

# Flussi finanziari e flussi reddituali: differenza di valore

di Pasquale De Luca (\*)

**U**n'azienda che intenda accedere a fonti di finanziamento esterne, sia che si tratti di accedere a capitale di debito facendo ricorso ai mercati finanziari internazionali, sia che si tratti di incrementare il capitale di rischio aprendo a nuovi azionisti, è chiamata a rispondere sulla base di logiche finanziarie oltre che strettamente industriali. Ne consegue che il management deve gestire il valore a tutti i livelli aziendali.

## Premessa

L'analisi della struttura finanziaria dell'azienda evidenzia la sempre maggiore partecipazione al capitale di rischio di istituti di credito, di *private equity* ed in generale di soggetti con estrazione finanziaria. La struttura dell'*equity* è pertanto progressivamente cambiata laddove soggetti «finanziari» si sono affiancati a soggetti «industriali» nella gestione dell'azienda.

La globalizzazione del mercato dei capitali ha generato una vera e propria rivoluzione culturale. Il management aziendale è sempre più coinvolto a livello internazionale in operazioni straordinarie spesso dettate più da logiche strettamente finanziarie che industriali. Pertanto al linguaggio dei ricavi e dei costi, tipico della pianificazione aziendale e della cultura manageriale di estrazione industriale, si sta progressivamente affiancando in modo sempre più forte il linguaggio finanziario incentrato principalmente sulla logiche dei *cash-flow*. Pertanto se prima il management valutava i propri piani strategici principalmente sulla base di ricavi e costi in ottica di lungo periodo, oggi è richiesto loro sempre più di valutare le strategie aziendali in termini di *cash-in* e *cash-out* tanto nel breve che nel lungo periodo. I soggetti sottoscrittori di *equity* di estrazione finanziaria sono, infatti, principalmente interessati a comprendere il rendimento offerto dal loro investimento ed il relativo tempo di rientro laddove nella maggior parte dei casi l'ottica adottata è di breve più che di lungo periodo.

In termini generali l'azienda che intenda accedere a fonti di finanziamento esterne, sia che si tratti di accedere a capitale di debito facendo ricorso ai mercati finanziari internazionali sia che si tratti di incrementare il capitale di rischio aprendo a nuovi

azionisti, è chiamata a comprendere ed a rispondere sulla base di logiche finanziarie oltre che strettamente industriali. Ne consegue che il management deve gestire il valore a tutti i livelli aziendali (1).

## Flussi di cassa e valori di bilancio

Nel nostro Paese è ancora forte la tendenza a valutare l'andamento aziendale unicamente facendo ricorso a valori economici e patrimoniali. Il risultato d'esercizio e il fatturato sono ancora gli indicatori per eccellenza in sede di analisi e valutazione della performance aziendale.

Con il sempre maggiore ingresso di soggetti ad estrazione finanziaria all'interno dell'azienda, quali sottoscrittori di capitale di debito o direttamente di capitale di rischio, l'attenzione del management si sta progressivamente spostando dall'analisi del fatturato e degli utili all'analisi dei flussi di cassa operativi e netti. In altre parole all'analisi della dinami-

### Note:

(\*) Dottore commercialista, revisore dei conti e consulente aziendale in Roma.

(1) Per una disamina approfondita sulla tematica del valore d'azienda si veda tra gli altri: A. Damodaran, *Damodaran on Valuation*, John Wiley & Sons Inc., New York, 1994 (trad.it. *Manuale di valutazione finanziaria*, McGraw-Hill, Milano, 1996); A. Damodaran, *The Dark Side of Valuation: Valuing Old Tech, New Tech, and New Economy Companies*, Prentice Hall Inc., New York, 2001 (trad.it. *Valutazione delle aziende*, Apogeo, Milano, 2002); T. Copeland, T. Koller, J. Murrin, *Valuation. Measuring and Managing the Value of Companies*, John Wiley & Sons Inc., New York, ultima edizione 2000 (trad.it. *Il valore dell'impresa*, Il Sole 24 Ore, Milano, ultima edizione 2002); L. Guatri, M. Bini, *Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende*, Egea, Milano, 2005; E. Pavarini, *L'equilibrio finanziario*, McGraw-Hill, Milano, 2006; Massari M., Zanetti L., *Valutazioni finanziarie*, McGraw-Hill, Milano, 2004.

ca economica dell'azienda si richiede di affiancare in misura sempre maggiore l'analisi della sua dinamica finanziaria.

I *cash-flow*, operativi e netti, sono da sempre utilizzati dalla comunità finanziaria internazionale quale strumento principale per l'analisi della performance aziendale laddove ne forniscono una visione immediata e non falsata. Essi non risentono, infatti, delle politiche di bilancio e dei principi contabili adottati al variare dei quali cambia il risultato d'esercizio dell'azienda, consentendo di evitare quel processo di cosmesi contabile troppo spesso utilizzato al fine di evidenziare la performance desiderata.

In particolare l'analisi dei *cash-flow* consente, in ottica storica, di comprendere quali aree gestionali hanno assorbito risorse e quali, invece, le hanno generate; in ottica prospettica è ancora più importante in quanto consente di comprendere il fabbisogno finanziario delle diverse aree gestionali e, quindi, di stabilire le diverse forme di copertura ed il relativo costo in vista dell'equilibrio finanziario sia di breve che di lungo periodo.

Tra risultato economico e risultato finanziario vi è un disallineamento dovuto principalmente a tre elementi quali:

- sfasamento temporale tra ricavi e costi da una parte ed entrate ed uscite dall'altra, ovvero tra ciclo economico e ciclo monetario, con il conseguente insorgere di crediti e debiti;
- diverso principio di rilevazione dei ricavi e dei costi da un lato e delle entrate ed uscite dall'altro laddove vige il principio di competenza per i primi ed il principio di cassa per i secondi. Pertanto così come vi sono costi che non hanno manifestazione finanziaria (in tal senso si pensi alle quote di ammortamento) esistono entrate ed uscite non correlate a ricavi e costi (in tal senso si pensi ai rimborsi ai soci, all'aumento di capitale sociale a pagamento, all'accensione ed al rimborso di finanziamenti). Inoltre mentre nella determinazione del risultato economico d'esercizio non si considerano tutti i ricavi e tutti i costi ma solo quelli di competenza, nella determinazione del risultato finanziario si considerano tutte le entrate e tutte le uscite verificatesi in un determinato arco temporale;
- esistenza di processi di stima a cui sono soggette alcune voci economiche (si pensi alle rimanenze di magazzino ed agli accantonamenti a fondo rischi) diversamente dai flussi di cassa non soggetti ad alcuna stima.

La differenza tra dimensione economica e dimensione finanziaria d'azienda è rilevante soprattutto in termini di equilibrio generale. Mentre è ammis-

sibile che nel breve periodo i costi di gestione siano superiori rispetto ai ricavi, in tal senso basti pensare ad aziende in fase di *start-up*, con riferimento alla dimensione finanziaria anche nel breve periodo è necessario che le entrate siano almeno pari alle uscite al fine di evitare situazioni di disequilibrio finanziario. In altre parole sotto il profilo finanziario è necessario che vi sia corrispondenza, anche nel breve periodo oltre che ovviamente nel lungo, tra fonti ed impieghi sia in senso quantitativo che temporale: è infatti necessario che fonti di lungo periodo siano in grado di coprire impieghi di lungo periodo così come fonti di breve periodo siano in grado di coprire impieghi di breve periodo.

### Informazioni economiche, patrimoniali e finanziarie

Il conto economico e lo stato patrimoniale non forniscono indicazioni dirette e precise circa la dinamica finanziaria dell'azienda.

L'*EBITDA* costituisce l'indicatore economico principale per l'analisi dell'andamento aziendale indicando il risultato della gestione caratteristica. Anche se esiste una relazione tra *EBITDA* e capitale circolante netto, meglio noto come *Net Working Capital*, e quindi indirettamente con i flussi di cassa operativi, esso non fornisce alcuna indicazione diretta circa l'andamento finanziario dell'azienda con riferimento alle entrate ed uscite di cassa.

A ben vedere l'*EBITDA* coincide con il flusso di cassa operativo solo in assenza di circolante. Pertanto se ai ricavi non seguono corrispondenti entrate di cassa, si registra l'incremento del capitale circolante che rappresenta autofinanziamento potenziale (2). Le risorse generate dall'attività gestionale caratteristica, infatti, non traducendosi in *cash-flow* risultano «investite» nel circolante. A seguito dell'avvenuto incasso l'autofinanziamento da potenziale si trasforma in reale (3): i *cash-flow* da potenziali diventano disponibili e conseguentemente si riduce il capitale circolante. Si noti che l'incremento del capitale circolante, a seguito della gestione caratteristica, anche se operativamente rappresenta un impiego di risorse costituisce co-

---

#### Note:

(2) In tal senso E. Pavarini, *L'equilibrio finanziario*, McGraw-Hill, Milano, 2006.

(3) Tra gli altri si veda M. Dallochio, *Finanza d'azienda. Analisi e valutazione per le decisioni di impresa*, Egea, Milano, 1995; M. Dallochio, A. Salvi, *Analisi finanziaria: dinamica dei flussi finanziari*, in *Finanza d'azienda*, Egea, Milano, 2004.

munque in termini logici una fonte in quanto autofinanziamento.

Da quanto detto ne consegue che l'autofinanziamento potenziale coincide con l'autofinanziamento reale solo e soltanto se, nel periodo considerato, non ci sono variazioni di capitale circolante per cui tutti i ricavi e tutti i costi caratteristici correnti si traducono immediatamente in *cash-in* e *cash-out*. In questo caso la dimensione economica espressa dell'*EBITDA* coincide con la dimensione finanziaria espressa dai flussi di cassa operativi.

La dinamica finanziaria, differentemente dall'orientamento professionale ancora vigente, inoltre, non può essere indagata mediante esclusivo utilizzo dei dati patrimoniali. Se infatti è vero che lo stato patrimoniale contiene informazioni che possono essere interpretate in ottica finanziaria - l'equazione fondamentale dello stato patrimoniale  $Attività = Passività + Patrimonio Netto$  può essere infatti trasformata in ottica finanziaria mediante approssimazione nell'equazione  $Impieghi Finanziari = Fonti Finanziarie$  - è altrettanto vero, però, che dette informazioni hanno natura statica e non dinamica limitandosi a fornire una fotografia della situazione finanziaria ad una certa data.

Da quanto detto ne consegue che per esprimere un giudizio complessivo sull'andamento aziendale e sulla sua struttura, sia in ottica storica che in ottica prospettica, non è sufficiente conoscere i dati economici e patrimoniali ma si rende necessario esaminare anche la dinamica finanziaria dell'azienda. Accanto all'analisi dell'equilibrio economico e patrimoniale è necessario affiancare, infatti, l'analisi dell'equilibrio finanziario inteso come la capacità dell'azienda di far fronte ai propri impieghi ovvero come corrispondenza tra fonti di risorse ed impieghi di risorse soprattutto in ottica prospettica con riferimento alla stima del valore d'azienda. L'esperienza empirica evidenzia come l'equilibrio economico non è garante dell'equilibrio generale dell'azienda potendo nascondere problemi di natura finanziaria. In tal senso comune è il caso di aziende che a fronte di alto fatturato presentano difficoltà di incasso con la conseguenza che all'equilibrio economico non fa riscontro un pari equilibrio finanziario. In questo caso i positivi dati economici, ad un lettore non esperto, finiscono per nascondere possibili tensioni di liquidità e, quindi, situazioni di disequilibrio finanziario che nei casi più gravi si trasformano in dissesto. Possiamo riassumere la corrispondenza tra dinamica economica e dinamica finanziaria come mostrato in Tavola 1.

**Tavola 1 - Corrispondenza tra dinamica economica e dinamica finanziaria**

		ANDAMENTO ECONOMICO	
		POSITIVO	NEGATIVO
ANDAMENTO FINANZIARIO	POSITIVO	Equilibrio economico e finanziario	Disequilibrio economico
	NEGATIVO	Disequilibrio Finanziario	Disequilibrio economico e finanziario

### Determinazione del valore: flussi di cassa e flussi reddituali

Le metodologie di stima del valore d'azienda strutturate sull'attualizzazione dei flussi di risultato attesi sono tra le più impiegate. Due sono le principali problematiche che si pongono quali:

- la scelta dei flussi di risultato attesi da impiegare nel processo di attualizzazione;
- il tasso di attualizzazione da applicare.

Quanto ai flussi di risultato attesi da attualizzare, essi possono avere natura finanziaria ovvero reddituale.

I flussi di cassa attesi possono essere operativi ovvero derivanti dalla gestione caratteristica d'azienda, meglio noti come *Free Cash-Flow from Operations (FCFO)*, oppure disponibili per gli azionisti dopo la copertura delle esigenze gestionali aziendali considerate sia nel breve che nel lungo periodo, meglio noti come *Free Cash-Flow to Equity (FCFE)*.

I flussi reddituali da attualizzare possono far riferimento alla gestione caratteristica operativa dell'azienda, ovvero all'*EBITDA*, oppure possono far riferimento al risultato di esercizio, ovvero al Reddito Netto.

Con riferimento alla gestione operativa, le differenze principali che intercorrono tra *EBITDA* e *FCFO* sono riconducibili agli investimenti in capitale fisso e capitale circolante dell'azienda oltre che alla gestione della tassazione. Pertanto aziende che investono in capitale circolante - mediante incremento dei crediti, incremento delle scorte di magazzino, riduzione dei debiti - ovvero investono in capitale fisso, presentano un *EBITDA* superiore rispetto al *FCFO*.

In ambito internazionale si preferisce stimare il va-

lore d'azienda mediante adozione della metodologia dei *Discounted Cash-Flow (DCF)* attualizzando i *FCFO*.

Con riferimento al tasso di attualizzazione da impiegare esso rappresenta il costo del capitale d'azienda. Tralasciando in questa sede tutte le problematiche inerenti la sua stima, si rende opportuno evidenziare che in base al principio della coerenza tra flussi e tassi:

– i *Free Cash Flow from Operations (FCFO)*, ovvero i flussi di cassa derivanti dalla gestione operativa d'azienda, devono essere scontati al costo del capitale aziendale in quanto al lordo della remunerazione del debito. In tal senso si fa riferimento al costo medio ponderato del capitale (*WACC*) che esprime il rendimento richiesto dai finanziatori dell'azienda, siano essi sottoscrittori del capitale di rischio che del capitale di debito;

– i *Free Cash Flow to Equity (FCFE)*, ovvero i flussi di cassa netti disponibili per gli azionisti, devono essere scontati al solo costo del capitale di rischio, ovvero al costo dell'*Equity (K<sub>E</sub>)*, in quanto il capitale di debito risulta già remunerato nel passaggio dai *FCFO* ai *FCFE* (4).

Detta logica si applica anche se ad essere scontati sono i flussi reddituali attesi. Pertanto l'*EBITDA* deve essere attualizzato al *WACC* mentre il Reddito Netto deve essere attualizzato al costo dell'*Equity (K<sub>E</sub>)*, (Tavola 2).

## Il caso

Il caso di seguito proposto ha come obiettivo quello di evidenziare la differenza di valore d'azienda che si genera se ad essere considerata è la dinamica finanziaria piuttosto che la dinamica economica.

L'azienda BSBK SpA (5), sulla base del piano strategico 2008-2012, procede alla redazione delle situazioni patrimoniali ed economiche previsionali.

Gli stati patrimoniali previsionali sono determinati come riportato in Tavola 3.

I conti economici previsionali sono determinati come mostrato in Tavola 4.

Prima di procedere alla costruzione dei flussi di cassa prospettici, si rende opportuno riclassificare gli stati patrimoniali ed i conti economici previsionali.

La riclassifica degli stati patrimoniali è dunque quella in Tavola 5; quelle dei conti economici è invece mostrata in Tavola 6.

È poi possibile procedere alla costruzione dei *cash-flow* come mostrato in Tavola 7.

Si ipotizzi che il costo del capitale d'azienda, il *WACC*, sia pari all'11% e che il costo dell'*Equity (K<sub>E</sub>)* sia pari all'8%. Possiamo procedere ad attualizzare i *FCFO* e gli *EBITDA* al tasso dell'11% ed i *FCFE* ed i Risultati Netti al tasso dell'8% come prospettato in Tavola 8.

Dalla Tavola si evince la differenza di valore che si verifica se ad essere attualizzati sono i flussi di cassa piuttosto che i flussi reddituali. Se si considera la gestione operativa caratteristica, l'attualizzazione dei *FCFO* determina un valore d'azienda pari ad € 62.680 milioni; se invece ad essere attualizzati sono gli *EBITDA* il valore d'azienda è pari ad € 151.089 milioni con una differenza di valore pari ad € 88.409 milioni. Se si esamina il risultato per gli azionisti, nel caso in cui ad essere attualizzati sono i *FCFE* il valore dell'azienda è pari ad € 27.362 milioni; se invece ad essere attualizzati sono i flussi di *Reddito Netto* il valore d'azienda è pari ad € 56.214 con una differenza di valore pari ad € 28.851 milioni.

La differenza di valore tra flussi di cassa e flussi reddituali è in larga parte dovuta all'investimento dell'azienda in capitale circolante. Con riferimento ai crediti, l'azienda sta infatti perseguendo una precisa strategia volta ad acquisire maggiore quota di mercato mediante la concessione ai propri clienti di dilazioni di pagamento superiori rispetto ai suoi diretti competitori. Resta inteso che qualora l'eccesso di credito fosse imputabile ad una difficoltà di incasso da parte dell'azienda, si potrebbero creare tensioni di liquidità non controllate con effetti molto negativi sull'equilibrio finanziario.

### Note:

(4) In merito si veda tra gli altri M.Carloti, *Tecniche di Private Equity*, Egea, Milano, 2003.

(5) Il caso analizzato pur derivando dalla realtà è stato adattato per fini strettamente espositivi.

Tavola 2 - Flussi di cassa e flussi reddituali

Ottica di osservazione	Valore da determinare	Flussi di cassa da scontare	Tasso di attualizzazione
Asset Side Equity Side	Enterprise Value Equity Value	Free Cash Flow from Operations ( <i>FCFO</i> ) Free Cash Flow to Equity ( <i>FCFE</i> )	<i>WACC</i> Costo dell' <i>Equity (K<sub>E</sub>)</i>

**Tavola 3 - Stati patrimoniali previsionali della BSBK SpA**

€/000	2008	2009	2010	2011	2012
<b>ATTIVO</b>					
Immob. Immateriali	1.600,00	800,00	0,00	0,00	0,00
Immob. Materiali	44.000,00	30.000,00	24.000,00	14.000,00	4.000,00
<b>Totale Immobilizzazioni</b>	<b>45.600,00</b>	<b>30.800,00</b>	<b>24.000,00</b>	<b>14.000,00</b>	<b>4.000,00</b>
Crediti commerciali	67.500,00	77.625,00	113.850,00	134.343,00	137.762,64
Altri crediti	11.000,00	17.000,00	15.000,00	16.000,00	18.000,00
Attività finanziarie non immobilizzate	10.000,00	35.000,00	10.000,00	2.000,00	1.000,00
Cassa e banca	520,06	1.367,80	2.212,51	990,22	1.234,91
<b>Totale Attivo Circolante</b>	<b>89.020,06</b>	<b>130.992,80</b>	<b>141.062,51</b>	<b>153.333,22</b>	<b>157.997,55</b>
<b>TOTALE ATTIVO</b>	<b>134.620,06</b>	<b>161.792,80</b>	<b>165.062,51</b>	<b>167.333,22</b>	<b>161.997,55</b>
<b>PASSIVO</b>					
Capitale sociale	10.000,00	10.000,00	10.000,00	10.000,00	10.000,00
Riserva legale	2.000,00	2.000,00	2.000,00	2.000,00	2.000,00
Altre riserve	16.298,75	21.746,28	29.679,23	33.241,39	40.082,38
Risultato d'esercizio	13.618,81	19.832,40	8.905,39	17.102,48	10.228,14
<b>Totale Patrimonio Netto</b>	<b>41.917,56</b>	<b>53.578,67</b>	<b>50.584,63</b>	<b>62.343,87</b>	<b>62.310,52</b>
Fondo rischi	757,50	745,63	1.014,88	1.286,59	1.975,40
Fondo TFR	2.240	2.459,30	2.754,77	3.055,29	3.421,87
<b>Totale Fondi</b>	<b>2.997,50</b>	<b>3.204,93</b>	<b>3.769,64</b>	<b>4.341,88</b>	<b>5.397,28</b>
Debiti v/banche	37.905,00	56.009,20	53.208,24	50.547,48	48.019,75
Debiti commerciali	21.800,00	21.600,00	25.500,00	20.100,00	18.270,00
Debiti tributari e previdenziali	11.000,00	9.000,00	15.000,00	14.000,00	13.000,00
Altri debiti	19.000,00	18.400,00	17.000,00	16.000,00	15.000,00
<b>Totale Debiti</b>	<b>89.705,00</b>	<b>105.009,20</b>	<b>110.708,24</b>	<b>100.647,48</b>	<b>94.289,75</b>
<b>TOTALE PASSIVO</b>	<b>134.620,06</b>	<b>161.792,80</b>	<b>165.062,51</b>	<b>167.333,22</b>	<b>161.997,55</b>

**Tavola 4 - Conti economici previsionali delle BSBK SpA**

€/000	2008	2009	2010	2011	2012
Ricavi di vendita	150.000,00	172.500,00	207.000,00	244.260,00	293.112,00
<b>Totale Ricavi</b>	<b>150.000,00</b>	<b>172.500,00</b>	<b>207.000,00</b>	<b>244.260,00</b>	<b>293.112,00</b>
Materie prime	(80.000,00)	(90.000,00)	(130.000,00)	(160.000,00)	(180.000,00)
Servizi	(25.000,00)	(25.000,00)	(35.000,00)	(35.000,00)	(75.000,00)
Personale	(800,00)	(830,00)	(830,00)	(850,00)	(850,00)
Ammortamenti	(14.800,00)	(14.800,00)	(16.800,00)	(10.000,00)	(10.000,00)
Accantonamenti	(577,50)	(657,43)	(864,72)	(1.002,24)	(1.055,40)
Oneri diversi di gestione	(4.000,00)	(5.000,00)	(5.000,00)	(6.000,00)	(6.000,00)
<b>Totale Costi</b>	<b>(125.177,50)</b>	<b>(136.287,43)</b>	<b>(188.494,72)</b>	<b>(212.852,24)</b>	<b>(272.905,40)</b>
Proventi finanziari	(3.032,40)	(4.480,74)	(4.256,66)	(4.043,80)	(3.841,58)
<b>Totale Proventi Finanziari</b>	<b>(3.032,40)</b>	<b>(4.480,74)</b>	<b>(4.256,66)</b>	<b>(4.043,80)</b>	<b>(3.841,58)</b>
<b>Risultato Ante-Imposte</b>	<b>21.790,10</b>	<b>31.731,84</b>	<b>14.248,62</b>	<b>27.636,96</b>	<b>16.365,02</b>
<b>Imposte dell'esercizio</b>	<b>(8.171,29)</b>	<b>(11.899,44)</b>	<b>(5.343,23)</b>	<b>(10.261,49)</b>	<b>(6.136,88)</b>
<b>RISULTATO D'ESERCIZIO</b>	<b>13.618,81</b>	<b>19.832,40</b>	<b>8.905,39</b>	<b>17.102,48</b>	<b>10.228,14</b>

Tavola 5 - Riclassifica degli stati patrimoniali

€/000	2008	2009	2010	2011	2012
Immob. Immateriali	1.600,00	800,00	0,00	0,00	0,00
Immob. Materiali	44.000,00	30.000,00	24.000,00	14.000,00	4.000,00
<b>Capitale Fisso</b>	<b>45.600,00</b>	<b>30.800,00</b>	<b>24.000,00</b>	<b>14.000,00</b>	<b>4.000,00</b>
Crediti commerciali	67.500,00	77.625,00	113.850,00	134.343,00	137.762,64
(Debiti commerciali)	(21.800,00)	(21.600,00)	(25.500,00)	(20.100,00)	(18.270,00)
<b>Trade Working Capital</b>	<b>45.700,00</b>	<b>56.025,00</b>	<b>88.350,00</b>	<b>114.243,00</b>	<b>119.492,64</b>
Attività finanziarie non immobilizzate	10.000,00	35.000,00	10.000,00	2.000,00	1.000,00
Altri crediti	11.000,00	17.000,00	15.000,00	16.000,00	18.000,00
(Altri debiti)	(30.000,00)	(27.400,00)	(32.000,00)	(30.000,00)	(28.000,00)
<b>Net Working Capital</b>	<b>36.700,00</b>	<b>80.625,00</b>	<b>81.350,00</b>	<b>102.243,00</b>	<b>110.492,64</b>
<b>CAPITALE INVESTITO</b>	<b>82.300,00</b>	<b>111.425,00</b>	<b>105.350,00</b>	<b>116.243,00</b>	<b>114.492,64</b>
<b>Patrimonio netto</b>	<b>41.917,56</b>	<b>53.578,67</b>	<b>50.584,63</b>	<b>62.343,87</b>	<b>62.310,52</b>
<b>Fondi</b>	<b>2.997,50</b>	<b>3.204,93</b>	<b>3.769,64</b>	<b>4.341,88</b>	<b>5.397,28</b>
Debiti v/Banca	37.905,00	56.009,20	53.208,24	50.547,48	48.019,75
(Cassa e Banca)	(520,06)	(1.367,80)	(2.212,51)	(990,22)	(1.234,91)
<b>Posizione Finanziaria Netta</b>	<b>37.384,94</b>	<b>54.641,40</b>	<b>50.995,73</b>	<b>49.557,26</b>	<b>46.784,84</b>
<b>FONTI DI FINANZIAMENTO</b>	<b>82.300,00</b>	<b>111.425,00</b>	<b>105.350,00</b>	<b>116.243,00</b>	<b>114.492,64</b>

Tavola 6 - Riclassifica dei conti economici

€/000	2008	2009	2010	2011	2012
Ricavi	150.000,00	172.500,00	207.000,00	244.260,00	293.112,00
(Costi di gestione)	(109.800,00)	(120.830,00)	(170.830,00)	(201.850,00)	(261.850,00)
<b>EBITDA</b>	<b>40.200,00</b>	<b>51.670,00</b>	<b>36.170,00</b>	<b>42.410,00</b>	<b>31.262,00</b>
(Accantonamenti)	(577,50)	(657,43)	(864,72)	(1.002,24)	(1.055,40)
(Ammortamenti)	(14.800,00)	(14.800,00)	(16.800,00)	(10.000,00)	(10.000,00)
<b>EBIT</b>	<b>24.822,50</b>	<b>36.212,58</b>	<b>18.505,28</b>	<b>31.407,76</b>	<b>20.206,60</b>
Oneri finanziari	(3.032,40)	(4.480,74)	(4.256,66)	(4.043,80)	(3.841,58)
<b>EBT</b>	<b>21.790,10</b>	<b>31.731,84</b>	<b>14.248,62</b>	<b>27.363,96</b>	<b>16.365,02</b>
<b>Imposte dell'esercizio</b>	<b>(8.171,29)</b>	<b>(11.899,44)</b>	<b>(5.343,23)</b>	<b>(10.261,49)</b>	<b>(6.136,88)</b>
<b>RISULTATO D'ESERCIZIO</b>	<b>13.618,81</b>	<b>19.832,40</b>	<b>8.905,39</b>	<b>17.102,48</b>	<b>10.228,14</b>

**Tavola 7 - Cash flow**

€/000	2008	2009	2010	2011	2012
<b>EBITDA</b>	<b>40.200,00</b>	<b>51.670,00</b>	<b>36.170,00</b>	<b>42.410,00</b>	<b>31.262,00</b>
Decremento/(Incremento) crediti commerciali	(16.750,00)	(10.125,00)	(36.225,00)	(20.493,00)	(3.419,64)
Incremento/(Decremento) debiti commerciali	(3.700,00)	(200,00)	3.900,00	(5.400,00)	(1.830,00)
<b>Variazione del Trade Working Capital</b>	<b>(20.450,00)</b>	<b>(10.325,00)</b>	<b>32.325,00</b>	<b>(25.893,00)</b>	<b>(5.249,64)</b>
Decremento/(Incremento) attività finanziarie non immobilizzate	(3.800,00)	(25.000,00)	25.000,00	8.000,00	1.000,00
Decremento/(Incremento) altri crediti	2.000,00	(6.000,00)	2.000,00	(1.000,00)	(2.000,00)
Incremento/(Decremento) altri debiti	(6.000,00)	(2.600,00)	4.600,00	(2.000,00)	(2.000,00)
<b>Variazione Net Working Capital</b>	<b>(28.250,00)</b>	<b>(43.925,00)</b>	<b>(725,00)</b>	<b>(20.893,00)</b>	<b>(8.249,64)</b>
(Investimenti)/Disinvestimenti Immobilizzazioni Materiali	0,00	0,00	(10.000,00)	0,00	0,00
<b>Capex</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>(10.000,00)</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>
<b>Variazione Fondo T.F.R.</b>	<b>0,00</b>	<b>(400,00)</b>	<b>(300,00)</b>	<b>(400,00)</b>	<b>0,00</b>
<b>FREE CASH-FLOW FROM OPERATIONS</b>	<b>11.950,00</b>	<b>7.345,00</b>	<b>25.145,00</b>	<b>21.117,00</b>	<b>23.012,36</b>
Incremento/(Decremento) debiti bancari	(1.995,00)	18.104,20	(2.800,96)	(2.660,76)	(2.527,72)
(Incremento)/Decremento cassa	1.248,69	(847,74)	(844,71)	1.222,29	(244,69)
<b>Variazione Posizione</b>	<b>(746,31)</b>	<b>17.256,46</b>	<b>(3.645,67)</b>	<b>(1.438,47)</b>	<b>(2.772,41)</b>
<b>Finanziaria Netta</b>	<b>(746,31)</b>	<b>17.256,46</b>	<b>(3.645,67)</b>	<b>(1.438,47)</b>	<b>(2.772,41)</b>
Proventi/(Oneri) finanziari	(3.032,40)	(4.480,74)	(4.256,66)	(4.043,80)	(3.841,58)
<b>Gestione Finanziaria</b>	<b>(3.032,40)</b>	<b>(4.480,74)</b>	<b>(4.256,66)</b>	<b>(4.043,80)</b>	<b>(3.841,58)</b>
<b>Variazione Fondi</b>	<b>0,00</b>	<b>(50,00)</b>	<b>0,00</b>	<b>(30,00)</b>	<b>0,00</b>
<b>Variazione Patrimonio Netto</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>
<b>Imposte (I)</b>	<b>(8.171,29)</b>	<b>(11.899,44)</b>	<b>(5.343,33)</b>	<b>(10.261,49)</b>	<b>(6.136,88)</b>
<b>FREE CASH-FLOW TO EQUITY</b>	<b>0,00</b>	<b>8.171,28</b>	<b>11.899,44</b>	<b>5.343,24</b>	<b>10.261,48</b>

(I) non è stato operato lo *splitting fiscale*, e quindi non sono stati calcolati gli oneri inerenti le singole aree gestionale in modo tale da renderne netti i relativi flussi. Pertanto l'intero carico fiscale è stato considerato nella determinazione dei FCFE per cui i FCFO risultano al lordo delle imposte.

**Tavola 8 - Flussi di risultato attesi**

€/000	Valore Attuale	2008	2009	2010	2011	2012
FCFO atteso		11.950,00	7.345,00	25.145,00	21.117,00	23.012,36
FCFO attualizzato	62.680,08	10.765,77	5.961,37	18.385,81	13.910,42	13.656,72
EBITDA atteso		40.200,00	51.670,00	36.170,00	42.410,00	31.262,00
EBITDA attualizzato	151.089,20	36.216,22	41.936,53	26.447,19	27.936,78	18.552,48
FCFE atteso		0,00	8.171,28	11.899,44	5.343,24	10.261,48
FCFE attualizzato	27.362,95	0,00	7.005,56	9.446,16	3.927,44	6.983,79
RN atteso		13.618,81	19.832,40	8.905,39	17.102,48	10.228,14
RN attualizzato	56.214,41	12.610,01	17.003,09	7.069,39	12.570,83	6.961,10