte sul reddito	(2.480.670)	(3.165.425)	(3.727.740)	(4.087.236)
<b>Risultato netto</b>	<b>1.942.663</b>	<b>3.158.745</b>	<b>3.586.818</b>	<b>4.035.444</b>
<b>Informazioni aggiuntive</b>				
Fatturato	46.167.788	48.043.849	48.969.639	49.915.767
Costo del lavoro (personale diretto)	(13.727.585)	(13.967.925)	(14.177.443)	(14.390.105)
Patrimonio netto	19.480.226	22.138.971	25.225.788	28.761.232
Indebitamento finanziario netto (PFN)	18.958.759	13.812.100	8.601.007	3.073.127
Variazioni del CCN	294.316	(409.699)	(476.905)	(432.854)
Investimenti in immobilizzazioni	(2.433.799)	(700.000)	(700.000)	(700.000)
Variazioni del fondo TFR e altre variazioni C	258.877	(287.456)	(252.334)	(215.455)



Assunzioni			Note						
$R_f$	Tasso per attività prive di rischio	3,75%	Rendimento netto BTP a 10 anni						
$M_{rp}$	Premio di rischio di mercato	5,00%	Stime interne						
$A_{rp}$	Premio di rischio addizionale	0,00%							
$t$	Aliquota fiscale	33,0%	Aliquota fiscale IRES prospettica						
$k_d$	Costo del debito	3,25%	Stime interne						
$\beta_u$	Beta <i>unlevered</i> (settore)	0,45	$\beta_u = \beta_e / (1 + (1-t) * D/E)$						
$\beta_l$	Beta <i>levered</i> della Società	0,52	$\beta_l = \beta_u * (1 + (1-t) * D/E)$						
$k_{eu}$	Costo del capitale di rischio <i>unlevered</i>	6,00%	$R_f$	+	$(\beta_u * M_{rp})$	+	$A_{rp}$	$k_{eu}$	
			3,75%		0,45		5,00%	0,00%	6,00%
$k_{el}$	Costo del capitale di rischio <i>levered</i>	6,36%	$R_f$	+	$(\beta_l * M_{rp})$	+	$A_{rp}$	$k_{el}$	
			3,75%		0,52		5,00%	0,00%	6,36%

**Costo medio ponderato del capitale (WACC)**

(in Euro)	Valore contabile	Valore di mercato	Peso %	Costo ante imposte	Costo dopo imposte	WACC
Debito (D)	12.353.308	12.353.308	19,4%	3,25%	2,18%	5,55%
Capitale di rischio (E)	22.634.919	51.345.846	80,6%	6,36%	6,36%	

$$WACC = k_d * (1-t) * (D/(D+ E)) + k_{el} * (E/(D+ E))$$



		<b>2004Bdg</b>	<b>2005E</b>	<b>2006E</b>	<b>2007E</b>
<b>EBIT</b>		5.278.803	6.962.208	7.727.004	8.357.380
- Imposte		(2.549.777)	(3.187.059)	(3.480.850)	(3.724.703)
<b>= EBIT*(1 - t)</b>		<b>2.729.027</b>	<b>3.775.149</b>	<b>4.246.154</b>	<b>4.632.676</b>
+ Ammortamenti		4.714.104	3.885.069	3.553.515	3.340.745
<b>= Flusso di cassa operativo</b>		<b>7.443.131</b>	<b>7.660.218</b>	<b>7.799.669</b>	<b>7.973.421</b>
+ /- variazioni del CCN		294.316	(409.699)	(476.905)	(432.854)
- Investimenti in immobilizzazioni		(2.433.799)	(700.000)	(700.000)	(700.000)
+ /- Variazioni fondo TFR e altre variazioni CIN		258.877	(287.456)	(252.334)	(215.455)
<b>= Flusso di cassa disponibile</b>		<b>5.562.524</b>	<b>6.263.063</b>	<b>6.370.430</b>	<b>6.625.113</b>
keu		6,00%	6,00%	6,00%	6,00%
Fattore di attualizzazione		0,943	0,890	0,840	0,792
<b>Valore attuale netto (31.12.2003)</b>	<b>21.418.214</b>	<b>5.247.664</b>	<b>5.574.104</b>	<b>5.348.736</b>	<b>5.247.710</b>
Scudo fiscale su oneri finanziari		<b>239.405</b>	<b>210.553</b>	<b>136.107</b>	<b>77.451</b>
Costo del debito		3,25%	3,25%	3,25%	3,25%
Fattore di attualizzazione		0,969	0,938	0,909	0,880
<b>Valore attuale netto beneficio fiscale (31.12.2003)</b>	<b>621.181</b>	<b>231.870</b>	<b>197.506</b>	<b>123.655</b>	<b>68.150</b>
<b>Van piano e beneficio fiscale</b>	<b>22.039.395</b>				
		<b>Aliquota fiscale</b>			
IRES (su EBT)		33,0%	33,0%	33,0%	33,0%
IRAP (su EBIT + Costo del lavoro)		4,25%	4,25%	4,25%	4,25%



(in Euro)

	Valore terminale su 10 anni									
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Flusso di cassa disponibile normalizzato anno x-1	6.625.113	6.724.490	6.825.357	6.927.737	7.031.653	7.137.128	7.244.185	7.352.848	7.463.141	7.575.088
Tasso di crescita nominale	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
Flusso di cassa disponibile normalizzato anno x	6.724.490	6.825.357	6.927.737	7.031.653	7.137.128	7.244.185	7.352.848	7.463.141	7.575.088	7.688.714
keu	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%
Fattore di attualizzazione	0,747	0,705	0,665	0,627	0,592	0,558	0,527	0,497	0,469	0,442
	5.024.930	4.811.607	4.607.341	4.411.746	4.224.455	4.045.115	3.873.389	3.708.952	3.551.497	3.400.726
<b>Valore attuale netto (31.12.2003)</b>	<b>41.659.758</b>									

Keu	Valore del Business Plan		Valore Terminale	VAN beneficio fiscale		TEV (Terminal Enterprise Value)	Indebitamento finanziario netto (PFN)	Equity Value	
6,00%	21.418.214	33,6%	41.659.758	65,4%	621.181	1,0%	63.699.153	12.353.308	51.345.846





Tabella: Il conto economico consolidato del gruppo : nel periodo 2004-2007 (dati in euro)

Voci	Consolidato 2004		Consolidato 2005		Consolidato 2006		Consolidato 2007	
Vendite	46.167.788	100,00%	48.043.849	100,00%	48.969.639	100,00%	49.915.767	100,00%
Variazione magazzino		0,00%		0,00%		0,00%		0,00%
<b>Valore della produzione</b>	<b>46.167.788</b>	<b>100,00%</b>	<b>48.043.849</b>	<b>100,00%</b>	<b>48.969.639</b>	<b>100,00%</b>	<b>49.915.767</b>	<b>100,00%</b>
Personale diretto	13.727.585	29,73%	13.967.925	29,07%	14.177.443	28,95%	14.390.105	28,83%
Altri costi diretti	21.350.317	46,25%	22.106.376	46,01%	22.368.721	45,68%	22.663.491	45,40%
Totale costi diretti	35.077.903	75,98%	36.074.301	75,09%	36.546.165	74,63%	37.053.597	74,23%
<b>Margine ( ind.le ) lordo</b>	<b>11.089.885</b>	<b>24,02%</b>	<b>11.969.548</b>	<b>24,91%</b>	<b>12.423.475</b>	<b>25,37%</b>	<b>12.862.170</b>	<b>25,77%</b>
Altri costi indiretti	1.096.978	2,38%	1.122.271	2,34%	1.142.956	2,33%	1.164.045	2,33%
Affitto Azienda		0,00%		0,00%		0,00%		0,00%
<b>MOL (EBITDA)</b>	<b>9.992.907</b>	<b>21,64%</b>	<b>10.847.277</b>	<b>22,58%</b>	<b>11.280.519</b>	<b>23,04%</b>	<b>11.698.125</b>	<b>23,44%</b>
Ammortamenti	4.714.104	10,21%	3.885.069	8,09%	3.553.515	7,26%	3.340.745	6,69%
<b>Risultato Operativo (EBIT)</b>	<b>5.278.803</b>	<b>11,43%</b>	<b>6.962.208</b>	<b>14,49%</b>	<b>7.727.004</b>	<b>15,78%</b>	<b>8.357.380</b>	<b>16,74%</b>
Oneri finanziari netti	725.471	1,57%	638.039	1,33%	412.447	0,84%	234.700	0,47%
Oneri straordinari	130.000	0,28%	-	0,00%	-	0,00%	-	0,00%
<b>Utile Lordo (EBT)</b>	<b>4.423.333</b>	<b>9,58%</b>	<b>6.324.169</b>	<b>13,16%</b>	<b>7.314.557</b>	<b>14,94%</b>	<b>8.122.680</b>	<b>16,27%</b>
Imposte	2.480.670	5,37%	3.165.425	6,59%	3.727.740	7,61%	4.087.236	8,19%
<b>Utile Netto</b>	<b>1.942.663</b>	<b>4,21%</b>	<b>3.158.745</b>	<b>6,57%</b>	<b>3.586.818</b>	<b>7,32%</b>	<b>4.035.444</b>	<b>8,08%</b>



Tabella: Lo stato patrimoniale consolidato del gruppo nel periodo 2004-2007 (dati in euro)

Voci	Consolidato 31/12/2004		Consolidato 31/12/2005		Consolidato 31/12/2006		Consolidato 31/12/2007	
Crediti v/clienti netti	16.114.409	41,92%	16.640.200	46,29%	17.106.412	50,57%	17.442.353	54,79%
Rimanenze di materie prime	3.322.845	8,64%	3.322.845	9,24%	3.322.845	9,82%	3.322.845	10,44%
Rimanenze di prodotto finito	1.727.226	4,49%	1.727.226	4,80%	1.727.226	5,11%	1.727.226	5,43%
Debiti v/fornitori	4.202.960	-10,93%	4.341.430	-12,08%	4.405.460	-13,02%	4.470.587	-14,04%
Debiti v/personale	2.789.908	-7,26%	2.830.283	-7,87%	2.863.158	-8,46%	2.896.047	-9,10%
Debiti verso erario	1.076.187	-2,80%	1.090.902	-3,03%	1.060.774	-3,14%	943.314	-2,96%
Altre att. e pass. oper. correnti	383.305	1,00%	460.774	1,28%	538.242	1,59%	615.711	1,93%
<b>Capitale circolante netto operativo</b>	<b>13.478.730</b>	<b>35,07%</b>	<b>13.888.429</b>	<b>38,63%</b>	<b>14.365.334</b>	<b>42,47%</b>	<b>14.798.187</b>	<b>46,48%</b>
Avviamento	3.228.310	8,40%	2.421.233	6,73%	1.614.156	4,77%	807.079	2,54%
Immobilizzazioni finanziarie	3.273.393	8,52%	3.273.393	9,11%	3.273.393	9,68%	3.273.393	10,28%
Immobilizz. materiali/immateriali nette	23.716.102	61,70%	21.338.110	59,35%	19.291.672	57,03%	17.458.004	54,84%
(- Fondo TFR)	3.207.225	-8,34%	3.637.675	-10,12%	4.103.248	-12,13%	4.605.699	-14,47%
Altre att. e pass. correnti oper. a m/t	2.050.325	-5,33%	1.332.419	-3,71%	614.512	-1,82%	103.394	0,32%
<b>Capitale immobilizzato netto</b>	<b>24.960.255</b>	<b>64,93%</b>	<b>22.062.642</b>	<b>61,37%</b>	<b>19.461.462</b>	<b>57,53%</b>	<b>17.036.171</b>	<b>53,52%</b>
<b>Capitale investito netto</b>	<b>38.438.985</b>	<b>100,00%</b>	<b>35.951.071</b>	<b>100,00%</b>	<b>33.826.795</b>	<b>100,00%</b>	<b>31.834.359</b>	<b>100,00%</b>
Posizione finanziaria netta b/t	6.962.133	18,11%	4.731.585	13,16%	2.740.105	8,10%	372.197	1,17%
Posizione finanziaria netta m/t	11.996.626	31,21%	9.080.515	25,26%	5.860.902	17,33%	2.700.930	8,48%
<b>Posizione finanziaria totale (PFN)</b>	<b>18.958.759</b>	<b>49,32%</b>	<b>13.812.100</b>	<b>38,42%</b>	<b>8.601.007</b>	<b>25,43%</b>	<b>3.073.127</b>	<b>9,65%</b>
<b>Capitale netto finale</b>	<b>19.480.226</b>	<b>50,68%</b>	<b>22.138.971</b>	<b>61,58%</b>	<b>25.225.788</b>	<b>74,57%</b>	<b>28.761.232</b>	<b>90,35%</b>
<b>TOTALE A PAREGGIO</b>	<b>38.438.985</b>	<b>100,00%</b>	<b>35.951.071</b>	<b>100,00%</b>	<b>33.826.795</b>	<b>100,00%</b>	<b>31.834.359</b>	<b>100,00%</b>



## Le ipotesi implicite nella costruzione del **conto economico previsionale**:

### a) Ricavi

I ricavi del 2004 sono stati stimati pari a 46.167.788 euro. Per gli anni successivi si è ipotizzato un incremento del 4% nel 2005 e del 2% nel 2006 e nel 2007.

### b) La variazione del magazzino

Ai fini della redazione del business plan si è ipotizzato che il magazzino rimanga costante durante il periodo previsionale e che, quindi, non vi sia alcuna variazione dello stesso.

### c) Costo di produzione

Il costo di produzione è stato suddiviso in due gruppi: i costi diretti di produzione e gli altri costi indiretti e gli ammortamenti.

L'evoluzione dei costi diretti è stata stimata considerando separatamente le seguenti voci:

- i costi (pieni) relativi al personale diretto sono stati stimati pari a 13.727.585 euro nel 2004 e si è ipotizzata una crescita dell'1,75% nel 2005 e dell'1,5% nei due anni seguenti;
- gli altri costi diretti sono stati considerati pari a 21.350.317 euro nel 2004 e successivamente si è ipotizzato un aumento del 3,5% nel 2005, dell'1,2% nel 2006 e dell'1,3% nel 2007.

Per effetto di queste ipotesi il margine industriale lordo passa da 11.089.885 euro (il 24% dei ricavi totali) nel 2004 a 12.862.170 euro (pari al 25,8% dei ricavi totali) nel 2007.

Gli altri costi indiretti sono stati pari a 1.096.978 euro nel 2005 e successivamente sono stati incrementati del 2,3% nel 2005 e dell'1,8% nel corso del biennio successivo.

Per effetto di queste dinamiche il margine operativo lordo passa da 9.992.907 euro nel 2004 (poco meno del 22% del fatturato) a 11.698.125 euro nel 2007 (circa il 23% del fatturato).

### e) Oneri finanziari

Gli oneri finanziari sono stati calcolati considerando gli interessi passivi di competenza di ogni esercizio sulla base dei finanziamenti a medio-lungo termine in essere e applicando un tasso di interesse pari 3,5% ai debiti finanziari a breve di ogni periodo.

Per effetto di queste dinamiche, l'utile netto passa da 1.942.663 euro del 2004 (pari a poco più del 4% del fatturato) a 4.035.444 euro del 2007 (circa l'8% del fatturato).



## Le ipotesi implicite nella costruzione della **stato patrimoniale previsionale**:

### a) Capitale circolante netto operativo

La dinamica dell'attivo corrente è spiegabile valutando l'andamento delle seguenti voci:

- i crediti verso clienti sono stati calcolati considerando tempi medi di incasso pari a 106 giorni (dato storico);
- le rimanenze di materie prime e di prodotti finiti sono state ipotizzate costanti nel corso del periodo e, pertanto, non si registra alcuna variazione nelle rispettive poste di bilancio.

le immobilizzazioni materiali si riducono gradualmente nel corso del periodo previsionale; tale andamento è il risultato da un lato degli investimenti in nuove immobilizzazioni, pari a 1.500.000 euro nel 2004 e a 700.000 euro in quelli successivi e, dall'altro, del processo di ammortamento<sup>3</sup>;

il fondo TFR aumenta nel corso del periodo previsionale per effetto degli accantonamenti di competenza dei vari periodi amministrativi. Viene tuttavia stimata una liquidazione annuale di tale fondo differenziata per le società del gruppo: in particolare,

### c) Posizione finanziaria netta

L'andamento dei debiti finanziari è stato stimato distinguendo i debiti a medio - lungo da quelli a breve:

- per la stima dei debiti a medio - lungo si sono utilizzati i piani di rimborso dei finanziamenti in essere alla fine del 2003;
- i debiti finanziari a breve sono stati stimati per differenza tra il capitale investito netto e le altre voci di finanziamento (debiti finanziari a lungo e capitale netto);
- le attività finanziarie liquide sono state poste pari a 0.

Per effetto delle ipotesi effettuate, la posizione finanziaria netta migliora sensibilmente nel periodo previsionale, passando da 18.958.759 euro nel 2004 a 3.073.127 euro nel 2007.

### d) Capitale netto

Il valore del capitale netto si incrementa per effetto degli utili e si decrementa per effetto della distribuzione annuale di 500.000 euro a titolo di dividendi verso i soci.

<sup>3</sup> All'interno delle immobilizzazioni materiali sono stati inseriti anche i cespiti che il Gruppo ha acquisito mediante un'operazione di leasing immobiliare. Coerentemente con questa impostazione, i debiti finanziari a medio - lungo sono stati aumentati di un importo pari a quello dei debiti residui sull'acquisto dei cespiti e i canoni di leasing sono stati sostituiti a conto economico dall'ammortamento (calcolato sulla base dell'aliquota ordinaria fiscale considerata rappresentativa della vita utile economico tecnica) e dagli interessi passivi sul debito finanziario.