

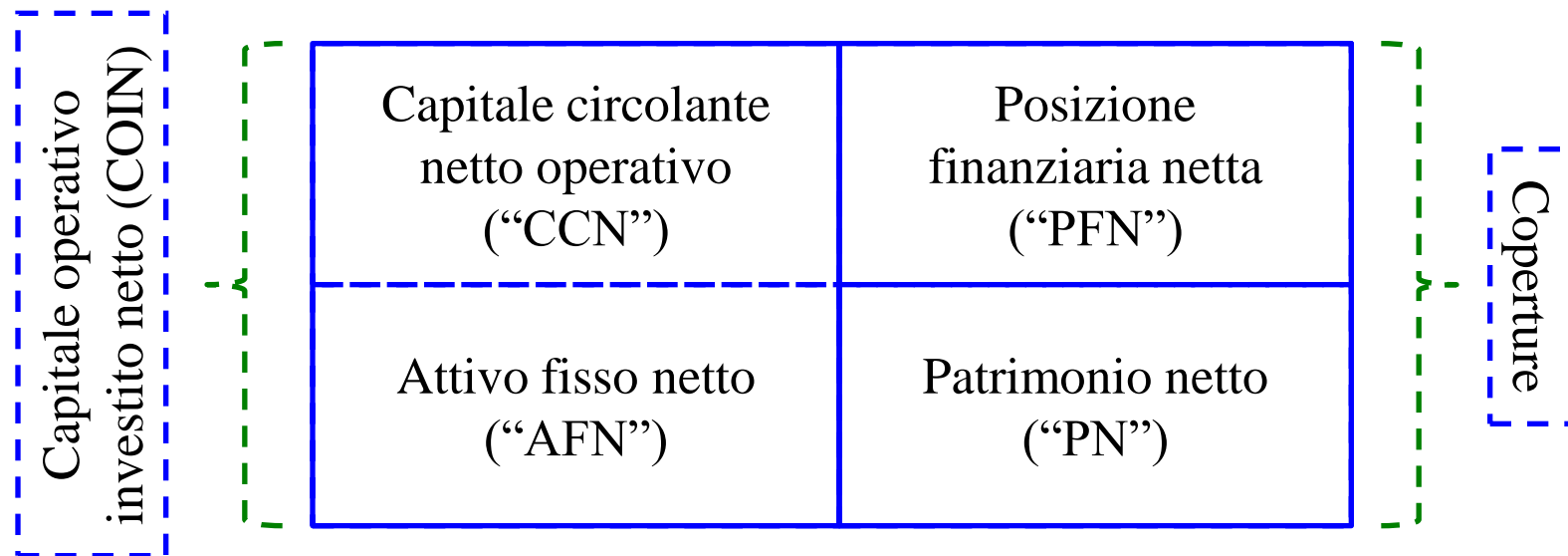


**Il calcolo dei flussi  
economico-finanziari:  
elementi di complessità.**

**L'apprezzamento della  
ragionevolezza del Piano.**

Ai fini delle valutazioni d'azienda è opportuno disporre di prospetti riclassificati di Stato Patrimoniale e di Conto Economico (sia consuntivi sia prospettici).

Lo Stato Patrimoniale è opportuno sia riclassificato secondo il criterio della **pertinenza gestionale**, al fine di assicurare una rigorosa distinzione tra la gestione **operativa** e quella **finanziaria**.



I debiti operativi, in quanto forma di finanziamento "fisiologica" e non onerosa dell'attività operativa, sono portati a riduzione del capitale investito, mentre le attività finanziarie vanno a rettificare l'indebitamento finanziario.

Il Conto Economico è opportuno sia riclassificato a **ricavi e costo del venduto**, al fine di evidenziare il contributo alla formazione del reddito delle diverse aree di gestione aziendali, assicurando la distinzione tra gestione **operativa** e **finanziaria**.

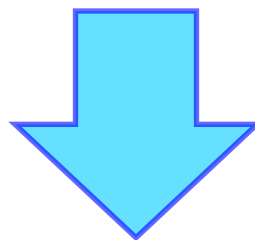
<b>Ricavi netti</b>	<b>xxx</b>	}	<b>Gestione operativa</b>
- Costo del Venduto (CdV)	xxx		
<b><i>Reddito Operativo della Gest. Caratt.</i></b>	<b>xxx</b>	}	<b>Gestione finanziaria</b>
± Proventi netti di gestione accessoria	xxx		
<b><i>Reddito Operativo (Ebit)</i></b>	<b>xxx</b>	}	<b>Gestione straordinaria</b>
- Oneri finanziari (OF)*	xxx		
<b><i>Reddito Ordinario (o Risultato lordo di competenza)</i></b>	<b>xxx</b>	}	<b>Gestione tributaria</b>
± Componenti straordinari	xxx		
<b><i>Reddito prima delle Imposte (RAI)</i></b>	<b>xxx</b>	}	
- Imposte	xxx		
<b><i>Reddito netto</i></b>	<b>xxx</b>		



I riclassificati di Stato Patrimoniale e di Conto Economico supportano la determinazione del **Flusso di cassa di gestione operativa**.

<i>Reddito Operativo (Ebit)</i>	<i>xxx</i>
+ Ammortamenti	xxx
+ Accant. fondi rischi e oneri	xxx
+ Altri comp. negativi non monetari	xxx
- Altri comp. positivi non monetari	xxx
<hr/>	
<i>Flusso di CCN di gestione operativa corrente</i>	<i>xxx</i>
+/- $\Delta$ crediti commerciali	xxx
+/- $\Delta$ rimanenze di magazzino	xxx
+/- $\Delta$ debiti commerciali	xxx
+/- $\Delta$ altre poste circolanti operative	xxx
<hr/>	
<i>Flusso di cassa di gestione operativa corrente</i>	<i>xxx</i>
- Capex	xxx
+ Disinvestimenti	xxx
<hr/>	
<i>Flusso di cassa di gestione operativa al servizio del debito (free cash flow)</i>	<i>xxx</i>

I prospetti riportati nelle precedenti *slide* costituiscono schemi “base” di riferimento. Nella realtà professionale, il valutatore può trovarsi di fronte a prospetti che, a livello di struttura, differiscono dallo *standard* “base”.



Nel seguito si propongono alcuni esempi di schemi di Stato Patrimoniale, di Conto Economico e di determinazione del Flusso di Cassa tratti da concrete esperienze professionali.

# 1. Stato Patrimoniale

Crediti commerciali	xxx
Magazzino	xxx
Debiti commerciali	xxx
Altre attività/passività operative	xxx
<b>Capitale circolante netto</b>	<b>xxx</b>
Immobilizzazioni materiali	xxx
Immobilizzazioni immateriali	xxx
Avviamento	xxx
Immobilizzazioni finanziarie	xxx
<b>Totale attivo immobilizzato netto</b>	<b>xxx</b>
Fondi rischi e oneri	xxx
T.F.R.	xxx
<b>Capitale investito netto</b>	<b>xxx</b>
Capitale sociale	xxx
Riserve	xxx
Risultato d'esercizio al netto dividendi	xxx
<b>Patrimonio netto</b>	<b>xxx</b>
Indebitamento a medio-lungo termine	xxx
Indebitamento a breve termine (cassa)	xxx
<b>Totale indebitamento finanziario</b>	<b>xxx</b>
<b>Totale fonti di finanziamento</b>	<b>xxx</b>

**ATTENZIONE**  
 La voce comprende *i*) crediti/debiti v/Erario per imposte; *ii*) debiti v/dipendenti; *iii*) debiti per investimenti in immobilizzazioni (v. acquisto macchinario); ecc.

**ATTENZIONE**  
 L'indebitamento a breve è al netto delle disponibilità liquide e dei titoli prontamente liquidabili.

## 1. Stato Patrimoniale (segue)

Trade Account Receivable	xxx
Trade Account Payable	xxx
Inventory	xxx
<b>Operating Working Capital</b>	<b>xxx</b>
Other Account Receivable/Payable	xxx
<b>Working Capital</b>	<b>xxx</b>
Net Tangible Assets	xxx
Net Intangible Assets	xxx
Financial Assets	xxx
<b>Total Non Current Assets</b>	<b>xxx</b>
Staff leaving indemnity	xxx
Other Provision	xxx
<b>Total Non Current Liabilities</b>	<b>xxx</b>
<b>Net Invested Capital</b>	<b>xxx</b>
Short Term Financial Position	xxx
M/L Term Financial Position	xxx
<b>Net Financial Position</b>	<b>xxx</b>
Common Stock	xxx
Retained Earnings	xxx
Result	xxx
<b>Equity</b>	<b>xxx</b>
<b>Net Financial Position + Equity</b>	<b>xxx</b>

### ATTENZIONE

La voce comprende l'avviamento.

## 2. Conto Economico

<b>Ricavi netti</b>	<b>xxx</b>
Costo del venduto	xxx
<hr/>	
<b>Gross margin</b>	<b>xxx</b>
Spese di vendita	xxx
<i>Marketing</i>	xxx
<i>Royalties</i>	xxx
Costi generali e amministrativi	xxx
<hr/>	
<b>Ebitda</b>	<b>xxx</b>
Ammortamenti	xxx
<hr/>	
<b>Ebit</b>	<b>xxx</b>
Oneri finanziari netti	xxx
Costi di ristrutturazione	xxx
Proventi straordinari	xxx
<hr/>	
<b>Ebt</b>	<b>xxx</b>
Imposte	xxx
<hr/>	
<b>Risultato netto</b>	<b>xxx</b>

### **ATTENZIONE**

I costi di ristrutturazione rappresentano un valore di natura straordinaria.



## 2. Conto Economico (segue)

<b>Net Sales</b>	<b>xxx</b>
Raw Material	xxx
Finished Products	xxx
Delta Stocks	xxx
<b>Contribution Margin</b>	<b>xxx</b>
Industrial Costs	xxx
<b>Gross Margin</b>	<b>xxx</b>
G&A	xxx
Marketing	xxx
Labor Costs	xxx
Royalties	xxx
Other Income&Expenses	xxx
<b>Ebitda</b>	<b>xxx</b>
Depreciation & Amortization	xxx
<b>Ebit</b>	<b>xxx</b>
Financial Result	xxx
Extraordinary items	xxx
<b>Result before taxes</b>	<b>xxx</b>
Taxes	xxx
<b>Net result</b>	<b>xxx</b>

### ATTENZIONE

La macrovoce relativa al costo del venduto risulta scomposta in singole voci di dettaglio.

### ATTENZIONE

*Depreciation* esprime le svalutazioni e la quota di ammortamento dei beni tangibili; *Amortization* esprime la quota di ammortamento dei valori intangibili, compreso il *goodwill*.

### 3. Flusso di cassa della gestione operativa

<b>Ebit</b>	<b>XXX</b>
Imposte	XXX
<b>Ebit netto di imposte</b>	<b>XXX</b>
<i>Ammortamenti valutativi</i>	XXX
<i>Svalutazioni</i>	XXX
<i>Variazione CCN e di altri crediti e debiti operativi</i>	XXX
<i>Capex</i>	XXX
<i>Variazione fondi (anche T.F.R.)</i>	XXX
<b>Flusso di cassa operativo netto di imposte</b>	<b>XXX</b>

#### ATTENZIONE

Le imposte sono calcolate a livello di Ebit su base teorica e differiscono pertanto da quelle effettive pagate dall'impresa.

#### ATTENZIONE

La variazione esprime la differenza tra "valore iniziale" e "valore finale" e, quindi, non esprime un flusso di cassa effettivo.

#### ATTENZIONE

Lo schema prescinde dal calcolo di taluni risultati intermedi.

### 3. Flusso di cassa della gestione operativa (segue)

#### ATTENZIONE

Le imposte sono calcolate su base teorica a livello di Ebitda (e non di Ebit) e non danno conto, erroneamente, della deducibilità fiscale degli ammortamenti.

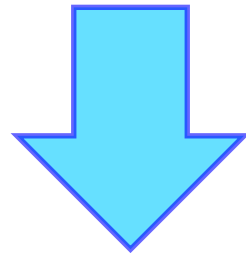
#### ATTENZIONE

Il flusso di cassa finale è quello disponibile per gli azionisti, utilizzabile solo nelle stime con approccio *equity side*.

<b>Ebitda</b>	<b>XXX</b>
Taxation	XXX
$\Delta$ Net Working Capital	XXX
$\Delta$ Provisions	XXX
<b>Operating Cash Flow</b>	<b>XXX</b>
Capital Expenditures	XXX
Investments	XXX
<b>Free Cash Flow</b>	<b>XXX</b>
Net Interests	XXX
Net Extraordinary Items	XXX
Partners Bonus	XXX
New Equity Partner Privileged Return	XXX
Goodwill	XXX
$\Delta$ Shareholders' Funds	XXX
<b>Net Cash Flow</b>	<b>XXX</b>

## La ragionevolezza dei Piani

Le valutazioni d'azienda impongono spesso la preventiva verifica della ragionevolezza del piano economico-finanziario utilizzato nella stima.



La ragionevolezza del piano economico-finanziario deve essere ricercata con riguardo al:

- **profilo operativo;**
- **profilo finanziario.**

## 1. Il profilo operativo

La valutazione della ragionevolezza del piano economico-finanziario sotto il **profilo operativo** impone di riscontrare:

- la **coerenza interna** delle ipotesi formulate a fondamento del piano, verificando che le assunzioni accolte con riguardo alle differenti dimensioni gestionali dell'entità esaminata – organizzativa, strategico-competitiva, economico-finanziaria – risultino tra loro compatibili nella prospettiva della generazione dei flussi previsti;
- la **coerenza storica** delle previsioni formulate nel piano, verificando che i dati prospettici dell'entità analizzata siano contraddittori rispetto ai risultati consuntivi già conseguiti. In particolare, la verifica deve essere condotta con riguardo: *i*) alla coerenza tra **valori** previsionali e storici (Ricavi, Ebitda, Ebit, Capitale Circolante Netto Operativo, ecc.); *ii*) alla coerenza tra **incidenze percentuali** previsionali e storiche (*Ebitda margin*, *Ebit margin*, ecc.); *iii*) alla coerenza tra **tassi di crescita composti** (CAGR) previsionali e storici;

## 1. Il profilo operativo (segue)

- la **coerenza prospettica** delle previsioni formulate nel piano, verificando che tali previsioni non siano contraddittorie rispetto (ove disponibili) *i*) a dati di scenario macroeconomico, *ii*) a dati di settore nonché *iii*) a qualsiasi altro dato di contesto utile per apprezzare il fondamento delle previsioni effettuate;
- la **verosimile realizzabilità** del piano, verificando che le assunzioni considerate e le conseguenti stime non siano inficiate e rese poco verosimili dalla presenza di rilevanti difficoltà nella prospettiva dell'implementazione delle azioni necessarie o nel conseguimento dei risultati preventivati;
- la **correttezza matematica dei calcoli** e, più in generale, l'**attendibilità** delle previsioni elaborate nel piano, verificando che i dati contenuti in esso forniscano una fedele rappresentazione della sottostante realtà aziendale.

## 1. Il profilo operativo (segue)

Alcuni esempi tratti da concrete esperienze professionali:

- la **coerenza interna** delle ipotesi formulate a fondamento del piano è stata verificata, tra l'altro, nei termini seguenti: *“i costi variabili commerciali crescono mediamente del 12,4%. La crescita deriva principalmente, da un lato, dall'incremento del 12,5% delle provvigioni corrisposte ai rappresentanti e, dall'altro, dall'incremento del 12,1% dei costi di trasporto. Siffatte dinamiche sono da ricondurre all'espansione commerciale della società sul mercato estero”*;
- la **coerenza storica** delle previsioni formulate nel piano è stata verificata , tra l'altro, mediante la constatazione che *“i costi operativi monetari previsti nei primi sei mesi del 2009 trovano sostanziale conferma nei dati registrati a consuntivo”*.

## 1. Il profilo operativo (segue)

- la **coerenza prospettica** delle previsioni formulate nel piano è stata verificata, tra l'altro, mediante confronto con “*dati di scenario macroeconomico* (il tasso atteso di crescita dell'inflazione), *dati di settore* (i tassi attesi di crescita del settore e dei settori clienti) nonché altri dati di contesto utili per apprezzare il fondamento delle previsioni effettuate”;
- la **verosimile realizzabilità** del piano è stata verificata, tra l'altro, effettuando una “*specificata analisi di sensitività*”;
- la **correttezza matematica dei calcoli** è stata verificata mediante il controllo (a campione) della correttezza matematica delle formule contenute nei prospetti esaminati.



## 2. Il profilo finanziario

La valutazione della ragionevolezza del piano economico-finanziario sotto il **profilo finanziario** impone di riscontrare:

- la **congruità degli oneri finanziari** (ovvero dei flussi finanziari associati alla **rimunerazione** dei finanziamenti), quantificati sulla base di definite previsioni in merito all'andamento dei tassi d'interesse, tenuto conto della esistenza di eventuali strumenti finanziari di copertura;
- la **coerenza dei rimborsi delle quote capitale** rispetto alle condizioni contrattuali concordate;
- la **capienza** dei risultati operativi previsti nel piano rispetto alle esigenze imposte dal servizio (rimunerazione e rimborso) del debito.

## 2. Il profilo finanziario (segue)

Alcuni esempi tratti da concrete esperienze professionali:

- la **congruità degli oneri finanziari** è stata verificata mediante riscontro “i) della coerenza dei tassi Euribor assunti a riferimento nel Piano rispetto alla curva dei tassi previsionali ad oggi “tracciata” dai più autorevoli provider finanziari; ii) della coerenza della misura degli spread accolti nel Piano (espressi in “punti bps”) rispetto a quelli sanciti contrattualmente”;
- la **coerenza dei rimborsi delle quote capitale** rispetto alle condizioni contrattuali concordate è stata verificata mediante controllo delle uscite monetarie per rimborso delle quote capitali, così come indicate nel piano rispetto a quelle riportate nel contratto di finanziamento;
- la **capienza** dei risultati operativi previsti nel piano rispetto alle esigenze imposte dal servizio (rimunerazione e rimborso) del debito è stata verificata mediante l'accertamento che il “piano economico-finanziario integrasse adeguatamente le risultanze del piano operativo con i flussi del piano finanziario originati dal servizio delle linee di finanziamento, con le fonti operative nette sufficientemente capienti rispetto agli impieghi finanziari”.