

Teoria del valore dell'impresa

L'IMPAIRMENT TEST

L'impairment test (IT)

- ❖ **Oggetto:** riguarda la svalutazione per “**perdite di valore**” di attività
 - ❖ **Finalità:** evita che le attività siano iscritte a un valore superiore a quello recuperabile
 - ❖ **Ambito:** in sostanza si applica a tutte le **attività immobilizzate**:
 - materiali e immateriali (qualunque sia il trattamento contabile prescelto: costo ammortizzato o fair value)
 - partecipazioni in controllate, collegate e joint ventures
 - ❖ **Esclusioni:** rimanenze, attività fiscali differite, commesse a lungo termine, attività derivanti da benefici per i dipendenti, attività finanziarie oggetto dello IAS 39, investimenti immobiliari, attività biologiche, attività destinate alla vendita
-
-

segue

- ❖ Si ha una perdita di valore (**impairment loss**) se il **valore contabile** (VC) dell'attività **supera il valore recuperabile** (VR) (*recoverable amount*) della stessa
 - ❖ Il **VR** è il maggiore tra:
 - il **FV al netto dei costi di vendita** (*fair value less cost to sell*)
 - il **valore in uso** (VU) (*value in use*)
 - non è sempre necessario determinare i due valori
 - se FV non è attendibilmente misurabile (per mancanza di riferimenti su prezzi di mercato significativi o per impossibilità di cessione), è necessario rifarsi al VU
 - se non v'è ragione di ipotizzare che $VU > FV \rightarrow$ è possibile utilizzare il FV al fine della stima del VR (p.e.: beni destinati alla vendita)
-
-

I livelli di sviluppo dell'IT

■ I tre livelli di sviluppo dell'IT

1. Singola immobilizzazione

→ Se in grado di generare flussi finanziari (dall'uso interno o dalla cessione all'esterno) ampiamente indipendenti da quelli derivanti da altre attività

Alcuni esempi:

- Immobilizzazioni materiali:

- impianti specializzati nella generazione di specifici prodotti finiti

- cespiti concessi in affitto o in locazione

- Immobilizzazioni immateriali:

- brevetti, marchi, licenze concessi in uso o suscettibili di autonoma stima

- Immobilizzazioni finanziarie:

- partecipazioni “autonome”

segue

2. *Cash generating unit* (CGU)

→ La CGU è “il più piccolo gruppo identificabile di attività che genera flussi finanziari ampiamente indipendenti dai flussi finanziari derivanti da altre attività o gruppi di attività”

Alcuni esempi:

- Molta parte delle immobilizzazioni materiali e immateriali:
 - impianti e macchinari
 - CED, centri ricerche, edifici centrali “attribuibili”
 - beni immateriali a vita indefinita “attribuibili”
 - avviamento “attribuibile”

segue

3. *Corporate assets*

→ Sono le attività gestite centralmente che non generano flussi finanziari autonomi (a meno che l'impresa abbia deciso di dismettere tali beni) e che non sono attribuibili ad alcuna CGU

Alcuni esempi:

- Alcune immobilizzazioni materiali e immateriali:
 - edifici centrali, macchinari d'ufficio
 - beni immateriali a vita indefinita
 - avviamento



“regole” di allocazione:

- allocazione a un gruppo di CGU di ordine superiore ...
 - ... attribuzione all'impresa nel suo complesso
-
-

Profili di rilievo nella identificazione delle CGU

■ Criteri di identificazione della CGU

- l'impresa considera il “sistema di controllo interno” e i criteri con i quali il management assume decisioni strategiche e operative

→ coerenza con le modalità di gestione interna del business



Le CGU possono essere definite per linee di prodotto, settori aziendali, aree geografiche, mercati di riferimento, tipologie di clientela

■ Si configura una CGU se esiste un mercato attivo per i suoi prodotti/servizi, anche se parte di questi sono destinati a “vendite interne”

- fattore rilevante è la possibilità di individuare un prezzo di mercato attendibile per il semilavorato
- le vendite di una CGU non devono influenzare quelle di altre CGU
- CGU non “sopprimibili” autonomamente ... le **società partecipate**

■ ... al limite, anche l'intera impresa può costituire una CGU

segue

■ *Trade off tra prudenza e attendibilità*

“il più piccolo” gruppo di attività:

necessità di “**analisi verso il basso**”, per evitare che CGU troppo ampie possano compensare crescite-riduzioni di valore



necessità di “**sintesi verso l’alto**”, per evitare che i flussi non siano ampiamente indipendenti

- Il **giudizio** sulla configurazione delle CGU è **soggettivo**

N.B.: le perdite di valore di un’attività o di una CGU **non possono essere compensate** con gli accrescimenti di valore di altre attività o CGU

■ *Costanza delle CGU*

- L’identificazione deve essere uniforme di esercizio in esercizio, a meno di cambiamenti giustificati
-
-

segue

■ In presenza di avviamento

- Quanto più elevato è il livello di allocazione dell'avviamento, tanto maggiore è il rischio di compensazioni tra riduzioni-incrementi di valore dell'avviamento relative a varie CGU. Ciò può voler significare:
 - evitare svalutazioni
 - riconoscere implicitamente l'avviamento “generato internamente”
- La perdita di valore di una CGU che include avviamento (p.e. ramo aziendale acquisito) deve essere rilevata nel seguente ordine:
 - prima, **imputazione all'avviamento** (fino al suo annullamento)
 - poi, **riduzione del valore delle altre attività** (non di quelle già esposte a FV) in proporzione al valore contabile di ciascuna

segue

■ CGU, *business combinations* e allocazione dell'avviamento

- L'avviamento è il pagamento anticipato effettuato dall'acquirente a fronte dei benefici economici futuri ottenibili dall'impresa acquisita
- Non genera flussi finanziari indipendenti da quelli di altre attività
- L'allocazione a CGU o gruppi di CGU deve essere svolta in funzione delle sinergie attese dall'acquisizione
- L'allocazione deve essere effettuata nel primo bilancio post acquisizione (eventualmente completata nel bilancio successivo)



Rilievo della cd.

“Purchase Price Allocation”

... implicazioni organizzative ...

... implicazioni sui bilanci consolidati successivi ...

... implicazioni sulle scelte di *business combinations*...

La stima del FV

- I riferimenti per la stima del FV sono, in ordine decrescente di rilevanza:

1.

Prezzo pattuito
in un accordo vincolante di vendita

2.

Prezzo corrente rilevato in un mercato attivo
(p.e. il prezzo di cessione più recente, se non sono intervenuti
significativi cambiamenti di contesto → **prezzo di borsa**
→ **prezzo di mercato usato**

3.

Stima sulla base di tecniche di valutazione che utilizzino le migliori
informazioni disponibili, tra cui anche transazioni recenti di
attività simili nel settore → **tecniche di valutazione**

- Il FV è al netto dei costi diretti di vendita: costi di rimozione, spese di mediazione, oneri per rendere cedibile la CGU, spese legali, imposte

segue

Tipi di multipli utilizzabili e rispettive formule di calcolo

Valore totale dell'impresa (<i>Asset side</i>)	Valore di mercato del K (<i>Equity side</i>)
 $\frac{EV}{EBIT}$	$\frac{P}{Erning}$
$\frac{\text{Capitalizzazione B} + \text{Valore Debito}}{\text{Risultato Operativo}}$	$\frac{\text{Capitalizzazione Borsa}}{\text{Risultato netto}}$
 $\frac{EV}{EBITDA}$	$\frac{P}{\text{Utile monetario}}$
$\frac{\text{Capitalizzazione B} + \text{Valore Debito}}{\text{Margine Operativo Lordo}}$	$\frac{\text{Capitalizzazione Borsa}}{\text{Rn} + \text{Ammortamenti} + \text{Accantonamenti prudenziali}}$
 $\frac{EV}{\text{Sales}}$	$\frac{P}{\text{Book Value}}$
$\frac{\text{Capitalizzazione B} + \text{Valore Debito}}{\text{Fatturato}}$	$\frac{\text{Capitalizzazione Borsa}}{\text{Patrimonio Netto}}$

Tab. 1 – Dati società comparabili alla CGU

	Prezzo	Capitalizz.ne	(P/E)	(P/S)	(P/EBITDA)	(EV/EBITDA)
Interpublic Gr.	29,54	11.181	30,45	1,65	11,69	11,13
WPP	760	874.456	30,89	0,4	14,1	20,05
Aegis Gr.	93	102.309	23,61	0,17	10,39	11,58
Havas Adv	8,13	2.476	24,29	0,12	4,73	15,33
Publicis Gr.	30	4.086	27,23	0,25	9,66	9,24
Omicom Gr.	89.350	17.030.110	33,09	2,38	13,9	15,45
Grey Global Gr.	620	842	122,34	0,68	9,49	9,24

Tab. 2 - Stima con metodo reddituale della CGU

Metodo reddituale	<i>valori in euro</i>
Reddito a regime	2.190.000
Tasso capitalizzazione	0,0875
Valore economico	25.028.571

Tab. 3 - Calcolo EBITDA della CGU

EBITDA	valori in euro
Reddito a regime	2.190.000
Imposte	1.687.000
Interessi passivi	70.000
Svalutazioni	42.000
Ammortamenti	333.000
	4.322.000

Tab. 4 - Calcolo multipli rilevanti

Società	P/E	P/Sales	P/EBITDA
	2005	2005	2005
Interpublic Group (US)	30,45	1,65	11,69
WPP (UK)	30,89	0,40	14,10
Aegis Group (UK)	23,61	0,17	10,39
Havas Adv (FR)	24,29	0,12	4,73
Publicis Groupe (EUR)	27,23	0,25	9,66
Omicom Group (US)	33,09	2,38	13,90
Grey Global Gr. (US)	122,34	0,68	9,49
Media campione	28,259	0,828	10,745
Mediana campione	28,840	0,325	11,040
Media adj. campione	28,840	0,618	11,410

Tab. 5 - Stima valore economico con il metodo dei multipli

Planet Media	Earning	Sales	EBITDA	Media	Lack of marketability	Valore economico
Parametri rilevanti	2.190.000	53.936.000	4.322.000			
W (media)	61.887.575	44.676.987	46.439.890	51.001.484	40%	30.600.890
W (mediana)	63.159.600	17.529.200	47.714.880	42.801.227	40%	25.680.736
W (media adjusted)	63.159.600	33.305.480	49.314.020	48.593.033	40%	29.155.820
					Media	28.479.149

La stima del VdU

■ La stima richiede una valutazione secondo un criterio finanziario

- stima dei flussi finanziari futuri connessi all'attività
- determinazione di tassi di attualizzazione appropriati

■ I flussi finanziari

- la stima deve fondarsi su piani/budget, approvati dal CdA
 - la stima deve apprezzare la CGU nelle sue attuali condizioni (*steady state*)
 - le proiezioni analitiche possono coprire un periodo massimo di 5 anni (salvo giustificati motivi, p.e. un contratto che prevede ricavi su commesse a lungo termine)
 - successivamente al periodo di piano, si assumono tassi di crescita stabili o in diminuzione e comunque non superiori a quelli di settore/Paese (PIL atteso)
-
-

segue

- i flussi non devono considerare la gestione finanziaria e la gestione fiscale



flussi finanziari *unlevered pre tax steady state*

- I tassi di attualizzazione devono essere determinati in modo coerente ai flussi

- devono essere determinati in modo **coerente ai flussi**
- **risk free rate** coerente con il periodo di manifestazione dei flussi attesi
- al *risk free rate* va aggiunto un congruo **premio per il rischio**



tassi di attualizzazione *unlevered pre tax*

- In realtà, si riscontrano differenti applicazioni

→ *Levered* (ex indicazioni teoria della finanza)

→ *Unlevered* (ex indicazioni Ias/Ifrs versus indicazioni teoria della finanza)

Differenze tra VdU e FV

- ❖ Il *fair value* è soggetto a minori restrizioni rispetto al VdU:
 - non necessariamente deve considerare l'*asset o la CGU* nelle sue attuali condizioni
 - sono considerabili i benefici da razionalizzazioni
 - possono essere considerati anche gli effetti di piani di ristrutturazione



Quanto sopra nella misura in cui tali profili sono riconosciuti nelle valutazioni ordinarie di mercato

L'IT in presenza di *corporate assets*

- Se le attività “indirette” non sono attribuibili ragionevolmente alle CGU, devono essere seguite le “regole” dei *corporate asset*
 - I *corporate assets*, se possibile, devono essere allocati a **gruppi di CGU di livello superiore** (pur non avendoli allocati in sede di seg. rep. ex Ias 14)
 - criteri impiegabili: valore contabile degli *assets* delle CGU; vita economica media ponderata degli *assets* della CGU
 - Ma se ciò non è possibile, è necessario sviluppare l'IT a **due livelli**:
 - il primo, a livello di CGU o gruppi di CGU (dopo aver allocato più *assets* possibili) con esclusione dei *corporate assets* (cd. ***bottom up test***)
 - il secondo, a livello del più piccolo gruppo di CGU cui gli *assets* residui (i cd. *corporate assets*) sono allocabili, livello che può coincidere anche con l'intera impresa (cd. ***top down test***) (IAS 36, es. 8)
 - “Trasferimenti” di *impairment losses* tra CGU e livello *corporate* (Es. 1 e 2)
-
-

■ IAS 36, esempio n. 8

- M è composta da tre CGU (A, B e C) e dalla divisione *corporate*, che comprende: 1 immobile (valore contabile = 150); 1 centro ricerche (valore contabile = 50).

M, ai fini dell'IT delle CGU, nel proprio bilancio consolidato procede ad allocare parte dei corporate asset (l'immobile) alle CGU. Il centro ricerche non è invece allocato alle CGU. Poi, M provvede a:

- effettuare il *bottom up test* delle CGU che includono i *corporate asset* allocati;
- effettuare il *top down test* a livello di gruppo nel suo complesso.

Ai fini dell'allocazione dell'immobile corporate si considerano il valore contabile degli assets di ciascuna CGU e la vita economica media ponderata degli stessi.

■ Allocazione dei *corporate asset*

	CGU A	CGU B	CGU C	Totale
1. Valore contabile	100	150	200	450
2. Vita economica media ponderata (anni)	10	20	20	-
3. Fattore di ponderazione	1	2	2	-
4. Valore contabile "ponderato" (1 x 3)	100	300	400	800
5. Peso di ciascuna CGU (rispetto a 800)	12,5%	37,5%	50,0%	100%
6. Quota parte del valore dell'immobile (val. immob. x 5)	19	56	75	150
7. Valore contabile cum corporate asset	119	206	275	600

- *Bottom up test: calcolo dell'impairment loss*

	CGU A	CGU B	CGU C
1. Valore contabile (cum corporate asset)	119	206	275
2. Valore recuperabile (considera anche i corporate asset)	199	164	271
3. <i>Imparment Loss</i>	0	-42	-4

- N. B.: Le *impairment losses* vanno allocate sia alle CGU sia alla divisione corporate

- *Bottom up test*: allocazione dell'*impairment loss*
 - L'allocazione ha luogo in proporzione al contributo fornito dagli *asset* della CGU (senza *corporate assets*) e dai *corporate assets allocati* alla formazione del valore contabile di ciascuna CGU nella quale è stata riscontrata un'*impairment loss*

	Criterio di allocazione dell'IL	CGU B	Criterio di allocazione dell'IL	CGU C
Loss di pertinenza della CGU	42 x 150/206	-30	4 x 200/275	-3
Loss di pertinenza della divisione corporate	42 x 56/206	-12	4 x 75/275	-1
<i>Loss totale</i>		-42		-4



Il *bottom up test* può comportare, oltre all'*impairment loss* dell'avviamento in capo alla CGU, anche un *impairment loss* dei cespiti tangibili che fanno capo alla divisione *corporate*, senza aver prima azzerato l'avviamento della CGU

■ *Top down test*

	CGU A	CGU B	CGU C	Immobilie	Centr. Ric.	Totale
1. Valore contabile ante IT	100	150	200	150	50	650
2. Loss dal bottom up test	0	-30	-3	-13	0	-46
3. Valore contabile dopo il bottom up test	100	120	197	137	50	604
4. Valore recuperabile di M (intero gruppo)						720
5. Top down test (intero gruppo)						0



Gli *assets* allocati non sono un centro di costo, ma un centro di profitto.
Altrimenti, il valore recuperabile potrebbe risultare inferiore al valore contabile

Un caso aziendale

Si proceda a:

- a. individuare le CGU del Gruppo oggetto del *test*;
- b. stimare il “valore recuperabile” (*recoverable amount*) al 31 dicembre 2009 degli *asset* iscritti nel bilancio consolidato del Gruppo ai fini della formulazione del giudizio di *impairment*;
- c. fornire la documentazione richiesta dal paragrafo 12, lettera d), del Principio Contabile Internazionale IAS 36, in conformità con quanto previsto dal Documento n. 4 emanato congiuntamente da Banca d’Italia, Consob e ISVAP in data 3 marzo 2010.



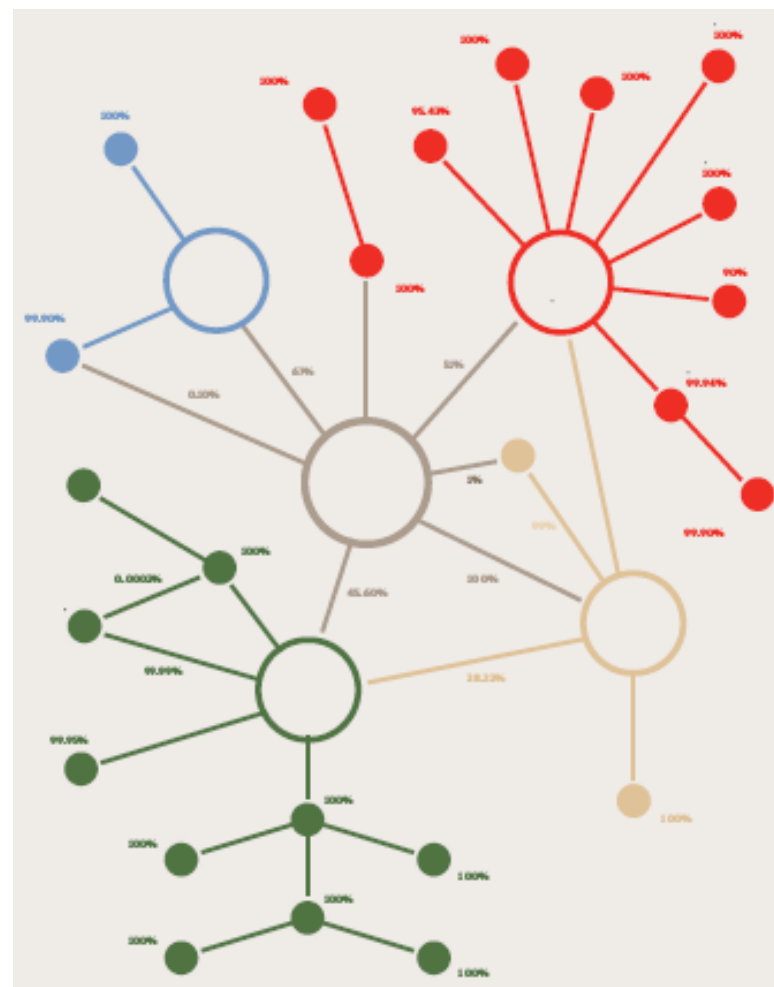
L'individuazione delle CGU del Gruppo

Le attuali CGU

Il processo di individuazione delle CGU ha storicamente fatto perno sulle singole *legal entity* (con minime eccezioni), individuando una CGU ad ogni successiva società acquisita dal Gruppo.

Di conseguenza, fino a fine 2008 le disposizioni dello IAS 36 sono state applicate procedendo ad eseguire l'*impairment test* per:

- ✓ 7 CGU corrispondenti a 7 *legal entities*;
- ✓ 2 CGU formate da 2 sottogruppi di imprese.



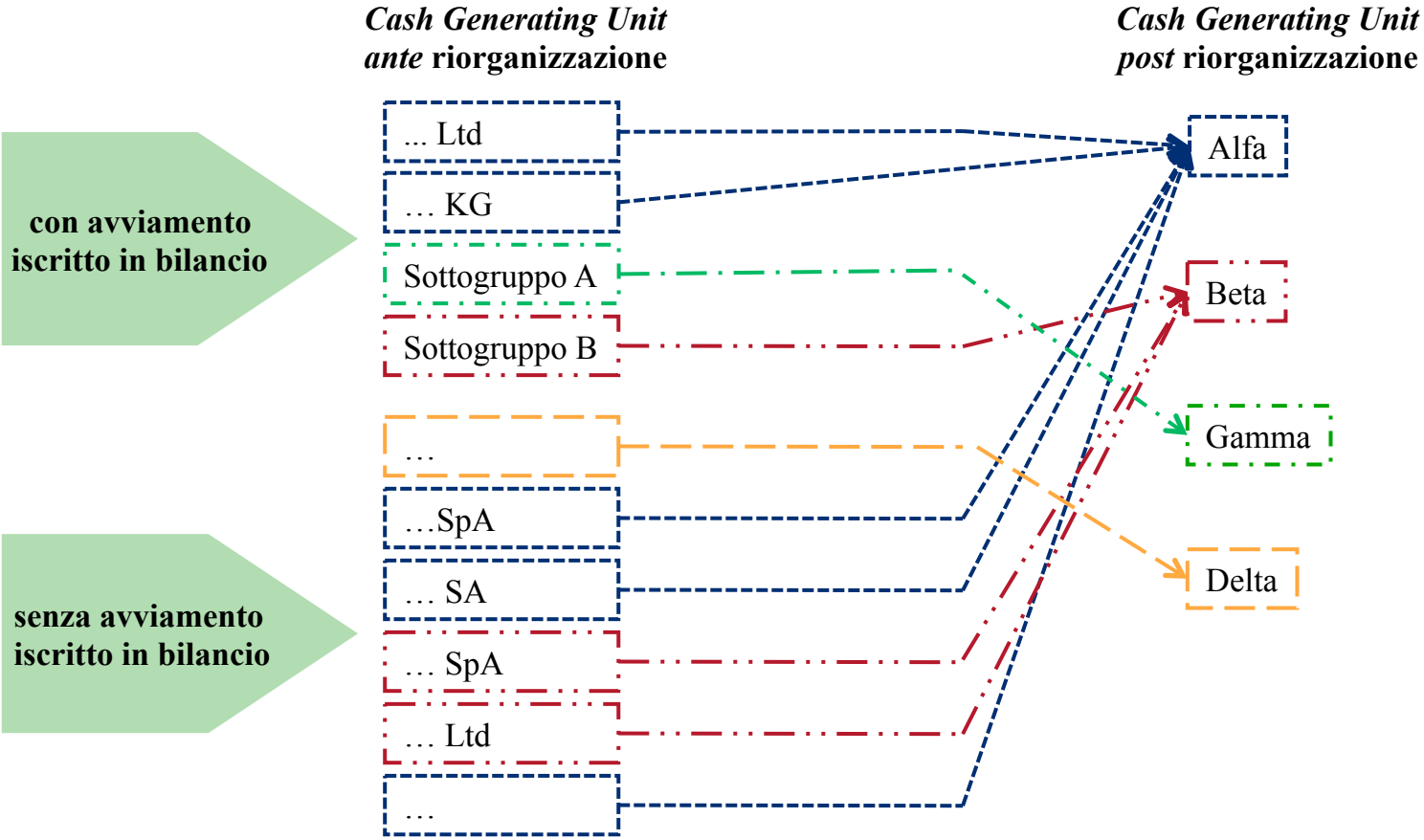
Ridefinizione delle CGU nell'ambito del processo di riorganizzazione del Gruppo

Nel corso 2008 ha preso avvio un ampio e radicale processo di riorganizzazione societaria destinato ad allineare la **struttura societaria del Gruppo**, anche da un punto di vista formale, a un **modello di gestione e controllo articolato in quattro distinte unità di *business***, che riflettono le principali categorie di prodotti.

Durante il 2009 si è completata l'attività di integrazione delle "entità" in capo alle quattro *business unit* con unità di indirizzo e controllo.

Ad oggi, **ciascuna *business unit***:

- ✓ **controlla i propri flussi finanziari prodotti;**
- ✓ **gestisce i propri specifici clienti e fornitori;**
- ✓ **è organizzata come una unità di *business* autonoma e indipendente, con proprie responsabilità organizzative e un proprio sistema di reportistica.**



L'impostazione valutativa sottesa al test

La configurazione di valore utilizzata per la determinazione del *recoverable amount* è rappresentata dal **valore d'uso**

→ *la dinamica degli andamenti borsistici registrata nell'ultimo periodo accresce le difficoltà della stima del fair value sulla base delle indicazioni ad oggi desumibili dai mercati attivi*

→ *il riferimento al valore d'uso consente di allineare il test di impairment alle logiche gestionali del Gruppo nella prospettiva di un investitore strategico, esprimendo un valore "fondamentale" nel quale il management è in grado di riconoscere i riflessi delle proprie strategie e delle politiche aziendali*

La determinazione del valore d'uso delle singole CGU avviene mediante l'applicazione del **critério del discounted cash flow**, nella sua **versione asset side**.

Il valore d'uso così determinato viene poi confrontato con il **Capitale Investito Netto** di ciascuna CGU risultante dai prospetti patrimoniali al 31 dicembre 2009 redatti dal *management* della società capogruppo.

Le *assumption* alla base dei Piani finanziari delle *Cash Generating Unit*

<i>Cash Generating Unit</i>	Alfa	Beta	Gamma	Delta
Orizzonte temporale	5 anni (2010 – 2014) I valori sono espressi in termini reali			
Flussi di cassa attesi nel periodo di previsione analitica (2010 – 2012)	<u>2010</u> : <i>budget</i> approvato dal CdA della capogruppo a dicembre 2009 <u>2011 – 2012</u> : Piano Triennale approvato dal CdA della capogruppo a novembre 2009			
Flussi di cassa attesi per gli anni successivi al periodo di previsione analitica (2013 – 2014)	<u>Redditività operativa</u> : il rapporto tra ricavi e costi riflette la marginalità dei prodotti di riferimento per ciascuna CGU; <u>Investimenti</u> : sono stimati secondo ipotesi di mantenimento o di sviluppo in linea con le ipotesi di crescita del fatturato del <i>Budget</i> 2010 e del Piano Triennale 2010 – 2012; <u>Capitale Circolante Netto</u> : è stimato in linea con le ipotesi di sviluppo del fatturato del <i>Budget</i> 2010 e del Piano Triennale 2010 – 2012; <u>Altri flussi operativi</u> : sono stimati secondo le ipotesi del <i>Budget</i> 2010 e del Piano Triennale 2010 – 2012; <u>Utilizzo TFR</u> : è stimato in linea con le uscite del personale previste dal piano interno di esubero.			

Flusso di cassa a regime

Pari al flusso di cassa operativo netto del 2014, rettificato per riflettere un sostanziale allineamento del valore degli accantonamenti al valore degli investimenti previsti per l'ultimo anno considerato nel Piano. La logica sottostante prevede, a regime, un flusso di investimenti strumentali a mantenere i livelli di capacità produttiva del 2014.

Effetti fiscali

Lo IAS 36, par. 55, richiede che il tasso di attualizzazione sia calcolato *pre tax*, consentendo peraltro che l'attualizzazione dei flussi possa essere condotta anche impiegando un tasso stimato al netto dell'effetto fiscale (*post tax*), a patto che i flussi futuri siano espressi in termini coerenti, cioè al netto dell'effetto in parola.

I flussi di cassa operativi (*unlevered*) di ciascuna CGU sono stati stimati al netto dell'effetto fiscale, calcolato sulla base del *tax rate* specifico di ciascuna CGU, tenuto conto delle diverse aree geografiche di attività del Gruppo.

In coerenza con i flussi di cassa previsionali, anche il tasso di attualizzazione (*Wacc*) è stato determinato al netto dell'effetto fiscale.

Inflazione

I flussi di cassa attesi 2010 – 2014 sono espressi in termini reali; coerentemente anche il tasso utilizzato per la loro attualizzazione è stato calcolato in termini reali, applicando la formula di Fisher sulla base del tasso di inflazione previsionale indicato dalla banca dati *Bloomberg*.

Il costo medio ponderato del capitale (*Wacc*)

Il costo medio ponderato del capitale (*Wacc*) utilizzato per l'attualizzazione dei flussi di cassa operativi netti delle singole CGU è stato stimato sulla base di informazioni desunte dall'analisi delle società comparabili di ciascuna *business unit*, così da riflettere la rischiosità propria di ciascun "settore" in cui opera il Gruppo.

Al costo medio ponderato del capitale è stato applicato un premio addizionale dell'1%, per tenere in considerazione le incertezze legate all'attuale generalizzata fase recessiva.

Dati	Assumption
<i>Risk free rate</i> (r_f)	Media a 3 mesi a ritroso dal 31 dicembre 2009 del <i>Bund</i> a 10 anni (fonte <i>Bloomberg</i>)
Premio per il rischio ($[E(r_m) - r_f]$)	Mediana dei premi per il rischio (per settore rilevati al 2 febbraio 2010) delle società comparabili per ciascuna <i>Cash Generating Unit</i> (fonte <i>Bloomberg</i>)
Beta (β)	Mediana dei <i>Beta</i> 2 anni <i>daily levered</i> rivelereggiata sulla base della struttura finanziaria di settore
K_d	Media a 3 mesi a ritroso dal 31 dicembre 2009 dell' <i>Interest Rate Swap</i> Italia a 10 anni (fonte <i>Bloomberg</i>) incrementato di uno <i>spread</i> di 200 bp
<i>Tax rate</i> (t_d)	Aliquota fiscale a regime per specifica <i>Cash Generating Unit</i>
Debito / <i>Equity</i> (D / E)	Rapporto Debito / <i>Equity</i> espressivo della struttura finanziaria di settore
Inflazione attesa (π)	Tasso previsionale relativo all'Unione Europea (fonte <i>Bloomberg</i>)

L'analisi di sensitività

Il **Documento Banca d'Italia/Consob/Isvap n. 4 del 3 marzo 2010**, predisposto dal Tavolo di coordinamento fra Banca d'Italia, Consob ed Isvap in materia di applicazione degli IAS/IFRS, richiama l'attenzione sulla *“necessità che gli amministratori svolgano adeguate considerazioni in ordine all'esistenza di **segnali esogeni di perdita di valore**, quali, ad esempio, quelli espressi dal mercato finanziario, come la presenza di una capitalizzazione di mercato della società significativamente inferiore al patrimonio netto contabile. In tale ambito gli amministratori devono ricercare le ragioni delle eventuali differenze che potrebbero emergere tra le valutazioni “esterne” e il risultato al quale giunge la procedura di impairment. Tale analisi - richiesta dallo IAS 36, par. 12, lettera (d) – deve essere compiutamente documentata nell'ambito di tale procedura”* (p. 3).

L'analisi di sensitività dei risultati del *test* è svolta allo scopo di **saggiare la variabilità dei risultati ottenuti al variare**, nell'ambito di intervalli ragionevoli, **del costo medio ponderato del capitale (Wacc)**.

→ *l'analisi di sensitività non è stata impostata sui flussi attesi, in quanto la stima poggia sull'assunto che i dati di piano, su cui si fonda la costruzione dei flussi, rappresentino la migliore stima del management circa l'evoluzione dei risultati di ciascuna CGU*

L'analisi di sensitività conferma la congruità dei risultati del *test* e l'assenza di *impairment loss* per ciascuna CGU.

Sviluppo dell'*impairment test* del Gruppo

Per ciascuna CGU del Gruppo, si procede a:

- ✓ Redigere i piani finanziari funzionali alla stima del flusso di cassa operativo netto;
- ✓ Stimare il tasso di attualizzazione (*Wacc*), con applicazione del metodo CAPM;
- ✓ Confrontare il valore d'uso (*enterprise value*) con il valore contabile (*Capitale Investito Netto*);
- ✓ Condurre un'analisi di sensitività, variando il tasso di attualizzazione.

Piani finanziari

CGU Alfa

Conto economico	2010	2011	2012
Fatturato	300.000	400.000	480.000
Costo del venduto	-287.000	-373.000	-434.000
Ebitda	13.000	27.000	46.000
Ammortamenti	-12.000	-12.100	-12.000
Ebit	1.000	14.900	34.000
Oneri di ristrutturazione (ante accordo sindacale)	650	6.700	0
Ebit <i>adjusted</i>	1.650	21.600	34.000

Stato patrimoniale	2010	2011	2012
Capitale circolante netto	53.000	52.000	57.000
Attivo fisso netto	103.000	91.000	87.000
Altre attività nette	1.000	2.100	2.100
Capitale investito netto	157.000	145.100	146.100
Posizione finanziaria netta	120.000	107.000	93.000
Patrimonio netto	37.000	38.100	53.100
Totale passivo	157.000	145.100	146.100

Piani finanziari (segue)

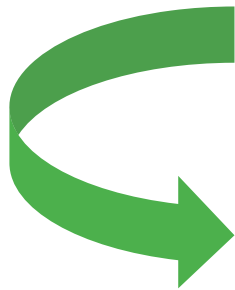
CGU Alfa

Rendiconto finanziario	2010	2011	2012	2013	2014	<i>Terminal value</i>
Ebit <i>adjusted</i>	1.650	21.600	34.000	34.500	35.000	39.500
Imposte	-2.000	-8.000	-12.000	-12.200	-12.400	-14.000
Ammortamenti	12.000	12.100	12.000	12.800	13.000	8.500
Uscite per oneri di ristrutturazione	-4.000	-900	-900	-	-	-
Variazione Capitale circolante netto	-20.100	1.000	-5.000	-	-	-
<i>Capex</i>	-11.000	-5.800	-8.000	-8.500	-8.500	-8.500
Variazione fondo TFR	-1.000	-1.300	-1.300	-	-	-
Variazione altri flussi operativi	-3.200	800	2.100	1.900	1.900	-
Flusso di cassa operativo netto	-27.650	19.500	20.900	28.500	29.000	25.500

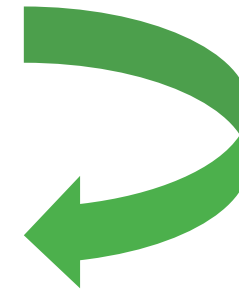
Costo medio ponderato del capitale (*Wacc*)

CGU Alfa

Costo del debito		Costo dell' equity	
IRS Italia 10 anni	3,49%	<i>Risk free rate</i> netto (r_f)	2,84%
<i>Credit spread</i>	2,00%	<i>Equity risk premium</i> ($[(E r_m) - r_f]$)	7,44%
Costo del debito pre-tasse (K_d)	5,49%	<i>Unlevered beta</i> ($\beta_{unlevered}$)	0,76
Aliquota fiscale (t_d)	35,35%	<i>Levered beta</i> ($\beta_{levered}$)	1,06
Costo del debito post-tasse ($K_d * (1 - t_d)$)	3,55%	Costo dell' equity (K_e)	10,72%



Costo medio ponderato del capitale (<i>Wacc</i>)	
Costo del debito ($K_d * (1 - t_d)$)	3,55%
Costo dell' equity (K_e)	10,72%
D / E	0,67
Inflazione (π)	1,40%
Premio addizionale	1,00%
Costo medio ponderato del capitale (<i>Wacc</i>)	7,36%



Valore d'uso, confronto con CIN e analisi di sensitività

CGU Alfa

	2010	2011	2012	2013	2014	Terminal value
Flusso di cassa operativo netto	-27.650	19.500	20.900	28.500	29.000	25.500
Costo medio ponderato del capitale (Wacc): 7,36%						
Valore attuale dei flussi di cassa operativi netti	-25.754	16.918	16.890	21.452	20.332	
Valore attuale del Terminal value						242.912
Enterprise value (EV)	292.750					
Capitale investito netto (CIN)	129.000					
Delta EV / CIN	163.750					

	Analisi di sensitività		
	Wacc	EV	Delta EV / CIN
Tasso di attualizza che rende il valore recuperabile della CGU pari al suo valore contabile	7,36%	292.750	163.750
	7,73%	276.422	147.422
	8,11%	260.887	131.887
	14,19%	129.000	0