

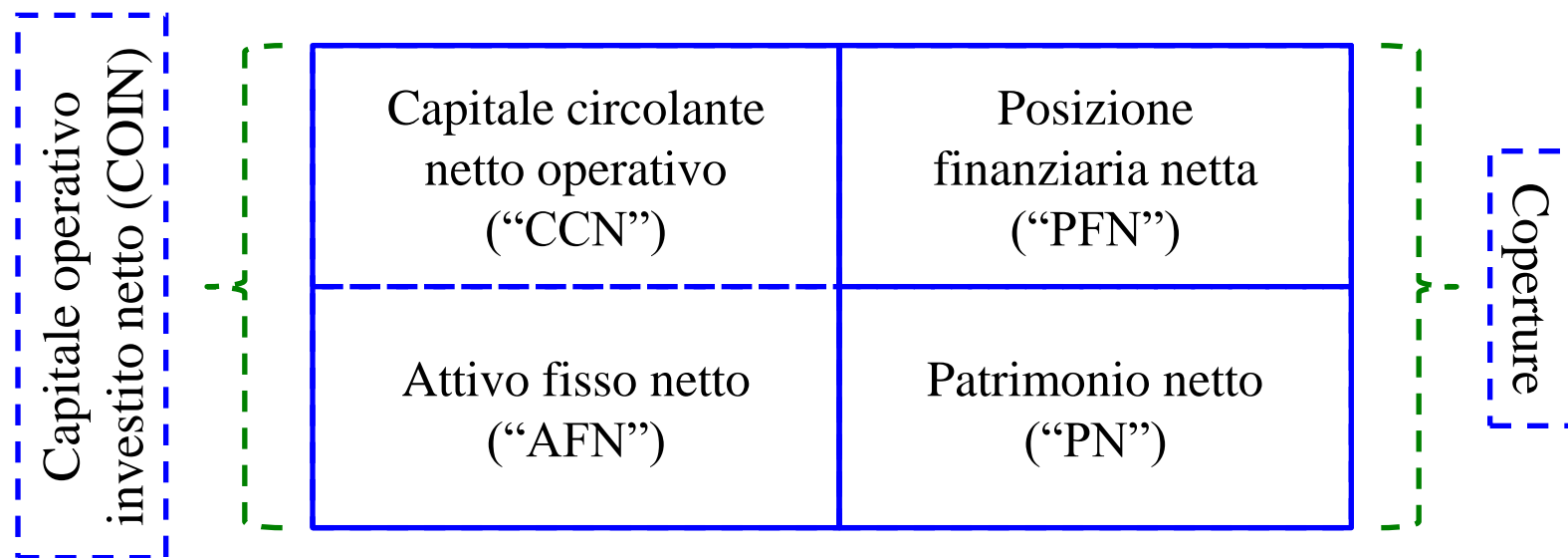


**Il calcolo dei flussi
economico-finanziari:
elementi di complessità.**

**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.

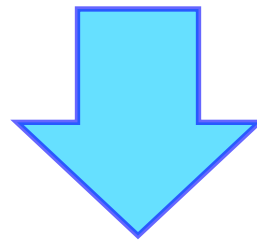
Il Conto Economico è opportuno sia riclassificato a **ricavi e costo del venduto**, al fine di evidenziare il contributo alla formazione del reddito delle diverse aree di gestione aziendali, assicurando la distinzione tra gestione **operativa** e **finanziaria**.

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

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>
+/- Δ crediti commerciali	xxx
+/- Δ rimanenze di magazzino	xxx
+/- Δ debiti commerciali	xxx
+/- Δ 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
Capitale circolante netto	xxx
Immobilizzazioni materiali	xxx
Immobilizzazioni immateriali	xxx
Avviamento	xxx
Immobilizzazioni finanziarie	xxx
Totale attivo immobilizzato netto	xxx
Fondi rischi e oneri	xxx
T.F.R.	xxx
Capitale investito netto	xxx
Capitale sociale	xxx
Riserve	xxx
Risultato d'esercizio al netto dividendi	xxx
Patrimonio netto	xxx
Indebitamento a medio-lungo termine	xxx
Indebitamento a breve termine (cassa)	xxx
Totale indebitamento finanziario	xxx
Totale fonti di finanziamento	xxx

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

ATTENZIONE

La voce comprende l'avviamento.

2. Conto Economico

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

ATTENZIONE

I costi di ristrutturazione rappresentano un valore di natura straordinaria.

2. Conto Economico (segue)

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

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

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

Ebit	XXX
Imposte	XXX
Ebit netto di imposte	XXX
<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
Flusso di cassa operativo netto di imposte	XXX

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.

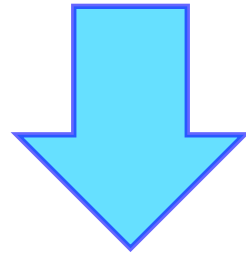
ATTENZIONE

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

Ebitda	XXX
Taxation	XXX
Δ Net Working Capital	XXX
Δ Provisions	XXX
Operating Cash Flow	XXX
Capital Expenditures	XXX
Investments	XXX
Free Cash Flow	XXX
Net Interests	XXX
Net Extraordinary Items	XXX
Partners Bonus	XXX
New Equity Partner Privileged Return	XXX
Goodwill	XXX
Δ Shareholders' Funds	XXX
Net Cash Flow	XXX

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 “specifico 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*”.