



UNIVERSITÀ POLITECNICA DELLE MARCHE  
FACOLTÀ DI ECONOMIA “GIORGIO FUÀ”

---

Corso di Laurea Magistrale o Specialistica in  
SCIENZE ECONOMICHE E FINANZIARIE – BANCHE E MERCATI

MODELLI DI ANALISI E PIANIFICAZIONE FINANZIARIA:  
IL CASO MAGAZZINI GABRIELLI S.P.A.

CORPORATE FINANCIAL ANALYSIS AND PLANNING:  
THE CASE OF MAGAZZINI GABRIELLI S.P.A.

Relatore: Chiar.mo  
Prof. Marco Cucculelli

Tesi di Laurea di:  
Sara Galiè

Anno Accademico 2020 – 2021

*Alla mia famiglia,  
pilastro della mia vita.*

*A me,  
per il traguardo raggiunto  
nonostante le mille difficoltà.*

# INDICE

<b>INTRODUZIONE</b> .....	4
<b>CAPITOLO 1: PIANIFICAZIONE FINANZIARIA: UN QUADRO TEORICO</b> .....	8
1.1 L'importanza ed il ruolo della pianificazione finanziaria nelle imprese.....	8
1.2 Gli obiettivi della pianificazione finanziaria.....	13
1.3 Gli strumenti della pianificazione finanziaria .....	19
<i>1.3.1 Pianificazione di Medio-Lungo Periodo</i> .....	21
<i>1.3.2 Pianificazione di Breve Periodo</i> .....	32
<i>1.3.3 Pianificazione di Brevissimo periodo</i> .....	39
1.4 Conclusioni .....	44
<b>CAPITOLO 2: I MODELLI DI SIMULAZIONE ECONOMICO-FINANZIARI</b> ...	46
2.1 Aspetti generali della “modellizzazione” .....	46
2.2 La simulazione .....	48
<i>2.2.1 Descrizione della struttura</i> .....	49
<i>2.2.2 Il procedimento di costruzione del modello</i> .....	51
<i>2.2.3 Un modello di simulazione dei bilanci per la pianificazione finanziaria d'impresa.</i> .....	57
<b>CAPITOLO 3: IL CASO MAGAZZINI GABRIELLI SPA</b> .....	72
3.1 Cenni storici .....	72
3.2 Il profilo societario.....	73
3.3 Pianificazione finanziaria in Magazzini Gabrielli Spa.....	79
<i>3.3.1 Premessa</i> .....	79
<i>3.3.2 Analisi della situazione economica, finanziaria e patrimoniale</i> .....	81
<i>3.3.2 Il Piano Economico-Finanziario pluriennale</i> .....	100

<b>CAPITOLO 4: UNA VALUTAZIONE D'AZIENDA .....</b>	<b>116</b>
4.1 Il Metodo EVA.....	116
4.2 Il Risultato: il valore prodotto dall'azienda.....	120
SITOGRAFIA.....	124
BIBLIOGRAFIA .....	126

## INTRODUZIONE

Negli ultimi anni, il contesto economico-finanziario in cui operano le aziende è profondamente mutato. Primi su tutti, la crisi economica e i criteri dettati da Basilea III hanno accentuato le problematiche legate alla gestione finanziaria. La crisi, senza dubbio, ha prodotto un peggioramento del ciclo monetario, che ha provocato un innalzamento dei fabbisogni finanziari aziendali. Dal canto loro, gli istituti bancari si sono protetti mettendo in atto una stretta creditizia, rendendoli sempre più attenti a selezionare le aziende non solo sulla base delle loro performance economiche, ma anche delle loro prospettive di sviluppo futuro e delle capacità di generare cassa nel breve e medio periodo.

L'importanza ricoperta dall'equilibrio finanziario è frutto di un processo iniziato intorno agli anni '50 dello scorso secolo<sup>1</sup> e sembra essere sottovalutato da gran parte delle aziende, più focalizzate sull'approvvigionamento di risorse finanziarie a buon mercato, piuttosto che sulla solidità ed affidabilità delle fonti stesse.<sup>2</sup> Dovrebbe essere, invece, considerata una buona pratica gestionale per le imprese, soprattutto per le PMI, costituire nel loro organico un'unità organizzativa appositamente dedicata alla finanza aziendale, che spesso o non è presente o non è

---

<sup>1</sup> ROSIN, R. *Business planning, strategia e valutazione finanziaria*, Milano, Ulrico Hoepli Editore S.p.a., 2012.

<sup>2</sup> MASINELLI F., GIOVANELLI, D. *Tesoreria aziendale*, Vicenza, Wolters Kluwer, 2018, p.121.

adeguatamente sviluppata e quindi non adatta a sostenere la portata di tali cambiamenti.

Se fino a qualche anno fa il termine “finance” era solitamente inteso come sinonimo di tesoreria, oggi indica la pianificazione finanziaria, considerata un insieme di attività volte a creare strumenti e generare report per soddisfare le esigenze di informazione degli stakeholders esterni all'azienda (agenzie di credito in primis), e le esigenze interne di gestione e controllo del management aziendale.<sup>3</sup>

Sulla base, quindi, dell'attuale sviluppo della pianificazione finanziaria, si possono riconoscere due tendenze: da un lato, rafforzare la pianificazione come variabile strategica per competere in un contesto in continua evoluzione; dall'altro, il concetto d'impresa come entità che genera, e a volte distrugge, risorse finanziarie. Dunque, ottenere ricavi superiori ai costi è ancora condizione necessaria, ma non più sufficiente, per la performance aziendale. Quindi, occorre focalizzarsi non più solo sull'equilibrio economico, ma anche su quello finanziario, perché oltre a generare quantità economiche, le aziende generano flussi monetari, che influiranno sulla redditività, sul tasso di rischio, e quindi sul valore intrinseco delle relative attività economiche.<sup>4</sup>

---

<sup>3</sup> *Dai dati alle informazioni con la Pianificazione Finanziaria*, in «Teikos», (da <https://www.teikos.team/dai-dati-alle-informazioni-la-pianificazione-finanziaria>).

<sup>4</sup> ROSIN, R., 2012

Definire un assetto finanziario equilibrato, ottimizzando il mix delle fonti finanziarie necessarie a supportare in maniera efficiente il modello di business, dialogando con le banche per riequilibrare, quando utile, il peso del debito tra breve e medio termine, è il modo per far sì che i flussi di cassa operativi corrispondano alle necessità dell'impresa, eliminando le tensioni a cui potrebbe andare incontro, spesso lasciate alla sola capacità del responsabile amministrativo, che rincorre eventi già avvenuti e decisioni già prese.<sup>5</sup>

Nel presente del lavoro si andrà ad approfondire il tema della pianificazione finanziaria mettendo in luce come tale processo sia diventato imprescindibile, non solo per le grandi aziende, ma anche per le piccole e medie imprese. Ogni impresa, infatti, a prescindere dalla sua attività e configurazione, necessita di un adeguato sistema di pianificazione e controllo per raggiungere i propri obiettivi strategici e operativi, economici, finanziari e organizzativi, che permetterà alle stesse di ottenere il massimo risultato, ottimizzando l'impiego delle risorse e del tempo a disposizione.

Per creare un sistema di pianificazione e controllo efficiente ed efficace, possono essere utilizzati diversi strumenti, ognuno dei quali si focalizza su alcuni aspetti delle attività aziendali. La letteratura economica sulla pianificazione e il controllo

---

<sup>5</sup> *Pianificazione economica e finanziaria*, in «EG Service» (da <https://www.eg-servizi.it/pianificazione-economica-finanziaria.html>).

è molto ampia e i principi e metodi che essa espone sono sempre efficaci ma, naturalmente, ogni azienda deve tener conto delle proprie caratteristiche, cercando di comprendere quale possa far meglio al suo caso.

L'obiettivo principale dell'elaborato è quello di affrontare il tema del processo di pianificazione finanziaria con riferimento al caso particolare della Magazzini Gabrielli, realtà aziendale in cui lavoro da cinque anni, che opera nel mondo della Grande Distribuzione (GDO) con sede legale ad Ascoli Piceno e presente in cinque regioni del centro Italia, Marche, Abruzzo, Lazio, Umbria e Molise.

Nella prima parte (Primo capitolo) verrà fornito un quadro teorico del concetto di Pianificazione Finanziaria, insieme ai suoi obiettivi e ai diversi strumenti di cui si avvale, a seconda dell'intervallo temporale preso in considerazione. Successivamente, nel secondo capitolo, un'introduzione teorica dei modelli di simulazione economico-finanziari di un'impresa, per poi entrare, nella terza e centrale parte del lavoro, nello specifico del caso pratico, dove verranno illustrati il modello costruito e i risultati ottenuti. Quello sviluppato è un modello di analisi a medio termine in un arco temporale di cinque anni, sulla base del quale verranno fatte delle considerazioni e valutazioni sulle azioni da attuare per la gestione della finanza aziendale. Si conclude il lavoro con il quarto capitolo, in cui si presenta una breve valutazione d'azienda per l'ultimo anno concluso, attraverso l'utilizzo del metodo EVA (*Economic Value Added*).



## **CAPITOLO 1**

### **PIANIFICAZIONE FINANZIARIA: UN QUADRO TEORICO**

#### **1.1 L'importanza ed il ruolo della pianificazione finanziaria nelle imprese**

La funzione finanza, all'interno delle aziende, ha spesso assunto un ruolo marginale nel complesso dell'intera gestione. Per lungo tempo è stata considerata un'area a servizio delle altre, il cui compito fondamentale era la minimizzazione dei costi e la massimizzazione dei ricavi finanziari, obiettivi che erano perseguiti tramite una semplice valutazione costo-rendimento. La spinta ad un'evoluzione è avvenuta a partire dagli anni '90, quando le aziende hanno iniziato a focalizzarsi di più sulla creazione di valore piuttosto che sulla sua gestione, concentrandosi appunto, sulla generazione del free cash flow.

Facendo cenno al percorso evolutivo della finanza, si possono individuare tre periodi storici in cui la stessa si è sviluppata: inizialmente la finanza subordinata, tipica degli anni '60 fino ai primi anni '70, poi la finanza integrata, fino alla fine dagli anni '80 in cui si arriva alla finanza strategica.

La finanza subordinata è la fase meno qualificata delle tre: sono gli anni del miracolo economico, caratterizzati dalla stabilità economica e dalla crescita del PIL, dove l'area finanziaria ha un ruolo marginale, spesso si trova inglobata

nell'amministrazione, i compiti sono meramente esecutivi e c'è una ridotta autonomia decisionale. Le analisi finanziarie condotte in questa fase non hanno un elevato grado di complessità dato che tengono conto di poche variabili, non considerano l'orizzonte temporale come dimensione rilevante, e seguono un approccio per cui le ipotesi di partenza si assumono conosciute e certe. Sono, quindi, analisi semplici, statiche e deterministiche.

Prime su tutte, le analisi su singole voci di bilancio, effettuate tramite indici e quozienti con un'attenzione maggiore rivolta soprattutto sul passivo dello stato patrimoniale, facendo ampio ricorso all'indebitamento esterno.

L'evoluzione di questo modello è la finanza integrata. La funzione finanziaria si trova di fronte ad un sistema più complesso ed imprevedibile, causato dagli shock petroliferi degli anni '70, determinando una profonda crisi che si ripercuote sulle imprese con una contrazione dei margini reddituali e con un maggior peso degli oneri finanziari, a causa sia dell'incremento dell'indebitamento che dei tassi di interesse. La finanza, perciò deve saper ricercare lo sviluppo finanziariamente sostenibile, coordinando le scelte operative con i vincoli del mercato. Le analisi in questo stadio diventano, quindi, più complesse e si tiene conto dell'orizzonte temporale. Si inizia ad impostare un modello di finanza più attiva che riesce a verificare ex ante la fattibilità finanziaria dei programmi aziendali, grazie all'integrazione con le altre aree del business.

Infine, la Finanza strategica, quando le aziende iniziano un vero e proprio processo di ristrutturazione interno, facendo venir meno la crisi a partire dalla seconda metà degli anni '80. Si assiste inoltre ad una globalizzazione e deregolamentazione dei mercati, che porta con sé innovazioni tecnologiche e di conseguenza un contesto più competitivo, dinamico e ancor più complesso. La funzione finanziaria, quindi, non si occupa più solamente di gestire i vincoli finanziari, ma coniuga il proprio operato con la strategia aziendale, per ricercare ed individuare le migliori condizioni di flessibilità operativa, ad esempio grazie alla programmazione.

È evidente, allora, un passaggio da una logica incentrata solamente sulla gestione del passivo, ad un comportamento più attivo, che si propone di combinare la strategia aziendale con i vincoli e le opportunità finanziarie del mercato, ricercando un posizionamento di medio-lungo periodo che sia competitivo ma allo stesso tempo coerente con l'obiettivo di un buon equilibrio economico-finanziario.

È in questo contesto che si inserisce la pianificazione finanziaria, diventata piano piano uno strumento inevitabile per una corretta gestione dei flussi finanziari, rivestendo un'importanza decisamente superiore rispetto al passato: le imprese dovranno pianificare i movimenti finanziari previsti, in particolar modo quelli a medio e lungo termine.

Con il termine “pianificazione finanziaria” si intende quella sorta di contenitore eterogeneo di strumenti di analisi, in grado di individuare le dinamiche finanziarie

future. È un processo che permette di conoscere in anticipo la fattibilità dei vari obiettivi aziendali, ma non solo: attraverso l'analisi dei flussi di cassa si può controllare se nel breve termine il livello di affidamenti bancari a disposizione dell'azienda sono sufficienti. In riferimento al medio e lungo termine invece, una buona pianificazione finanziaria permette di capire se l'azienda sarà in grado di sostenere la copertura finanziaria delle operazioni previste nella strategia societaria, ma anche di ottimizzare la propria struttura e tipologia delle fonti di finanziamento, dirigendo le scelte su debiti oppure equità.<sup>6</sup> Dunque, identificare i movimenti delle posizioni dei crediti e debiti verso clienti e fornitori e pianificare al meglio i momenti migliori per effettuare investimenti o periodi in cui è meglio non esporsi troppo.

Ma, non si parla semplicemente di un tentativo di immaginare i probabili avvenimenti futuri. È certamente necessaria una stretta collaborazione tra chi si occupa dell'area finanziaria e le altre aree operative dell'azienda, per ottenere flussi di informazioni e dati analitici che poi saranno elaborati e gestiti per la redazione dei piani finanziari. Informazioni che siano il più possibile tempestive, chiare, complete e accurate per raggiungere poi il più alto grado di precisione nelle analisi. Esempi sono il piano degli investimenti, l'andamento dei costi e dei ricavi, dei debiti e dei crediti, tutte informazioni dal quale poter verificare quantitativamente la

---

<sup>6</sup> MASINELLI F., GIOVANELLI, D. 2018

compatibilità del fabbisogno finanziario con le fonti di terzi e con il livello di autofinanziamento raggiungibile, per poi trovare la combinazione “qualitativa” considerata più soddisfacente.<sup>7</sup>

La pianificazione finanziaria, nel caso delle aziende, è un’opera di prevenzione fondamentale per la corretta gestione della liquidità<sup>8</sup>. Svolgere quest’attività in maniera accurata e puntuale permette il controllo delle entrate e delle uscite di cassa, contenendo il rischio che il denaro circolante non sia sufficiente ad adempiere alla quotidiana attività operativa e relativi impegni finanziari.

La pianificazione finanziaria si rivela quindi, oggi più che mai, uno strumento essenziale per il benessere delle imprese<sup>9</sup> ed un processo articolato in diverse fasi:

- Valutazione delle opportunità di investimento e finanziamento a disposizione dell’impresa (ammontare e natura del fabbisogno finanziario previsto).
- Analisi e sistematizzazione delle conseguenze che ognuna di tali opportunità avrà sul futuro dell’impresa, in ottica di coerenza tra l’oggi e le prospettive future (analisi “what if”).
- Scelte tra le possibili alternative.

---

<sup>7</sup> PAVARANI E., TAGLIAVINI G., 2006

<sup>8</sup> *Pianificazione finanziaria: la chiave per un’azienda sana*, da <https://www.borsadelcredito.it>

<sup>9</sup> *Pianificazione finanziaria aziendale*, in «Lex&Business» (da <https://www.lexebusiness.it/servizi/pianificazione-finanziaria>)

- Confronto tra i risultati effettivamente raggiunti e quanto definito in sede di pianificazione.<sup>10</sup>

Ecco allora che per le aziende dotarsi di un uno strumento operativo e strategico come la pianificazione finanziaria, è da considerare indispensabile per il loro successo.

## **1.2 Gli obiettivi della pianificazione finanziaria**

La pianificazione finanziaria in azienda ha come obiettivo primario quello di creare valore, mantenendo un equilibrio tra impieghi e fonti di capitale, oltre che un equilibrio tra entrate e uscite di cassa; quello di stimare il fabbisogno finanziario futuro dell'azienda, prevedendo soluzioni alla sua copertura o, viceversa, nuovi investimenti.<sup>11</sup> Il fabbisogno finanziario può essere definito come l'insieme delle risorse monetarie di cui l'azienda necessita per fronteggiare le scadenze di pagamento derivanti dall'esercizio della propria attività.<sup>12</sup> Esso si origina da uno sfasamento temporale tra la manifestazione economica e quella finanziaria delle azioni aziendali. Ciò è dovuto al fatto che ogni fatto aziendale si traduce prima in un fatto economico, che prende avvio con il processo di acquisizione dei fattori

---

<sup>10</sup> *Dai dati alle informazioni con la Pianificazione Finanziaria*, in «Teikos», (da <https://www.teikos.team/dai-dati-alle-informazioni-la-pianificazione-finanziaria>).

<sup>11</sup> <https://www.borsadelcredito.it>

<sup>12</sup> MANCA F., 2013

produttivi presso i fornitori e termina con la vendita ai clienti. Lo stesso lascia traccia nello stato patrimoniale, con l'insorgenza del debito relativo ai costi d'acquisto e dei crediti relativi alla vendita. Il ciclo monetario sorgerà in un momento successivo, attraverso il pagamento dei debiti di fornitura, e terminerà con l'incasso della vendita (entrate e uscite monetarie).

A prescindere dai vari strumenti e dalle modalità in cui viene svolta, la finalità principale delle analisi finanziarie, siano esse di breve, medio o lungo termine, riguarda il reperimento di informazioni utili al miglioramento della gestione aziendale, ma soprattutto dei risultati della gestione finanziaria. Lo scopo della pianificazione finanziaria è quello di prevenire e gestire il rischio di liquidità, riuscendo a controllare situazioni che altrimenti avrebbero potuto compromettere l'intera attività aziendale (i flussi monetari rappresentano la linfa vitale attraverso cui un'impresa riesce ad espletare la propria attività).

Predisporre adeguate analisi sui flussi di cassa (storici e prospettici) permette all'imprenditore di disporre di uno strumento utile per controllare costantemente le entrate e le uscite monetarie, cercando di prevenire le tensioni dovute a liquidità inattese.

Non bisogna dimenticare, inoltre, che la pianificazione finanziaria e patrimoniale affianca quella economica nella ricerca quotidiana della creazione di valore. Pertanto, alla pianificazione finanziaria possono essere affidate due funzioni che rendono il processo irrinunciabile.

- Strumento di guida interna: completare il tableau de board direzionale attraverso il controllo di tutti i value driver aziendali.

Infatti, ai fini interni, i documenti della pianificazione finanziaria sono fondamentali per guidare il management aziendale nelle scelte strategiche più idonee, perché possono evidenziare con chiarezza possibili sviluppi della situazione finanziaria, consentendo di valutare diverse opzioni ed eventuali opportunità. Nell'attuale contesto estremamente instabile, è particolarmente utile per le aziende pianificare in modo completo le decisioni aziendali. Capire come le prospettive di sviluppo sono coordinate con equilibri finanziari predeterminati e determinare i momenti critici, in cui fornire soluzioni per la copertura di un elevato fabbisogno o viceversa, nel lungo periodo, destinare l'eventuale eccedenza di cassa a nuovi progetti imprenditoriali, può diventare il segreto del successo e della sopravvivenza dell'azienda.

- Strumento di guida esterna: rendere più efficace la comunicazione con gli stakeholders.

Oltre a motivi di carattere interno, la previsione di cassa può essere considerata un valido alleato<sup>13</sup> per le imprese anche per quanto riguarda i rapporti che intercorrono con gli enti creditizi, sottoposti ai vincoli dell'accordo di Basilea. Saper dimostrare di essere in grado di governare il fabbisogno finanziario va senza dubbio a

---

<sup>13</sup> MASINELLI F., GIOVANELLI, D., 2018



vantaggio delle imprese, che possono fare della previsione un mezzo di comunicazione verso gli istituti bancari di una visione più corretta della società.

Un'azienda che svolge una buona attività di pianificazione e controllo è in grado di esprimere all'esterno questa capacità di guida interna. In altre parole, può “vendere” meglio il suo merito creditizio, riuscendo ad ottenere un miglioramento del rating aziendale attribuito dagli istituti di credito e, di conseguenza, del costo del capitale, in quanto è apprezzato il fatto che riesce a mettere in evidenza i flussi di cassa attesi, sia che siano negativi sia, a maggior ragione, che siano positivi. Per le banche, infatti, le informazioni di tipo quantitativo che analizzano per la stima del rating aziendale, riguardano la capacità dell'impresa di generare nel tempo flussi di cassa positivi, mantenendo un'equilibrata struttura patrimoniale e finanziaria e livelli di redditività soddisfacenti. Tutto ciò contribuisce a rendere migliore l'immagine che l'istituto di credito ha dell'azienda, specie se le informazioni risultano attendibili, tempestive e ben strutturate.

Se la pianificazione, in generale, ha come obiettivo principale la conoscenza di ciò che accadrà, è chiaro che quella di medio e lungo periodo ha caratteristiche diverse dalla pianificazione a breve. Di conseguenza, anche gli obiettivi della stessa variano in base all'orizzonte temporale che si vuole prendere in considerazione.<sup>14</sup>

---

<sup>14</sup> MASINELLI F., GIOVANELLI, D., 2018

In linea generale, la pianificazione a breve termine presenta informazioni più dettagliate e, con un limite temporale di circa un anno; si realizzano budget di cassa mensili, grazie al quale è possibile prevedere i singoli incassi/pagamenti. Mentre, la pianificazione a medio-lungo termine (tra i 3 e i 5 anni) ha una logica basata sostanzialmente sul finanziamento degli investimenti e quindi fabbisogni di lungo periodo. Di conseguenza, uno degli obiettivi primari è l'ottimizzazione del costo medio del capitale impiegato.<sup>15</sup> Viene generalmente realizzata tramite bilanci previsionali che non offrono informazioni così dettagliate. Infatti, per ottenerle si ricorre spesso ai budget di cassa infrannuali.

Coerentemente con le diverse prospettive temporali nelle quali opera, la pianificazione finanziaria risponde ad una duplice esigenza: nel breve termine serve per garantire la liquidità dell'azienda<sup>16</sup>, soddisfacendo quindi un bisogno di tipo economico-organizzativo volto a realizzare, tramite una gestione accurata della stessa, economie anche rilevanti, risparmiando sia sugli oneri finanziari sia sull'onerosità amministrativa della gestione dei processi.<sup>17</sup>

La pianificazione di medio-lungo periodo ha invece come obiettivo principale quello di garantire la solvibilità dell'azienda<sup>18</sup>, rispondendo ad un fabbisogno informativo volto a comprendere le evoluzioni della Posizione Finanziaria Netta

---

<sup>15</sup> Ibid.

<sup>16</sup> BONAMINI M., 2012.

<sup>17</sup> DELGROSSO M. & NICASTRO A., 2012.

<sup>18</sup> BONAMINI M., 2012.

(PFN) aziendale nel tempo, gli oneri finanziari che da questa deriveranno, la sostenibilità finanziaria della crescita economica programmata, le conseguenze sull'equilibrio finanziario nel caso di variazioni sui ricavi e/o sulla marginalità attesi.<sup>19</sup> È quindi la pianificazione di lungo periodo che influisce su quella di breve, dato che l'azienda può investire il suo surplus di cassa solo nel momento in cui il fabbisogno di breve periodo è inferiore alla copertura offerta dalle fonti di finanziamento di lunga durata, mentre quando i finanziamenti di lungo periodo non sono sufficienti, l'azienda ricorre ai fondi di credito con scadenze ravvicinate.<sup>20</sup>

A tal proposito si sottolinea come la pianificazione finanziaria non possa essere ridotta ad una mera previsione dei risultati più probabili, ma è importante che tutti gli eventi possibili siano presi in considerazione e che soprattutto si preveda per ogni scenario ipotizzato un adeguato piano per gestirlo.

Un'impresa che riesce a declinare all'interno della propria struttura una pianificazione finanziaria efficiente, è in grado di affrontare eventuali conseguenze negative, di prendere decisioni velocemente e di controllare abilmente il budget aziendale.

Ovviamente non si pretende che chi si occupa di pianificazione finanziaria possa prevedere ogni possibile accadimento, ma piuttosto che il processo di pianificazione

---

<sup>19</sup> DELGROSSO M. & NICASTRO A., 2012.

<sup>20</sup> BREALEY, R., & MYRES, S., 1993.

in atto si configuri come lo strumento attraverso il quale la direzione valuti quali rischi sia accettabile assumere e quali, al contrario, debbano essere, nei limiti del possibile, evitati.

### **1.3 Gli strumenti della pianificazione finanziaria**

È stato affrontato finora il tema della pianificazione finanziaria facendo riferimento agli obiettivi che si pone e ai benefici derivanti da una buona implementazione del processo.

In questo paragrafo, si esaminano gli strumenti a disposizione della funzione finanziaria per lo svolgimento di questa attività. Si vedranno nel dettaglio i vari prospetti da redigere, le informazioni di cui occorre tener conto, le variabili da tenere sotto controllo per la gestione del fabbisogno, ecc.

Tali strumenti hanno, come è già stato accennato, obiettivi diversi a seconda dell'orizzonte temporale di riferimento (medio-lungo, breve o brevissimo periodo) e vengono messi a disposizione e utilizzati da quella che generalmente viene definita “struttura finanziaria”.

Figura 1.1: **Gli strumenti della pianificazione finanziaria**

<b>Struttura Finanziaria</b>			
<b>Strumento</b>	<b>Orizzonte temporale</b>	<b>Dettaglio temporale</b>	<b>Cadenza temporale</b>
Business Plan	Lungo periodo (3-5 anni)	Anno	Anno
Budget Finanziario	Breve periodo (1 anno)	Mese	Anno/semestre
Cash Flow preventivo	Brevissimo periodo (3 mesi)	10 giorni	rolling
Preventivo di tesoreria	Brevissimo periodo (settimanale)	Giorno	giornaliera

**Fonte:** rielaborazione dello schema proposto da Masinelli e Giovanelli 2018

Con il termine struttura finanziaria si intende un insieme di persone dedicata alla gestione finanziaria e preventiva<sup>21</sup>. Tutti gli strumenti della pianificazione hanno caratteristiche specifiche a seconda dell'obiettivo che si vuole raggiungere nell'arco temporale.

Ovviamente, i vari strumenti devono essere considerati fra loro complementari e interdipendenti. Non si può pensare ad un processo di pianificazione finanziaria orientato solamente ad una visione di lungo periodo, senza verificare le condizioni

<sup>21</sup> MASINELLI F., GIOVANELLI, D., 2018

di breve così come, in senso opposto, sarebbe impensabile guardare solo il quotidiano oppure un arco temporale troppo breve. In questo modo non si riesce ad avere una visione ampia e completa di quelli che sono i meccanismi che governano la complessa attività operativa.

Ciascuno degli strumenti viene analizzato nel dettaglio, descrivendo caratteristiche principali, obiettivi e l'iter operativo.

### ***1.3.1 Pianificazione di Medio-Lungo Periodo***

Quando si parla di una pianificazione con orizzonte temporale più lontano, come solito 3 o 5 anni, si fa riferimento alla c.d. “pianificazione strategica”, ovvero quel “contenitore” di tutti gli strumenti dedicati alla pianificazione di medio e lungo termine. È rivolta a considerazioni di carattere strategico collegate allo sviluppo aziendale, come ad esempio la vendita o il cambio del tipo di produzione.<sup>22</sup>

È importante ribadire l'utilità della pianificazione finanziaria a lungo termine nel raggiungimento di diversi obiettivi. Tra tanti, lo sviluppo di *partnership* con gli investitori o controparti finanziarie, dando informazioni riguardo le evoluzioni del business, oppure il miglioramento dell'immagine aziendale agli occhi di soggetti

---

<sup>22</sup> MASINELLI F., GIOVANELLI, D., 2018

esterni, ad esempio gli istituti bancari, facilitando così operazioni di *project financing*.

Oltre ad obiettivi di carattere esterno, la pianificazione finanziaria a lungo termine offre benefici anche ai soggetti c.d. interni, come una maggiore attenzione al processo decisionale strategico o il supporto alle attività di gestione dei rischi aziendali, la valutazione di convenienza economica degli investimenti e il controllo a consuntivo dei risultati e dei flussi informativi.<sup>23</sup>

A tal proposito, per la realizzazione di quanto appena descritto, si utilizza quello che è conosciuto come piano triennale o quinquennale (a seconda delle esigenze), anche chiamato *Business plan*. Il livello di dettaglio del prospetto è basato sull'anno solare (o di esercizio) e deve essere annualmente rivisto e rielaborato, sulla base dell'andamento di mercato, budget economico previsionale e il consuntivo economico-finanziario.<sup>24</sup>

Il *business plan* è un piano pluriennale che non si limita a mostrare il flusso monetario sviluppato nell'arco temporale analizzato, ma va oltre descrivendo agli interlocutori la visione futura dell'azienda e del proprio business.<sup>25</sup> Si può definire come un documento che permette all'imprenditore di tradurre il suo progetto in numeri (aspetto quantitativo), senza tralasciare l'aspetto qualitativo dello stesso.

---

<sup>23</sup> Ibid.

<sup>24</sup> Ibid.

<sup>25</sup> Ibid.

Grazie all'ausilio del business plan, si riesce ad analizzare:

- la coerenza del progetto aziendale, inteso come raffronto tra quanto il macroambiente (sistema macroeconomico, le leggi di stato, ecc.) e il microambiente (clienti, fornitori, concorrenti, ecc.) offrono e quanto il progetto sarebbe in grado di tradurre;
- la sostenibilità del progetto, in relazione alle forze interne all'azienda, in un rapporto armonico tra investimenti e mezzi di finanziamento;
- la realizzabilità del progetto, ovvero la concretizzazione dell'idea progettuale.<sup>26</sup>

Il business plan, nella sua forma più completa, può essere scisso in tre diversi blocchi che, analizzati separatamente, forniscono flussi di informazioni differenti e più specifici, a seconda degli obiettivi posti in essere dall'azienda.<sup>27</sup>

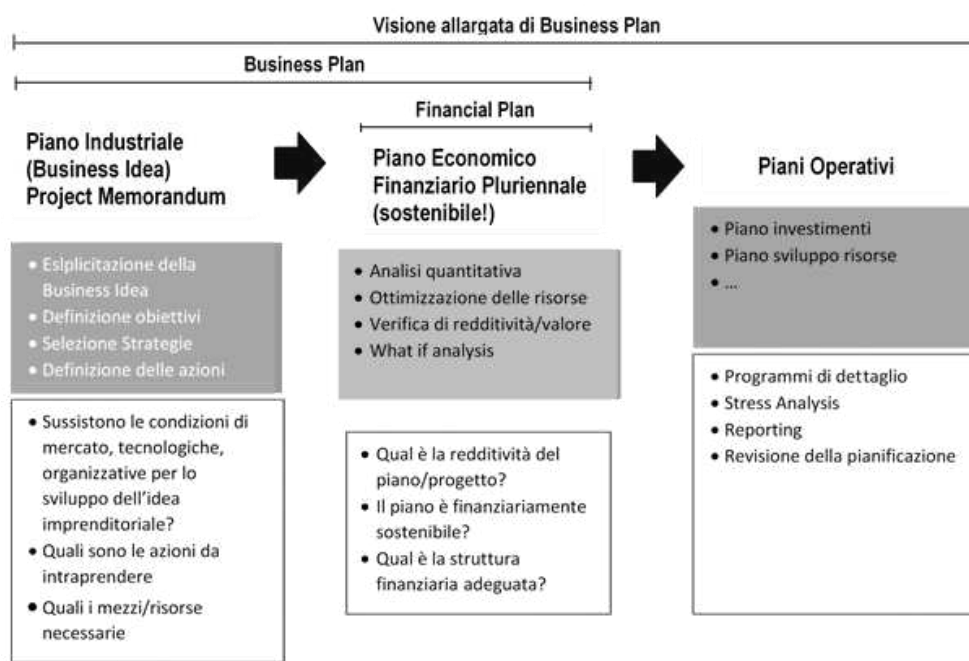
---

<sup>26</sup> *Il business plan nel processo di pianificazione finanziaria* (da <https://www.sistemiamolitalia.it/il-business-plan-nel-processo-di-pianificazione-finanziaria>)

<sup>27</sup> MASINELLI F., GIOVANELLI, D., 2018.



Figura 1.2: **Visione allargata di Business Plan**



**Fonte:** rielaborazione dello schema proposto da Masinelli e Giovanelli 2018

La prima parte più descrittiva, evidenzia principalmente gli obiettivi del progetto da perseguire nel periodo di tempo preso in esame, la scelta delle strategie e le azioni da intraprendere nei diversi momenti (Business Idea). Poi, l'analisi dei fattori chiave dell'azienda: mercato e settore in cui opera, i concorrenti, nonché la società e la struttura interna, per verificare le potenzialità aziendali nel portare a termine il progetto.<sup>28</sup>

<sup>28</sup> <https://www.soluzionetasse.com/business-plan-cose-come-fatto-e-perche-e-importante-per-lazienda>

La seconda parte, quella economico-finanziaria, permette di effettuare una valutazione di tipo qualitativo verificando la sostenibilità economica e finanziaria del progetto, passando dalla verifica delle disponibilità finanziarie alla definizione della redditività che si dovrà verificare in futuro per poter raggiungere gli obiettivi posti inizialmente nel Piano Industriale. Una volta ottenuti i risultati a queste analisi, si potrà affiancare la definizione della struttura finanziaria adeguata, individuando eventualmente fonti di finanziamento diverse da quelle consuete.<sup>29</sup>

Per avere un'elaborazione più completa, si può passare alla visione allargata di Business Plan, aggiungendo i c.d. Piani Operativi aziendali. Estrinsecati in vari report, permettono una conoscenza molto dettagliata sull'idea imprenditoriale e sulle modalità di realizzazione degli obiettivi specificati nelle intenzioni strategiche. Immaneabili saranno, ad esempio, il piano degli investimenti da realizzare, con l'indicazione della tipologia e dell'ammontare degli stessi; le conseguenze delle azioni sull'intera struttura aziendale le responsabilità per la loro attuazione.<sup>30</sup> Il tutto completato con la Stress Analysis, una sorta di simulazione in grado di individuare eventuali scenari che potrebbero impedire il conseguimento degli obiettivi e la definizione successiva di eventuali azioni correttive da intraprendere in corsa.

---

<sup>29</sup> MASINELLI F., GIOVANELLI, D., 2018.

<sup>30</sup> BORSA ITALIANA, 2003.

Di maggiore interesse è, senza dubbio, l'elaborazione del Piano Economico Finanziario Pluriennale, o *Financial Plan*, strumento con il quale si concretizza effettivamente la pianificazione finanziaria di lungo periodo. Consente la conversione in termini quantitativo-monetari della strategia prevista e voluta per il futuro, formalizzandola perciò, da un punto vista economico-finanziario. Proprio per questo è la parte del business plan di maggiore interesse per gli stakeholders esterni. Il Piano Pluriennale è composto da Conto Economico Prospettico, Stato Patrimoniale Prospettico e Rendiconto Finanziario. La figura finanziaria si colloca nella posizione dove i prospetti *standard* di Stato Patrimoniale e Conto Economico vengono normalizzati e trasformati in *cash flow* prospettico, detto anche previsionale.<sup>31</sup>

Il punto di partenza allora è il conto economico prospettico (Figura 1.3), che mira ad indicare e valorizzare i componenti negativi e positivi del reddito (costi e ricavi), stimando così il risultato d'esercizio di ciascun periodo oggetto della previsione. È più opportuno adottare prospetti di forma scalare, in cui è possibile evidenziare la formazione progressiva del risultato complessivo della gestione, nonché i contributi e la rilevanza delle diverse aree: infatti, dovranno essere indicati i risultati e le loro componenti sia in valore assoluto (margini) sia in percentuale rispetto al Fatturato<sup>32</sup>, nello specifico il conto economico riclassificato a margine di

---

<sup>31</sup> MASINELLI F., GIOVANELLI, D., 2018.

<sup>32</sup> DANISI M., BOLDRINI G., GUERRA E. *Linee guida alla redazione del business plan*, a cura del Gruppo di Lavoro Area Finanza Aziendale del Consiglio Nazionale dei Commercialisti e degli

contribuzioni, in cui viene espressa la capacità ricavi di contribuire, appunto, alla copertura dei costi fissi di struttura. l'individuazione periodica dei risultati economici attesi, consente di stimare la capacità di autofinanziamento dell'impresa, contribuendo alla successiva pianificazione finanziaria.

Figura 1.3: **Esempio di Conto Economico prospettico**

Esercizio	Anno prec.		Anno corrente		Anno1		Anno2		Anno 3	
	12	%	12	%	12	%	12	%	12	%
Consuntivo/Budget	PreCons.vo		Budget		Prev.ne		Prev.ne		Prev.ne	
<b>A) Ricavi netti di vendita</b>		100		100		100		100		100
Costi diretti di produzione										
<b>B) Costi Variabili</b>										
<b>C) Margine di contribuzione (A – B)</b>										
Ammortamenti Accantonamenti a fondi spese future Spese generali										
<b>D) Costi Fissi</b>										
<b>E) Risultato Operativo [EBIT] (C – D)</b>										
+/- Gestione Finanziaria +/- Gestione Accessoria +/- Gestione Straordinaria										
<b>Risultato Netto prima delle imposte</b>										
Imposte sul reddito										
<b>Risultato Netto</b>										

Fonte: rielaborazione dello schema proposto da Fiore, 2020

Esperti Contabili

([https://www.commercialisti.it/documents/20182/323701/Linee+guida+Business+Plan\\_protocollo\\_2.pdf](https://www.commercialisti.it/documents/20182/323701/Linee+guida+Business+Plan_protocollo_2.pdf))

L'altro documento da redigere è lo stato patrimoniale (Figura 1.4), nel quale si rappresenta e quantifica la composizione della struttura finanziaria e patrimoniale futura, ovvero l'ammontare e la composizione del patrimonio netto e la sua evoluzione nel tempo. Consente, inoltre, di verificare i rapporti che si prevede sussisteranno fra gli elementi attivi e passivi che lo compongono e in che modo gli stessi verranno a modificarsi per effetto della gestione economica e della gestione finanziaria, che emergono, rispettivamente, dal conto economico di previsione e dal piano finanziario. Si avranno, pertanto, dal lato delle attività tutti gli investimenti che si ritiene saranno in essere in azienda nel periodo in oggetto, dall'altro (quello delle passività) le relative fonti di finanziamento, ricordando l'obiettivo dell'imprenditore di ricercare il giusto mix fra mezzi di terzi e capitale proprio.

Figura 1.4: Esempio di Stato Patrimoniale prospettico

Anno	Anno prec.		Anno corrente		Anno1		Anno2		Anno 3	
Situazione al	12	%	12	%	12	%	12	%	12	%
Consuntivo/Budget	PreCons.vo		Budget		Previsione		Previsione		Previsione	
<b>ATTIVITA'</b>										
Cassa e Banche										
Crediti										
Rimanenze										
<b>A) Attività Correnti</b>										
Imm.ni Tecniche lorde										
- F.do Amm.to										
<b>B) Attività Immobilizzate</b>										
<b>C) Capitale Investito (A+B)</b>										
<b>PASSIVITA' E CAPITALE NETTO</b>										
Banche c/c passivi										
Debiti v/fornitori										
Altri debiti correnti										
<b>D) Passività correnti</b>										
Debiti m/l termine										
Altre passività consolidate										
<b>E) Passività consolidate</b>										
<b>Capitale di Terzi (D + E)</b>										
Capitale sociale										
Riserve										
Risultato del periodo										
<b>F) Capitale Proprio</b>										
<b>Capitale Acquisito (D+E+F)</b>										
<b>Attivo – Passivo =0</b>										

Fonte: rielaborazione dello schema proposto da Fiore, 2020

Il rendiconto finanziario (Figura 1.5), invece, è il prospetto che fornisce in maniera analitico-sistematica informazioni sui flussi finanziari complessivi previsti per la realizzazione del progetto. Esso deve essere costruito in stretta relazione con le risultanti del piano degli investimenti e con quelle del conto economico di previsione, che contribuisce a completare l'area della gestione finanziaria.

Conseguentemente all'identificazione ed alla quantificazione dei fabbisogni relativi al progetto, per ciascuno dei periodi oggetto di previsione, il piano finanziario esplicita le coperture finanziarie ipotizzate e fornisce informazioni in merito all'ammontare, forme tecniche, tempi e costi. In tal modo, definisce la dinamica dei flussi finanziari generati ed assorbiti dall'azienda, cioè ha l'obiettivo di evidenziare quali aree hanno dato origine a variazioni della liquidità, verificando così la sostenibilità finanziaria delle intenzioni strategiche contenute nel business plan.<sup>33</sup>

Normalmente, il rendiconto finanziario viene costruito utilizzando il metodo indiretto del *cash flow statement*. La stesura di tale prospetto avviene calcolando le variazioni patrimoniali grezze, date dalla differenza fra i valori contenuti in due stati patrimoniali consecutivi, scomponendo i valori elementari delle variazioni patrimoniali grezze, disaggregando l'utile netto nelle sue componenti ed eliminando, infine, le variazioni di natura contabile e non finanziaria<sup>34</sup>, come ad esempio gli ammortamenti, gli accantonamenti, ecc...

---

<sup>33</sup> DANISI M., BOLDRINI G., GUERRA E., 2003.

<sup>34</sup> MASINELLI F., GIOVANELLI, D., 2018.

Figura 1.5: Esempio di Rendiconto Finanziario

<b>Esercizio</b>	<i>Anno prec.</i>		<i>Anno corrente</i>		<i>Anno1</i>		<i>Anno2</i>		<i>Anno 3</i>	
<b>Mesi</b>	12	%	12	%	12	%	12	%	12	%
<b>Consuntivo/Budget</b>	<i>PreCons.vo</i>		<i>Budget</i>		<i>Prev.ne</i>		<i>Prev.ne</i>		<i>Prev.ne</i>	
Risultato netto										
Ammortamenti										
Accantonamenti										
<b>a) Autofinanziamento</b>										
(Increm.) Decrem. Crediti										
(Increm.) Decrem. Rimanenze										
Increm. (Decrem.) Debiti										
<b>b) Variazione del C.C.N.</b>										
<b>A) Flusso di cassa Gestione Operativa (a + b)</b>										
Imm.ni tecniche										
Imm.ni immateriali e oneri pluriennali										
Imm.ni finanziarie										
<b>B) Flusso attività d'investimento</b>										
Mutui e prestiti										
Oneri finanziari										
Fondo Tfr										
Capitale sociale										
Riserve										
<b>C) Flusso Gestione Finanziaria</b>										
<b>Flusso di cassa totale (A+B+C)</b>										
Saldo netto banche iniziale										
Saldo netto banche finale										
<b>Delta a quadratura</b>										

Fonte: rielaborazione dello schema proposto da Masinelli e Giovanelli, 2018



### ***1.3.2 Pianificazione di Breve Periodo***

Se nella pianificazione a lungo termine, vista nel paragrafo precedente, si definiscono le linee guida aziendali, nella pianificazione a breve termine queste verranno convertite in obiettivi operativi intermedi, grazie ad un'analisi più dettagliata del primo anno del piano economico-finanziario. Lo strumento utilizzato in questa direzione è il c.d. *budget finanziario*.

Il budget finanziario è la naturale evoluzione del budget economico<sup>35</sup>. È il documento attraverso il quale vengono stimati i flussi di risorse finanziarie assorbiti dalla gestione dell'esercizio di budget e quelli generati dalla stessa. Si avrà, dunque, un flusso finanziario netto, che esprimerà, se positivo, la capacità dell'azienda di finanziare la propria attività con i propri mezzi finanziari (prodotti internamente) o, al contrario, la necessità di reperire mezzi finanziari da fonti esterne, in caso di deficit finanziario.<sup>36</sup>

In sintesi, il budget permette di determinare il fabbisogno finanziario complessivo relativo all'esercizio considerato e prevedere le dinamiche economiche, finanziarie e patrimoniali risultanti dal progetto; giudicare la fattibilità e la sostenibilità dei progetti aziendali, individuando eventualmente un'idonea allocazione di risorse senza rischiare di fare "il passo più lungo della gamba".

---

<sup>35</sup> Ivi, pag.69

<sup>36</sup> *Il budget finanziario e quello patrimoniale* (da <http://web.tiscali.it/andyrap-wolit/cap3.htm>)

La fase centrale di tutto il progetto di costruzione del budget finanziario è, ovviamente, il reperimento di tutte le informazioni contenute negli altri prospetti previsionali (i budget operativi): budget economico e budget patrimoniale.<sup>37</sup>

Il budget finanziario si articola in due documenti distinti ma integrati tra loro: il budget delle fonti e degli impieghi e il budget dei flussi di cassa, o di tesoreria.<sup>38</sup>

a) *Il budget delle fonti e degli impieghi* (Figura 1.6) considera gli impieghi di mezzi finanziari e le fonti necessarie per il loro finanziamento, allo scopo di verificare, con riferimento al periodo annuale, la compatibilità fra gli investimenti che l'azienda ha intenzione di realizzare e le fonti disponibili per la sua copertura. Valuta a livello globale la fattibilità finanziaria dei budget operativi e di investimento, ovvero il fabbisogno finanziario dell'azienda.<sup>39</sup>

Le fonti sono componenti di cassa dalle quali si attinge per far fronte agli impieghi e comprendono l'autofinanziamento, i finanziamenti in capitale proprio e di debito ed eventuali disinvestimenti (es. dismissioni di immobilizzazioni o riscossione di crediti). Dall'altro lato, tra gli impieghi, sono inserite le voci degli investimenti con segno opposto, a seconda che la cassa venga liberata o fornita. Quindi, gli aumenti delle passività o le diminuzioni di attività rappresentano fonti

---

<sup>37</sup> *Budget finanziario: per calcolare il flusso di cassa*, in «FareNumeri» (da <https://farenumeri.it/budget-finanziario>)

<sup>38</sup> *Il budget finanziario e quello patrimoniale* (da <http://web.tiscali.it/andyrap-wolit/cap3.htm>)

<sup>39</sup> *Le funzioni del budget finanziario*, in «Aziendo» (da <https://aziendo.it/elaborazione-del-budget-finanziario-aziendale>)

di liquidità; mentre le diminuzioni di passività o gli aumenti delle attività rappresentano gli impieghi.

Figura 1.6: **Esempio di budget delle fonti e degli impieghi**

IMPIEGHI	FONTI
Investimenti in capitale fisso	Autofinanziamento
Investimenti in capitale circolante	Finanziamento in capitale proprio
Rimborso di debiti	Finanziamento con capitale di credito
Rimborso di capitale proprio	Disinvestimenti
Totale	Totale

**Fonte:** Phedro Consulting, Il budget economico, finanziario, patrimoniale – Newsletter Phedro, settembre 2007 – sito [www.phedro.it](http://www.phedro.it) pag. 4

È possibile che si verifichino, durante il corso dell'esercizio, delle discrasie fra gli investimenti e relativi finanziamenti, quindi tra gli impieghi di capitale e fonti. Se queste ultime supereranno gli impieghi, alla fine del periodo di riferimento, si avrà un aumento, pari alla differenza, delle disponibilità liquide. Surplus che potrà essere impiegato rimborsando debiti (migliorando la situazione debitoria), ricercando investimenti redditizi, oppure semplicemente accantonandolo in azienda. Viceversa, in caso contrario, se saranno gli impieghi ad essere maggiori delle fonti occorrerà individuare nuove risorse finanziarie o addirittura rivedere l'intero progetto operativo e valutarne un ridimensionamento.

b) Se il budget delle fonti e degli impieghi rende manifesta la fattibilità di un programma di gestione a livello globale annuo, non dice nulla sulla distribuzione

delle entrate e uscite nel corso dello stesso periodo. Tale limite è affrontato e risolto dal secondo modello di budget, *il budget di cassa*. È un prospetto previsionale, cioè permette un controllo antecedente dei flussi di cassa, vale a dire le entrate e le uscite di cassa, che si manifesteranno nell'anno di budget, con riferimento a periodi infrannuali, di tempo più o meno breve, generalmente mensili o trimestrali.

Il budget di cassa (Figura 1.7) permette di ricercare la migliore combinazione tra le risorse disponibili occorrenti per far fronte agli impegni di pagamento che derivano dall'esercizio dell'attività: eventuali surplus di liquidità, ai quali dare conveniente impiego e/o disavanzi di tesoreria, da fronteggiare individuando idonee soluzioni di finanziamento.

Con questo tipo di monitoraggio la gestione aziendale sarà in grado di fronteggiare, in modo più tempestivo, le uscite previste con gli incassi e gli altri mezzi liquidi a disposizione (cassa in senso stretto e risorse relative ai conti correnti bancari e tutte quelle facilmente e immediatamente liquidabili).

Un ciclo finanziario virtuoso prevede che i debiti a breve-medio termine vengano pagati con gli incassi dei crediti verso le mandanti, facendo in modo che le entrate finanziarie del periodo coprano le uscite finanziarie.<sup>40</sup>

Come flussi monetari della gestione corrente accolti nel budget si avranno, tra le entrate, quelli relativi ai ricavi d'esercizio, derivanti dalle vendite di prodotti, affitti,

---

<sup>40</sup> <https://aziendo.it/elaborazione-del-budget-finanziario-aziendale>

oppure relativi al realizzo di investimenti, come la vendita di macchinari e ancora quelli collegati a finanziamenti esterni. Per quanto riguarda invece i flussi in uscita, possono esserci ricompresi diversi elementi e, come per le entrate, occorre collocare nel tempo gli esborsi relativi ai costi di acquisto delle materie prime e al saldo dei debiti di fornitura o al rimborso di capitale proprio, manodopera o spese generali, uscite relative agli investimenti come acquisti di impianti.

E', inoltre, preferibile distinguere i flussi monetari per aree gestionali, in modo da individuare il contributo di ogni singola area alla determinazione del saldo di cassa finale. Dunque, una volta determinato il saldo di cassa operativo, relativo alla gestione caratteristica, si andranno a identificare i flussi delle rimanenti gestioni aziendali, vale a dire quella accessoria o quella legata agli investimenti e finanziaria.

Solo così si otterrà un saldo di cassa finale previsionale, che può mettere in luce un avanzo o un disavanzo.

Figura 1.7: Esempio di budget di cassa

	GEN	FEB	MAR	APR	MAG	GIU	LUG	AGO	SET	OTT	NOV	DIC
<b>CASSA INZIALE</b>												
Incassi contanti												
Incassi crediti												
Entrate diverse												
<b>Totale entrate correnti</b>												
Pagamenti fornitori merci												
Pagamenti fornitori spese												
Pagamenti diversi (liquidazione IVA)												
Pagamenti personale												
<b>Totale uscite correnti</b>												
<b>Flusso Gestione Operativa</b>												
Investimenti												
Disinvestimenti												
<b>Flusso Attività investimento</b>												
rimborso finanziamenti e pagamento interessi accensione nuovi finanziamenti												
<b>Flusso Gestione Finanziaria</b>												
<b>Flusso gestione straordinaria</b>												
<b>Flusso imposte sul reddito</b>												
<b>FLUSSI NETTI TOTALI</b>												
<b>CASSA FINALE</b>												

Fonte: rielaborazione di schema proposto da Masinelli e Giovanelli, 2018

Nel budget di cassa viene quindi decisa la copertura finanziaria del fabbisogno già determinato nel budget delle fonti e degli impieghi e i relativi oneri. In entrambi i casi (sia che dai saldi di cassa finali mensili emerga una situazione di surplus, sia che si abbia una situazione di deficit) occorrerà determinare l'importo dei proventi e/o degli oneri finanziari, applicando il tasso attivo o passivo previsto. Tali interessi compariranno nel budget di cassa al momento della loro capitalizzazione, ma soprattutto, saranno inseriti nel budget economico, che sarà così completato. Il budget finanziario, quindi, in particolare il budget di tesoreria, va redatto prima degli altri perché da esso dipartono flussi economici fondamentali per la redazione del budget economico, ovvero gli oneri e i proventi della gestione finanziaria. Il budget di tesoreria è un importante strumento della gestione finanziaria in grado di controllare il raggiungimento degli obiettivi finanziari.

L'importanza del budget di cassa è proprio quella di pervenire ad una consapevolezza ex ante dei trade-off che si presentano durante l'anno in termini di fabbisogno o di liquidità in eccesso; in entrambi i casi, infatti, si perverrà a valutazioni di convenienza che aumenteranno la redditività o alternativamente ridurranno il costo del capitale.<sup>41</sup>

---

<sup>41</sup> GRASSELLI A., 2007.

### ***1.3.3 Pianificazione di Brevissimo periodo***

Così come la pianificazione a medio e lungo termine, anche quelle a breve e brevissimo periodo si avvalgono di diversi strumenti di analisi che forniscono, a loro volta, diverse informazioni alla funzione tesoreria. Il periodo di riferimento della pianificazione a brevissimo termine solitamente è considerato tra la settimana e i 3/6 mesi, un arco temporale notevolmente ridotto che consente di beneficiare di un grado di dettaglio elevato, cercando di ottimizzare la canalizzazione dei flussi sulle singole banche, considerato l'obiettivo principale raggiungibile grazie al principio della convenienza economica.<sup>42</sup>

Gli strumenti a disposizione per il perseguimento dello stesso sono:

- Preventivo di tesoreria
- Cash flow preventivo

Il *preventivo di tesoreria* (Figura 1.8) è indubbiamente uno strumento di elevata precisione: offre una proiezione dei flussi monetari, non solo giornaliera ma anche per data valuta e per istituto bancario. È uno strumento con una visione che si limita ad alcuni giorni, una settimana o dieci giorni al massimo e dovrebbe essere rielaborato giornalmente e in modo costante. Proprio sulla base di questo grado di dettaglio elevato, permette di effettuare operazioni di manovra “*ad hoc*”, ottimizzando costi e benefici della gestione finanziaria. Lo scopo, infatti, è quello

---

<sup>42</sup> PAVARANI E., TAGLIAVINI G., 2006.



di ottimizzare, nell'arco di tempo d'analisi ristretto, il costo del denaro, in caso di indebitamento, con il corretto utilizzo delle linee di affidamento, ma anche, in caso contrario, la gestione di eventuali disponibilità. Per questi motivi può essere definito “il miglior alleato” della funzione tesoreria.<sup>43</sup>

Il *cash flow* preventivo, invece, ha un orizzonte temporale e quindi un obiettivo differente dal precedente. Si tratta di uno strumento che permette di ottenere informazioni riguardo i flussi finanziari prospettici nell'arco di due-tre mesi, costituendo il driver fondamentale per la gestione della posizione finanziaria, determinando il corretto equilibrio tra il breve termine e le decisioni di investing e funding. La visione dei movimenti di banca nei tre mesi prospettici permette di verificare la sostenibilità delle operazioni caratteristiche. È ovvio che, l'orizzonte temporale maggiore non permette di individuare manovre giornaliere o di prendere in considerazione movimenti finanziari su specifici istituti. Per questo, a differenza del preventivo di tesoreria, prevede una visione dei flussi finanziari solo per data valuta e non per istituto bancario.<sup>44</sup>

Per la costruzione dei prospetti ci si avvale di informazioni provenienti principalmente da fonti contabili (scadenzari fornitori e clienti e ordini di vendita/acquisto) ed extracontabili, tra cui troviamo quelli “provvisori” (in attesa di

---

<sup>43</sup> MASINELLI F., GIOVANELLI D., 2018.

<sup>44</sup> MASINELLI F., GIOVANELLI D., 2018.

conferma da parte della banca) e “previsionali” o “stimati” (incerti nell’importo e/o nella scadenza).<sup>45</sup>

I due strumenti non sono tra loro interscambiabili ma piuttosto presentano informazioni che, insieme, permettono una visione più completa necessaria per ottimizzare tutte le scelte che presentano un risvolto finanziario. Pur avendo finalità operative, più che strategiche, completano il processo di pianificazione finanziaria istituito nelle aziende.<sup>46</sup>

Nella figura 1.8 e 1.9 sono riportati, rispettivamente, esempi del preventivo di tesoreria e del cash flow previsionale.

---

<sup>45</sup> ROSAZZA M., *Tesoreria anticipata e previsionale, flussi di cassa 'sotto controllo'*, in «Amministrazione & Finanza», 16 (13), pp. 40-49

<sup>46</sup> MASINELLI F., GIOVANELLI D., 2018

Figura 1.8: Esempio di preventivo di tesoreria

	11-mar	12-mar	13-mar	14-mar	15-mar	18-mar	19-mar	20-mar	21-mar	22-mar
<b>Banca: XXX</b>	<b>Conto: 11111</b>		<b>Divisa: Eur</b>							
<b>Saldo iniziale</b>										
<b>Entrate</b>										
<b>Uscite</b>										
<b>Saldo pre-manovra</b>										
<b>Fido disponibile</b>										
<b>Manovra di Tesoreria</b>										
	<i>Manovra di girofondo</i>									
	<i>Manovra di fin./impiego</i>									
<b>Saldo post-manovra</b>										
<b>Banca: YYY</b>	<b>Conto: 22222</b>		<b>Divisa: Eur</b>							
<b>Saldo iniziale</b>										
<b>Entrate</b>										
<b>Uscite</b>										
<b>Saldo pre-manovra</b>										
<b>Fido disponibile</b>										
<b>Manovra di Tesoreria</b>										
	<i>Manovra di girofondo</i>									
	<i>Manovra di fin./impiego</i>									
<b>Saldo post-manovra</b>										
<b>Banca: ZZZ</b>	<b>Conto: 33333</b>		<b>Divisa: Eur</b>							
<b>Saldo iniziale</b>										
<b>Entrate</b>										
<b>Uscite</b>										
<b>Saldo pre-manovra</b>										
<b>Fido disponibile</b>										
<b>Manovra di Tesoreria</b>										
	<i>Manovra di girofondo</i>									
	<i>Manovra di fin./impiego</i>									
<b>Saldo post-manovra</b>										
<b>Banca finale</b>	<b>Conto: tutti</b>		<b>Divisa: Eur</b>							
<b>Saldo iniziale</b>										
<b>Entrate</b>										
<b>Uscite</b>										
<b>Saldo pre-manovra</b>										
<b>Fido disponibile</b>										
<b>Manovra di Tesoreria</b>										
<b>Manovra di girofondo</b>										
<b>Manovra di fin./impiego</b>										
<b>Saldo post-manovra</b>										

Fonte: rielaborazione dello schema proposto da Masinelli e Giovanelli, 2018

Figura 1.9: Esempio di cash flow preventivo

	10-mar	20-mar	31-mar	10-apr	20-apr	30-apr	10-mag	20-mag	30-mag
<b>Saldo iniziale</b>									
<b>Area Ordinaria</b>									
<b>Flussi in entrata</b>									
Clienti Italia									
Clienti USA									
Clienti Germania									
Clienti Francia									
Clienti U.K.									
Altri									
<b>Totale flussi in entrata</b>									
<b>Flussi in uscita</b>									
Fornitori Italia									
Fornitori Estero									
Stipendi									
Imposte e tasse									
Altri									
<b>Totale flussi in uscita</b>									
<b>Totale flussi Area Ordinaria</b>									
<b>Area Straordinaria</b>									
Disinvestimenti									
Investimenti									
<b>Totale flussi Area Straordinaria</b>									
<b>Area Finanziaria</b>									
Accensione di finanziamenti a breve									
Estinzione di finanziamenti a breve									
Accensione mutui									
Rimborso mutui									
Proventi finanziari									
Oneri finanziari									
Altri									
<b>Totale flussi area Finanziaria</b>									
<b>Totale ante manovra</b>									
<b>Manovra finanziaria</b>									
Accensione nuovi finanziamenti									
Operazioni di impiego									
Interessi prospettici									
<b>Totale post manovra</b>									

Fonte: rielaborazione di schema proposto da Masinelli e Giovanelli, 2018

Quindi, se da un lato, il lasso temporale gestito nel cash flow preventivo, generalmente trimestrale, permette di effettuare interventi strategici ma non troppo dettagliati, sarà il preventivo di tesoreria ad analizzare, in modo quasi chirurgico, situazioni che sono la conseguenza del cash flow preventivo e gestire così la situazione finanziaria nell'immediato.

#### **1.4 Conclusioni**

In questo primo capitolo è stata analizzata la pianificazione finanziaria nel suo complesso, considerata oggi un processo necessario per fare la differenza all'interno di un'azienda. Partendo dal percorso evolutivo delle varie funzioni finanziarie aziendali, gli obiettivi principali e i benefici che porta con sé, si è passato all'analisi degli strumenti di cui si avvale la struttura finanziaria.

Se, quindi, la pianificazione finanziaria può essere definita come un processo che esprime in cifre gli obiettivi di lungo termine formulati inizialmente nel business plan e che permette una maggiore responsabilizzazione degli imprenditori sui futuri progetti, che dedicano forze e risorse al divenire dell'azienda, gli strumenti che gli stessi hanno a disposizione per la realizzazione di tutti gli obiettivi devono considerarsi fra loro interdipendenti e necessitano di informazioni differenti, come differenti sono i risultati da essi prodotti.

Il tutto consente al management aziendale di approfondire la dinamica finanziaria nei vari periodi analizzati, andando ad identificare in tempo utile i problemi e le contromisure più adeguate alla gestione dei fabbisogni finanziari aziendali e/o dei surplus di liquidità.

In conclusione, dunque, si può affermare che è stata finalmente riconosciuta alla “funzione finanza” l’importanza che merita. Considerata responsabile dell’equilibrio finanziario presente e futuro delle aziende, diventa un elemento imprescindibile per il successo dell’impresa.

## CAPITOLO 2

### I MODELLI DI SIMULAZIONE ECONOMICO-FINANZIARI<sup>47</sup>

Si è detto l'obiettivo del presente lavoro quello di costruire un modello di analisi a cinque anni. Prima di addentrarci nel caso pratico, si va a dare un quadro teorico di quelli che sono i modelli di simulazione economico-finanziari utilizzata per la costruzione dei piani finanziari.

#### 2.1 Aspetti generali della "modellizzazione"

Un modello è un "dispositivo", rappresentativo di un sistema reale, che consente di studiare le caratteristiche di tale sistema ed il suo comportamento in determinate condizioni.

I modelli vengono distinti in due grandi categorie, fisici e astratti. I primi trovano applicazione principalmente nel campo ingegneristico e la loro rilevanza e diffusione è sicuramente inferiore a quella dei modelli astratti. Questi ultimi, invece, sono basati sull'utilizzo di simboli, cioè di un linguaggio comunemente

---

<sup>47</sup> Quanto riportato in questo capitolo è ripreso da Cucculelli M., 1995. I modelli di simulazione economico-finanziaria d'impresa, CLUA, Ancona

accettato, come quelli matematici, che utilizzano la simbologia del linguaggio matematico.

L'utilizzo dei modelli è indispensabile in tutti quei casi nei quali sarebbe impossibile ottenere una conoscenza diretta della situazione reale indagata: o perché impossibile (si pensi allo studio della evoluzione futura di un determinato sistema), o perché la conduzione dell'esperimento sul sistema reale condurrebbe alla sua alterazione o distruzione. In altri casi il ricorso alla modellizzazione è utile per ridurre tempi e costi degli esperimenti rispetto a quelli condotti sul sistema reale.

Attraverso l'utilizzo di un modello è inoltre possibile condurre esperimenti "controllati", cioè studiare le reazioni di un sistema rispetto ad una particolare variabile esogena, tenendo ferme tutte le altre.

La verifica della capacità rappresentativa del modello è riferibile a tre principali aspetti:

1. La verifica della coerenza interna del modello rispetto alle usuali leggi della logica matematica ed alle specifiche caratteristiche della realtà studiata. Nel caso di un modello di pianificazione finanziaria deve essere verificata anche la rispondenza del modello alle procedure contabili normalmente utilizzate.

2. La capacità del modello di rappresentare la situazione reale, quindi il suo grado di "aderenza" alla stessa. Ciò significa inglobare nel modello il maggior



numero di aspetti del sistema (che risulta possibile descrivere attraverso relazioni di tipo quantitativo) e far sì che le relazioni fra le variabili siano il più possibile analoghe a quelle della realtà descritta. La ricerca della maggiore aderenza del modello alla realtà studiata si scontra con i maggiori tempi e costi di costruzione e con la minore facilità di "manutenzione" ed utilizzo del modello stesso.

3. La capacità di previsione del modello; cioè la bontà con la quale il modello è in grado di simulare il comportamento effettivo del sistema, prevedendone il comportamento nelle diverse situazioni ambientali.

## **2.2 La simulazione**

Tra i vari modelli, lo strumento maggiormente adatto ai fini della valutazione e della scelta delle alternative decisionali è rappresentato dalla simulazione.

La simulazione consiste nello studio del comportamento di un sistema (nel nostro caso l'impresa o il progetto di investimento) attraverso l'utilizzo di un modello rappresentativo dello stesso.

Date le condizioni iniziali in cui si trova il sistema, attraverso la simulazione vengono analizzate le reazioni dello stesso al modificarsi di variabili esterne di tipo ambientale o decisionale. Tali "esperimenti" consentono di acquisire una migliore conoscenza delle relazioni componenti il sistema e delle conseguenze associate a

determinate decisioni. Ciò consente di individuare la decisione "migliore" fra quelle esaminate ma non di determinare quella "ottima".

Quale strumento all'interno del processo decisionale d'impresa, la simulazione consente di delineare le conseguenze associate a determinate decisioni, valutare la variabilità di tali conseguenze in relazione a diverse condizioni ambientali e studiare le condizioni che garantiscono la maggiore flessibilità in relazione alle possibili condizioni ambientali.

Nella costruzione del modello di simulazione, il primo passo è porre l'attenzione nella comprensione delle caratteristiche del sistema oggetto di studio piuttosto che nella previsione delle conseguenze derivanti da specifiche decisioni. Ciò implica che l'accento cada sulle capacità del modello di rappresentare il sistema studiato piuttosto che sulla bontà delle previsioni che da esso è possibile trarre.

L'aspetto fondamentale, dunque, è l'individuazione delle relazioni tra le variabili rilevanti nel sistema, accolte dal modello attraverso cui gli "esperimenti" vengono condotti.

### ***2.2.1 Descrizione della struttura***

Il modello di simulazione che sarà utilizzato è dato da un insieme di relazioni tra grandezze economiche e patrimoniali che permette di determinare i valori delle

poste di bilancio a partire da un sottoinsieme di queste e da alcuni parametri specificati esogenamente (input). Nello specifico, è costituito da tre componenti:

1. I parametri esogeni che esprimono le ipotesi di andamento delle variabili incluse nel modello.

2. Un insieme di relazioni economico-patrimoniali, subordinate al rispetto di vincoli e criteri di carattere contabile, che riflettono in forma semplificata il funzionamento del sistema aziendale.

3. Un output in forma di documenti di bilancio preventivi e flussi di cassa su cui basare le valutazioni di fattibilità di un certo programma di esercizio.

A loro volta, i parametri esogeni (input) possono dividersi in:

a. dati di carattere strettamente esogeno e dipendenti dall'ambiente in cui l'azienda opera;

b. ipotesi riguardo a grandezze di carattere più propriamente aziendale che quantificano le decisioni strategiche dell'impresa.

La seconda componente, invece, rappresenta il cardine dell'intero modello di simulazione e consente di ottenere stato patrimoniale, conto economico e flussi di cassa per tutti gli anni per i quali vengono specificate le variabili di input, simulando la "performance" aziendale relativamente ad un certo periodo.

La terza, infine, è rappresentata dalle elaborazioni formalizzate in documenti di bilancio su cui è possibile intervenire con tecniche di riclassificazione, analisi di bilancio e analisi per indici, al fine di valutare la fattibilità economico-finanziaria di determinati programmi di esercizio o progetti di investimento.

### ***2.2.2 Il procedimento di costruzione del modello***

La sequenza logica di costruzione del modello di simulazione prevede una serie di fasi successive il cui ordinamento è funzione di vincoli e criteri di carattere contabile e relazioni di carattere economico-patrimoniale tra le grandezze in esame.

Tale logica, tiene conto del fatto che il modello di simulazione genera dei documenti contabili, raccogliendo grandezze di flusso (conto economico e prospetto dei flussi finanziari) e di stock (stato patrimoniale).

Da un lato, la costruzione del preventivo reddituale si articola nelle seguenti fasi:

- stima dei ricavi di vendita;
  
- stima dei costi di produzione, ivi compresi gli ammortamenti e le spese di personale, e determinazione dei livelli di scorte;

- stima degli oneri finanziari, tenendo conto dei riflessi su tale grandezza delle diverse alternative di politica finanziaria o, più in generale, della composizione del passivo di bilancio.

Relativamente al preventivo patrimoniale, le poste di bilancio vengono determinate attraverso un processo che consente di aggiornare la situazione patrimoniale di inizio periodo sulla base delle variazioni prodotte dal preventivo reddituale, dal piano degli investimenti e dei finanziamenti e dalle altre ipotesi concernenti la determinazione del capitale circolante.

Le strette relazioni che esistono tra i documenti di bilancio che il modello di simulazione genera impongono la loro costruzione in simultanea: in termini operativi ciò si traduce nell'individuazione di una serie di relazioni tra variabili che trasferiscono contemporaneamente sul conto economico e sullo stato patrimoniale gli effetti dovuti alla variazione dei dati di input.

Nella figura 2.1 sono riportate le varie fasi di costruzione di un modello di simulazione integrate dalle principali relazioni tra le grandezze in esame. I passi successivi sono indicati da una numerazione progressiva mentre le principali relazioni sono evidenziate da linee di collegamento tra poste di bilancio.

**Figura 2.1: Schema delle principali relazioni tra conto economico e stato patrimoniale**

Attivo	Conto economico	Passivo
Liquidità immediata	Ricavi 1	<i>Banche c/c passivo</i> 15
3 Clienti	Costi variabili	Fornitori 5
Altri crediti	Costi fissi 2	Altri debiti
4 Rimanenze	Stipendi e contr. Variaz. Rimanenze	<i>F. do imposte</i> 18
Attivo corrente	M.O.L.	Passivo corrente
7 Immobilizz. tecn.	Ammortamenti 9	Mutui 12
10 F.do ammortamento	Ris. gest. caratt.	F.do TFR 6
8 Immobilizz. immat.	Gestione 11	Passivo consolidato
Immobilizz. finanz.	Accessoria	Capitale soc. 13
Attivo fisso	Risultato operativo	Riserve 14
Totale attivo	Oneri finanz. 16	<i>Risultato di esercizio</i> 20
	Risult. ante imposte	Capitale netto
	Imposte 17	Totale passivo e netto
	Risultato d'esercizio 19	

La determinazione delle poste contrassegnate con i numeri 1 e 2 consente di costruire il conto economico fino al margine operativo lordo. La determinazione dei ricavi di vendita può avvenire sia in valore assoluto, qualora si disponga delle quantità e dei prezzi di vendita previsti, sia, in alternativa, sulla base di un tasso di crescita dei ricavi stessi rispetto all'ultimo dato consuntivo.

Riguardo ai costi, invece, è opportuno distinguere tra costi variabili, calcolati in relazione ai volumi di vendita, e costi fissi, legati alla scala di produzione ed in larga

parte indipendenti dai volumi di vendita. La determinazione del costo del personale può essere effettuata sulla base del numero di addetti previsti e delle retribuzioni contrattuali di competenza, considerando inoltre gli oneri contributivi nonché l'accantonamento al F.do T.F.R. Le rimanenze finali possono essere calcolate seguendo un criterio di scorta fissa oppure legandole ai volumi di produzione e vendita.

La movimentazione di queste prime voci di conto economico permette la determinazione delle poste del capitale circolante che sono legate ai volumi di attività (numeri 3,4,5). In particolare, i crediti verso clienti e gli altri crediti operativi possono ricavarsi sulla base dei ricavi di vendita e dei tempi medi di dilazione sui pagamenti concessi ai clienti, mentre i debiti verso fornitori e gli altri debiti operativi sulla base degli acquisti (che danno luogo a pagamenti differiti) e dei tempi medi di pagamento concessi dai fornitori.

Completato il conto economico fino al margine operativo lordo, la determinazione degli ammortamenti è preceduta dalla movimentazione delle poste di attivo patrimoniale che servono come base per il calcolo degli stessi. In particolare, il valore delle immobilizzazioni tecniche ed immateriali osservato a consuntivo, aumentato della spesa per investimenti prevista ed al netto di eventuali dismissioni di cespiti, servirà come base per il calcolo degli ammortamenti da

imputare al conto economico e da sommare ai relativi fondi di ammortamento delle immobilizzazioni (numeri 7,8,9,10).

La costruzione del conto economico procede poi con la determinazione del saldo della gestione accessoria, distinta da quella caratteristica determinata finora, considerando in essa sia i proventi finanziari previsti sulla base della liquidità e dei relativi tassi attivi, sia gli altri ricavi e costi riconducibili alla gestione accessoria (numero 11).

Ottenuto il risultato operativo, la determinazione degli oneri finanziari da imputare a conto economico deve essere effettuata tenendo in considerazione la politica finanziaria ed il saldo di liquidità derivante dalla spesa per investimenti. In particolare, dovrà essere esplicitato il piano finanziario relativo alle fonti esterne di finanziamento: incrementi di capitale sociale, accensione e rimborso di finanziamenti a medio-lungo termine, determinazione degli oneri finanziari relativi ai finanziamenti e quantificazione dei dividendi da distribuire (numeri 12,13,14).

Ultimata la determinazione del piano finanziario, restano da completare alcune poste del conto economico e dello stato patrimoniale per le quali è necessaria la determinazione simultanea in relazione a particolari vincoli di natura contabile ad esse relativi. Le poste interessate sono: gli oneri e proventi finanziari, il saldo di liquidità, le imposte ed il risultato di esercizio. In particolare, il risultato di esercizio ottenuto a conto economico deve coincidere con quello risultante dallo stato



patrimoniale, così come le imposte calcolate nel conto economico devono corrispondere al valore del F.do imposte che compare nel passivo dello stato patrimoniale.

Gli oneri e proventi finanziari vanno calcolati sulla base del saldo di liquidità stimato, ottenuto a partire dal cash flow (utile netto + ammortamenti + accantonamenti) rettificato con le variazioni del circolante ed integrato con le variazioni patrimoniali derivanti dalla politica di investimento e di finanziamento. Il saldo di liquidità così ottenuto andrà inserito nell'attivo o nel passivo patrimoniale a seconda che risulti di segno positivo o negativo (numero 15).

Gli oneri e proventi finanziari sono quindi funzione del saldo di liquidità che, a sua volta, è funzione del flusso di cassa: data la composizione del cash flow risulta chiaro come le grandezze considerate interagiscono secondo una relazione del tipo:

*Risultato d'esercizio* → *Cash Flow* → *Saldo di liquidità* → *Oneri/Proventi Finanziari* → *Risultato d'esercizio*

e in particolare per gli oneri finanziari:

$$OF = f [SL(t-1), SL(t), \dots, OF(t)]$$

dove SL sta per saldo di liquidità e OF per oneri finanziari.

La determinazione degli oneri e proventi finanziari può essere fatta in via analitica risolvendo per OF un'espressione come quella descritta. Nel caso in cui il

modello venga costruito su calcolatore la soluzione sarà ottenuta tramite un procedimento iterativo, una volta impostate le relazioni ed i vincoli precedentemente descritti.

Il calcolo degli oneri e proventi finanziari consente di proseguire nella costruzione del conto economico e di ottenere, dopo aver determinato le imposte, il valore del risultato di esercizio che chiude simultaneamente il conto economico e lo stato patrimoniale (numeri da 16 a 20).

### ***2.2.3 Un modello di simulazione dei bilanci per la pianificazione finanziaria d'impresa.***

Di seguito viene presentato un modello composto da un sistema di equazioni che generano, sulla base di input specificati per un determinato orizzonte temporale, un bilancio pro-forma con cui simulare la futura "performance" aziendale in relazione a decisioni di carattere gestionale o strategico.

La simulazione può essere effettuata a partire da un bilancio aziendale reale, utilizzando quest'ultimo come fonte di dati per le successive previsioni, oppure da valori stimati delle variabili e dei parametri in modo da costruire bilanci pro-forma di nuove iniziative o di aziende ancora da formare o in fase di avvio e primo sviluppo. Occorre notare infatti che il modello genera delle variazioni "assolute"

dei valori degli stock a partire da grandezze flusso, raccolte nel conto economico e nei flussi di cassa e che, pertanto, i valori dello stato patrimoniale iniziale potrebbero essere tutti nulli, nel caso in cui si analizzi il primo anno di vita di un'impresa.

Nella Tavola 2.1 vengono presentate e descritte le variabili del modello. Per ognuna di esse viene inoltre specificata la natura, ossia viene indicato il rapporto di ciascuna nei confronti del sistema di equazioni che costituiscono il modello.

Tavola 2.1: **Variabili presenti nel modello**

R	= Ricavi da vendite	input	output
TCR	= Tasso di crescita dei ricavi	input	
PR	= Prezzo di vendita unitario	input	
Q	= Quantità vendute	input	
CV	= Costi variabili		output
ACV	= Percentuale costi variabili sui ricavi	input	
CF	= Costi fissi	input	output
RF	= Rimanenze finali		output
<i>d</i> RF	= Variazione rimanenze finali	input	
ADD	= Addetti	input	
REL	= Retribuzioni lorde	input	
AATFR	= Aliquota accantonamento TFR	input	
TC	= Tasso medio dilazione v.so clienti	input	
TF	= Tasso medio esposizione v.so fornitori	input	
TFR	= Fondo trattamento fine rapporto		output
<i>d</i> IT	= Variazione immobilizzazioni tecniche	input	
<i>d</i> II	= Variazione immobilizzazioni immateriali	input	
<i>d</i> IF	= Variazione immobilizzazioni finanziarie	input	
TIT	= Aliquota ammortam. immobilizz. tecniche	input	
AT	= Ammortamento immobilizz. tecniche		output
AI	= Quota ammortamento immobilizz. immateriali	input	output
FIT	= F.do ammortamento immobilizzazioni tecniche		output
FII	= F.do ammortamento immobilizzazioni immateriali		output
GA	= Gestione accessoria		output
POA	= Proventi e oneri accessori	input	output
PF	= Proventi finanziari		output
OF	= Oneri finanziari		output
RO	= Risultato operativo		
TIMP	= Aliquota di imposizione fiscale	input	
PL	= Prestiti a medio lungo termine		output
<i>d</i> PL	= Variazione prestiti a medio lungo termine	input	

Nella Tavola 2.2, invece, viene riportata l'intera struttura del modello e la definizione delle singole variabili che lo costituiscono.

Le equazioni (1) ... (10) permettono di costruire le diverse poste del conto economico, ad eccezione degli oneri e proventi finanziari e del risultato di esercizio. La (1) calcola i ricavi di esercizio sulla base di un tasso di crescita degli stessi rispetto al valore osservato nell'anno precedente. In alternativa, i ricavi a preventivo possono essere ottenuti moltiplicando i prezzi unitari per le quantità di vendita previste, qualora tali dati siano facilmente disponibili o, in ogni caso, nel primo anno di attività.

La (2) calcola i costi variabili come quota proporzionale dei ricavi di vendita mentre la (3) fornisce i costi fissi come dato in valore assoluto.

La (4) fornisce il valore delle rimanenze finali: in questo modello si è supposta la possibilità di ottenere per esse una stima del valore assoluto da sommare o sottrarre al dato osservato a consuntivo. In circostanze diverse le rimanenze possono essere ottenute legando il loro valore ai ricavi di vendita o agli acquisti di materie prime, a seconda che si tratti di rimanenze di prodotti finiti o di materie prime e semilavorati.

La (5) e la (6) calcolano le spese di personale e l'accantonamento al F.do T.F.R. mentre la (7) e la (8) generano il valore degli ammortamenti delle immobilizzazioni tecniche ed immateriali da imputare al conto economico.

La (9) definisce la gestione accessoria mentre la (10) calcola le imposte soltanto nel caso in cui il risultato ante-imposte è positivo.

La (11) e la (12) calcolano i crediti verso clienti ed i debiti verso fornitori sulla base dei volumi di acquisti e vendite e dei tempi medi di incasso e pagamento dei crediti e debiti. La (13) definisce il F.do T.F.R.

Le equazioni (14) ... (18) generano i valori dell'attivo immobilizzato e dei fondi di ammortamento e completano l'attivo a meno del saldo di liquidità.

La (19) e la (20) forniscono rispettivamente i valori dei prestiti a medio/lungo termine, sulla base delle nuove accensioni e dei rimborsi dei prestiti in essere, ed il valore del capitale sociale, mentre la (21) genera il valore delle riserve.

La (22) definisce il risultato di esercizio.

La (23) e la (24) permettono di ottenere il valore degli oneri e dei proventi finanziari sulla base del saldo di liquidità osservato a consuntivo e calcolato a preventivo: le modalità di calcolo della (23) e della (24) verranno riprese e maggiormente esplicitate in seguito.

Le equazioni (25) ... (27) esplicitano alcuni vincoli necessari alla quadratura del modello ed al rispetto dei criteri di regolarità contabile.

Le equazioni (28) ... (30) definiscono le variabili necessarie alla formulazione del prospetto delle fonti e degli impieghi mentre la (31) e la (32) forniscono il valore

del flusso di cassa a preventivo ed il conseguente saldo di liquidità. Occorre notare che, date le caratteristiche delle relazioni incluse, il modello assicura la quadratura automatica dello stato patrimoniale, in quanto le differenze prodotte dalla movimentazione degli input nelle poste di attivo e passivo patrimoniale sono raccolte nella determinazione del flusso di cassa e, tramite questo, girate al saldo di liquidità nell'attivo o nel passivo patrimoniale. Ciò appare di particolare rilievo in sede di pianificazione poiché, in assenza di un piano finanziario specificato in fase di input, il modello consente di quantificare il fabbisogno finanziario da coprire, derivante dalle ipotesi gestionali o di investimento esplicitate.

La (33) e la (34), infine, definiscono il risultato di esercizio in funzione di diversi saldi di conto economico: tali relazioni sono utili al successivo sviluppo del modello.

Tavola 2.2: **Equazioni incluse nel modello**

(1)	$R_t$	$= R_{t-1} \times TCR$
(1.a)	$R_t$	$= PR \times Q_t$
(2)	$CV_t$	$= R_t \times ACV$
(3)	$CF_t$	$= CF_t$
(4)	$RF_t$	$= RF_{t-1} + d RF$
(5)	$SPE_t$	$= ADD_t \times REL_t$
(6)	$ACCTFR_t$	$= SPE_t \times AATFR_t$
(7)	$AT_t$	$= TIT_t \times IT_t$
(8)	$Alt$	$= Alt$
(9)	$GAt$	$= PF_t + POAt$
(10)	$IMP_t$	$= TIMP_t \times \max(RAlt, 0)$
(11)	$CL_t$	$= R_t \times TC$
(12)	$FO_t$	$= CV_t \times TF$
(13)	$TFR_t$	$= TFR_{t-1} + ACCTFR_t$
(14)	$IT_t$	$= IT_{t-1} + d IT$
(15)	$II_t$	$= II_{t-1} + d II$
(16)	$IF_t$	$= IF_{t-1} + d IF$
(17)	$FIT_t$	$= FIT_{t-1} + AT_t$
(18)	$FII_t$	$= FII_{t-1} + Alt$
(19)	$PL_t$	$= PL_{t-1} + d PL$
(20)	$CSt$	$= CSt_{t-1} + d CS$
(21)	$RIS_t$	$= RIS_{t-1} + RN_{t-1} - DIV_t$
(22)	$RN_t$	$= R_t - CV_t - CF_t - d RF - SPE_t - ACCTFR_t - AT_t - Alt + GAt - OF_t - IMP_t$
(23)	$OF_t$	$= TPL \times PL_{t-1} + TP \times [ (\min(SL_{t-1}, 0) + \min(SL_t, 0))/2 , 0]$
(24)	$PF_t$	$= TA \times [ (\max(SL_{t-1}, 0) + \max(SL_t, 0))/2 , 0]$
(25)	$RN_{CE}$	$= RN_{SP}$
(26)	$IMP_t$	$= FIMP_t$
(27)	$ATT_t$	$= PASSt$
(28)	$D CIRC_t$	$= (CL_t - CL_{t-1}) + (FO_t - FO_{t-1}) + (RF_t - RF_{t-1})$
(29)	$D INV_t$	$= d IT + d II + d IF$
(30)	$D SFIN_t$	$= d PL + d CS + (TFR_t - TFR_{t-1}) - DIV_t$



Il modello presentato consente di ottenere il conto economico, lo stato patrimoniale ed i flussi di cassa a preventivo per tutti gli anni per i quali vengono specificate le variabili di input. Ciascuna relazione presentata permette infatti di movimentare singole poste di bilancio o definire relazioni tra variabili economico-finanziarie in modo da ottenere un bilancio pro-forma utile alla valutazione di decisioni gestionali o di investimento.

A prescindere dalla soluzione analitica, l'utilità del modello è fortemente legata al fatto che tali relazioni possono essere trasferite su elaboratore: in tale circostanza il modello consente di testare in maniera estremamente rapida l'impatto di decisioni alternative sulla struttura economico-finanziaria aziendale per valutarne la fattibilità o la maggiore o minore efficacia comparata.

La soluzione del modello proposto si basa sulla determinazione simultanea di alcune poste contabili presenti nel conto economico e nello stato patrimoniale. Ciò appare evidente qualora si esamini la formula che permette di determinare il saldo di liquidità a preventivo sulla base dell'analogo dato osservato a consuntivo e del flusso di cassa del preventivo. Facendo riferimento alla (32) si ha infatti:

$$(32) \quad SL_t = SL_{t-1} + FC_t$$

e sostituendo sulla base della (31) si ottiene:

$$(35) \quad SL_t = SL_{t-1} + RN_t + (AT_t + AI_t + ACCTFR_t) + D\ CIRC_t + D\ INV_t + D\ SFIN_t$$

Ponendo

$$S = (AT_t + AI_t + ACCTFR_t)$$

$$K = D\ CIRC_t + D\ INV_t + D\ SFIN_t$$

e sviluppando  $RN_t$  si ottiene:

$$(36) \quad SL_t = SL_{t-1} + RO_t + PF_t + POA_t - OF_t + S + K$$

Dalla (36) risulta che il saldo di liquidità a preventivo dipende, oltre che dal livello del saldo osservato a consuntivo, dagli oneri e proventi finanziari calcolati sul saldo di liquidità a preventivo stesso: sulla base della (23) e della (24) infatti queste ultime due variabili sono calcolate sulla semisomma dei saldi di liquidità a consuntivo ed a preventivo, tenendo conto di particolari vincoli relativi ai saldi stessi.

Per ricavare il valore del saldo di liquidità e per il calcolo degli oneri e proventi finanziari occorre fare riferimento alla differenza (37):

$$(37) \quad ATTSL - PASSSL, FIMP, RN = H$$

Se il valore di  $H$  risultante dalla (37) è positivo, lo stato patrimoniale preventivo presenterà un saldo di liquidità negativo ( $SL_t < 0$ ) per cui i valori di  $SL_t$ ,  $OF_t$  e  $PF_t$

saranno ricavati sulla base dei casi 1 o 2 di seguito esposti, a seconda che il saldo di liquidità consuntivo  $SL_{t-1}$  risulti minore o maggiore di zero.

Viceversa, se il valore di  $H$  risulta negativo, i valori di  $SL_t$ ,  $OF_t$  e  $PF_t$  potranno essere ricavati dai casi 3 o 4, a seconda che si verifichi  $SL_{t-1} > 0$  o  $SL_{t-1} < 0$ .

**1° caso:  $SL_t < 0$  ;  $SL_{t-1} < 0$**

Definiamo la variabile  $D_t$  tenendo conto che per definizione  $ATT_t = PASS_t$ :

$$(38) \quad D_t = ATT_{SL} - FO_t - PL_t - TFR_t - CSt - RSt$$

$$(38.a) \quad D_t = SL_t + FIMP_t + RN_t$$

$$(38.b) \quad D_t = SL_t + IMP + RN_t$$

$$(38.c) \quad D_t = SL_t + RO_t - OF_t$$

e riscriviamo la (23):

$$(23) \quad OF_t = TPL \times PL_{t-1} + TP [(SL_t + SL_{t-1}) / 2]$$

Ponendo per semplicità  $PL_{t-1} = 0$  si ha:

$$(39) \quad OF_t = TP [(SL_t + SL_{t-1}) / 2]$$

e sostituendo nella (38.c)

$$(40) \quad D_t = SL_t + RO_t - TP [(SL_t + SL_{t-1}) / 2]$$

da cui risolvendo per SLt:

$$(41) \quad SL_t = [Dt - RO_t + TP/2 SL_{t-1}] / (1 - TP/2)$$

Il valore di OFt sarà pertanto dato dalla (42):

$$(42) \quad OF_t = TP/2 \times [(Dt - RO_t + TP/2 SL_{t-1}) / (1 - TP/2) + SL_{t-1}]$$

**2° caso:  $SL_t < 0$ ;  $SL_{t-1} > 0$**

Ponendo per semplicità  $POA_t = 0$ , otteniamo la variabile Dt:

$$(43) \quad Dt = ATTSL - FO_t - PL_t - TFR_t - CS_t - RSt$$

$$(43.a) \quad Dt = SL_t + FIMP + RN_t$$

$$(43.b) \quad Dt = SL_t + IMP_t + RN_t$$

$$(43.c) \quad Dt = SL_t + RGC_t + PF_t - OF_t$$

Sostituendo il valore di PFt e di OFt nella (43.c) si ha:

$$(44) \quad Dt = SL_t + RGSt + TA(SL_{t-1} / 2) - TP (SL_t / 2)$$

e risolvendo rispetto a SLt:

$$(45) \quad SL_t = [(Dt - RGC_t - TA (SL_{t-1} / 2)) / (1 - TA/2)] / (1 - TP/2)$$

da cui:

$$(46) \quad PF_t = TA (SL_{t-1} / 2)$$

$$(47) \quad OF_t = TP/2 [(Dt - RGC_t - TA (SL_{t-1} / 2)) / (1 - TA/2)] / (1 - TP/2)$$

**3° caso:  $SL_t > 0$ ;  $SL_{t-1} > 0$**

In tal caso la differenza  $ATTSL - PASSSL$ ,  $FIMP$ ,  $RN = H$  è negativa per cui:

$$(48) \quad SL_t = |H| + FIMP_t + RN_t$$

$$(48.a) \quad SL_t = |H| + IMP_t + RN_t$$

$$(48.b) \quad SL_t = |H| + RGC_t + PF_t$$

Nella (48) deve essere rispettato il vincolo  $RN_t > -|H|$  affinché si abbia  $SL_t > 0$ : dato che  $RN_t$  può algebricamente rappresentare un perdita di esercizio, il suo valore non deve essere inferiore a  $-|H|$  affinché valga la soluzione presentata o, equivalentemente, deve verificarsi  $(RGC_t + PF_t) > -|H|$ .

Sostituendo il valore di  $PF_t$  nella (48.b) si ottiene:

$$(49) \quad SL_t = |H| + RGC_t + TA (SL_t + SL_{t-1}) / 2$$

da cui risolvendo per  $SL_t$ :

$$(50) \quad SL_t = [|H| + RGC + TA (SL_{t-1}) / 2] / (1 - TA/2)$$

e quindi PFt:

$$(51) \quad PFt = TA/2 [ [| H | + RGC + TA(SLt-1) /2] / (1-TA/2) + SLt-1]$$

**4° caso:  $SLt > 0$ ;  $SLt-1 < 0$**

Anche in questo caso la differenza ATTSL – PASSSL, FIMP, RN = H è negativa per cui:

$$(52) \quad SLt = | H | + FIMPt + RNt$$

$$(52.a) \quad SLt = | H | + IMPt + RNt$$

$$(52.b) \quad SLt = | H | + RGCt + PFt - OFt$$

Anche in tale caso valgono le considerazioni fatte a proposito dell'intervallo di valori di RNt per cui la (48) è valida.

Sostituendo il valore di PFt e di OFt nella (52.b) si ottiene:

$$(53) \quad SLt = | H | + RGCt + TA(SLt/2) - TP (SLt-1/2)$$

e risolvendo rispetto a SLt:

$$(54) \quad SLt = [| H | + RGC - TP (SLt-1/2)] / (1-TA/2)$$

da cui, dato che  $SLt-1 < 0$ :

$$(55) \quad PFt = TA/2 [H + RGC - TP/2 | SLt-1 |)] / (1-TA/2)$$

$$(56) \quad OF_t = TP/2 |SL_{t-1}|$$

In conclusione, il modello presentato consente la ricostruzione in via analitica delle poste di bilancio mediante la soluzione delle equazioni in precedenza riportate. Per la gran parte di esse la definizione ed il calcolo risultano abbastanza agevoli in virtù del fatto che il modello è presentato in forma notevolmente semplificata. Nonostante ciò, comunque, il gruppo di equazioni che consentono la determinazione simultanea dei valori relativi al saldo di liquidità, agli oneri e proventi finanziari, alle imposte ed al risultato di esercizio presentano alcune difficoltà nella definizione, oltretutto nel calcolo.

Nella realtà i modelli di simulazione del tipo descritto vengono costruiti su elaboratore impostando "una tantum" le equazioni che costituiscono il modello. Tale prassi dà origine ad una serie di vantaggi, i più importanti dei quali sono:

1. le equazioni che definiscono le varie poste di bilancio o le relazioni esistenti tra le stesse possono essere notevolmente complicate in modo da tenere conto della maggiore complessità delle relazioni che realmente esistono nella struttura economico-finanziaria d'impresa. Un modello è una rappresentazione sintetica della struttura d'impresa e spesso accade che le complicazioni analitiche dello stesso sono necessarie affinché il modello risulti più aderente alla realtà che rappresenta;

2. una volta impostate le relazioni costituenti il modello, il calcolatore permette la soluzione dello stesso, e dunque la costruzione del bilancio preventivo, in modo molto più preciso e rapido di quanto possa essere fatto manualmente;

3. La costruzione del modello su calcolatore consente di effettuare esercizi di simulazione semplicemente variando gli input del modello: in tal modo l'utente si libera della fase di calcolo del modello, potendo dedicare maggiore attenzione all'individuazione e quantificazione delle alternative gestionali e strategiche.



## CAPITOLO 3

### IL CASO MAGAZZINI GABRIELLI SPA

#### 3.1 Cenni storici<sup>48</sup>

Fondato nella seconda metà dell'800, il Gruppo Gabrielli ha subito un'importante evoluzione a partire dagli anni '50 del secolo scorso, grazie allo spirito imprenditoriale di Pietro Gabrielli e della moglie Celsira, i quali ristrutturarono lo storico emporio situato a Piazza Roma ad Ascoli Piceno, facendolo diventare un grande magazzino a prezzi fissi.

La nuova formula, che comprendeva anche l'abbigliamento, ebbe successo e nacquero così le prime filiali di Fermo, San Benedetto del Tronto, Lanciano, Jesi e Civitanova Marche dove, nel 1964, fu introdotto per la prima volta il reparto alimentare.

Negli anni Settanta, i figli Michele, Luciano e Giancarlo scelsero il settore alimentare come core business della Magazzini Gabrielli S.p.A., ma è il 1978 a rappresentare l'anno di svolta perché segna la nascita del primo supermercato

---

<sup>48</sup> <https://www.gabriellispa.it/it/gruppo/storia>

Tigre, un format che si svilupperà diventando un modello per la spesa di prossimità, caratterizzata dalla freschezza tutti i giorni.

Dopo i primi anni di consolidamento nelle Marche, la struttura inizia la sua costante espansione, tanto da assumere una configurazione interregionale con punti di vendita in Abruzzo e, successivamente, anche in Umbria, Molise e Lazio.

L'azienda opera, dunque, su regioni caratterizzate da una cultura abbastanza simile, ma con evidenti diversificazioni territoriali.

Nel 2000, viene inaugurato il primo superstore ad insegna Oasi.

Il 2009 porta ad una riorganizzazione strutturale interna, caratterizzata da una nuova governance, in cui entra la quarta generazione della famiglia: Barbara, Laura e Luca Gabrielli alla vicepresidenza con deleghe specifiche.

In questo senso, il Gruppo ha scelto comunque di mantenere la propria tradizione ampliando il proprio orizzonte manageriale.

### **3.2 Il profilo societario<sup>49</sup>**

Risalente a più di 120 anni fa, il Gruppo Gabrielli è, dunque, un'azienda familiare con sede legale ad Ascoli Piceno che oggi opera in cinque regioni del Centro Italia, Marche, Abruzzo, Umbria, Lazio e Molise. Alla quarta generazione

---

<sup>49</sup> <https://www.gabriellisp.it>

delle redini aziendali, rappresenta una solida realtà della Grande Distribuzione Organizzata, interprete del territorio e delle sue specificità.

Ad oggi l'azienda conta 240 punti vendita, 4.120 collaboratori e 800mila clienti, numeri che permettono di considerare il Gruppo come “Un mondo sempre in movimento”, protagonista nel settore alimentare, perseguendo da sempre il suo obiettivo di sviluppo e conquistando la fiducia dei consumatori per la qualità dei servizi offerti e la freschezza dei prodotti.

I numerosi progetti culturali, ambientali e territoriali, infatti, hanno permesso alla società di rafforzare ampiamente il rapporto con il territorio locale e di raggiungere degli ottimi risultati con evidenti riscontri positivi da parte del mercato.

Nello specifico, la struttura retail del Gruppo Gabrielli si articola in tre format distributivi che si differenziano in base al luogo e alla struttura funzionale: Oasi per i super store, Tigre per i supermercati e Tigre Amico per i negozi di quartiere.

Il canale ipermercati ad insegna Oasi è attualmente composto da 26 punti vendita, con una superficie compresa tra i 2200 ed i 3500 mq. Si collocano spesso all'interno di un centro commerciale ed offrono un vasto assortimento, caratterizzato da alimentari, igiene casa e persona, abbigliamento uomo, donna e bambino, bazar leggero e pesante. L'obiettivo di Oasi è di fornire un ricco assortimento di prodotti, garantendo elevata qualità e forte convenienza, in un ambiente funzionale, confortevole e facilmente accessibile. Tra essi, 13 punti vendita sono *Oasi Family*, un format sempre più utilizzato negli ultimi anni che

vede una politica di una maggiore convenienza per la clientela in termini di prezzi, soprattutto privilegiando multipack e prodotti di grande grammatura.

I supermercati Tigre, punti vendita con una superficie compresa tra i 650 e i 1200 mq, sono il luogo ideale per la spesa quotidiana dei clienti che privilegiano prodotti freschi, attingendo alla vasta gamma di prodotti alimentari. Di questi solo 27 sono punti vendita diretti, di proprietà dell'azienda.

A questi si aggiungono quasi 200 punti vendita affiliati con la logica distributiva caratterizzata da multicanalità, che coinvolge sia l'insegna Tigre (circa 80 punti di vendita), sia Tigre Amico, esaltazione della semplicità di offerta, essenzialità del layout e chiarezza nei prezzi.

Tutte le insegne sono accomunate dalla condivisione dei medesimi obiettivi al fine di ottenere una lettura comune della strategia aziendale, che si fonda sulla seguente mission: "Soddisfiamo i bisogni quotidiani delle persone e delle loro famiglie, offrendo un'esperienza di acquisto unica e soluzioni differenziate e mirate. Siamo un'azienda familiare della grande distribuzione, interprete del territorio e delle sue specificità, che garantisce ad ogni cliente professionalità, qualità e freschezza" e vision: "Vogliamo essere il gruppo distributivo più vicino ai bi-sogni delle persone".

L'azienda, attraverso il consorzio SUN (Supermercati Uniti Nazionali), gruppo di acquisto attivo nel Nord e nel Centro Italia, da quest'anno inglobata nel gruppo

SELEX, fa parte della centrale d'acquisto dei distributori indipendenti italiani ESD Italia. Attualmente la compagine sociale di ESD ITALIA è composta da: Acqua e Sapone, Agorà Network, Aspiag Service, Selex Gruppo Commerciale.

Forte dell'esperienza di importanti insegne che, attraverso una rete di vendita molto ben strutturata, garantisce una capillare copertura del territorio, il Gruppo SUN ha acquisito nel corso degli anni una crescente quota del mercato nazionale. La presenza in SUN, e quindi oggi in Selex, si concretizza anche nella reperibilità in tutti i punti vendita del Gruppo Gabrielli e di tutti i soci della Private Label "Consilia", di proprietà del Consorzio.

"Ulteriore testimonianza degli sforzi e della capacità di conciliare le strategie aziendali con la responsabilità sociale", è il prestigioso riconoscimento ottenuto nel 2021, come nel 2020, come una tra le aziende vincitrici delle ultime edizioni del "Best Managed Companies" Award, iniziativa promossa da Deloitte Private per supportare e premiare le eccellenze italiane d'impresa, valutando strategia, competenze e innovazione, impegno e cultura aziendale, governance e performance, internazionalizzazione e sostenibilità.

Nel 2020, il Gruppo Gabrielli ha registrato un fatturato di 777 milioni di euro con un incremento pari all' 8,65% rispetto all'anno precedente e un utile netto di 24 milioni, che rappresenta circa quasi il 25% in più rispetto al 2019.

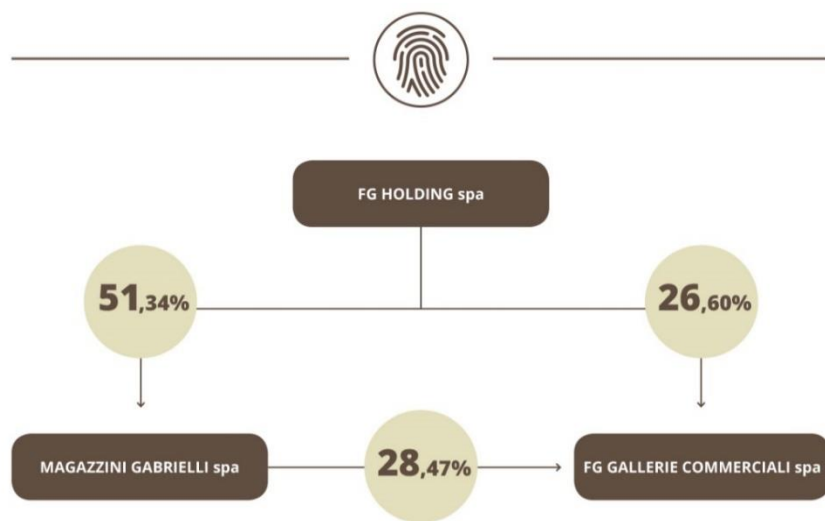
Tra i suoi maggiori punti di forza, una forte attenzione va al segmento immobiliare, con grande esperienza nella costruzione, acquisizione e gestione degli immobili in un'ottica di lungo periodo. Vocazione che ha portato il Gruppo ad attuare un ambizioso programma di investimenti che gli ha consentito di raggiungere una capillare presenza nel Centro-Sud Italia, continuando ancora oggi nella ricerca di aree edificabili e di immobili già esistenti, per la realizzazione di nuovi supermercati, super store, gallerie commerciali e centri logistici nelle zone di presidio. Non a caso, tra il 2020 e 2021 l'azienda ha ultimato le aperture di 5 nuovi punti vendita diretti (3 Oasi e 2 Tigre), insieme alla grande "conquista" di fine 2019: un nuovo polo logistico di circa 74.000 mq complessivi, tra Cedi, parcheggi scoperti illuminati a led e area di manovra e verde. Dunque, grandi passi parte di un progetto di crescita e sviluppo che non è stato certamente fermato dalla pandemia che ha colpito il nostro paese e tutto il mondo in quest'ultimo periodo.

Dal punto di vista della struttura aziendale, dal 2006 si sviluppa una nuova "architettura societaria" (figura 3.1), per salvaguardare la compattezza della proprietà nel lungo periodo. Di fatti, oggi il Gruppo Gabrielli è così composto:

- Capogruppo **F.G. Holding spa**, impegnata in attività di coordinamento e controllo delle società operative.

- **Magazzini Gabrielli spa**, che si occupa di commercio al dettaglio e all'ingrosso, oltre ad erogare servizi tecnico amministrativi a tutte le società del gruppo;
- **F.G. Gallerie Commerciali spa**, operativa nella gestione delle gallerie commerciali.

Figura 3.1: **Organigramma societario**



Fonte: sito aziendale <https://www.gabriellispa.it/it/gruppo/struttura-organizzativa.html>

### **3.3 Pianificazione finanziaria in Magazzini Gabrielli Spa**

#### ***3.3.1 Premessa***

La gestione finanziaria non ha storicamente rappresentato una criticità per il Gruppo Gabrielli ma esclusivamente un punto di attenzione in termini di opportunità di investimento da cogliere repentinamente.

La Magazzini Gabrielli ha finanziato il circolante prevalentemente con i debiti di fornitura (come è consuetudine nel settore), mentre gli investimenti sono stati finanziati prevalentemente con capitale proprio. L'utilizzo limitato e prudente della leva finanziaria, se può aver limitato in passato le possibilità di incremento dei risultati operativi, si rivela, nell'attuale contesto, un prezioso punto di forza.

Partendo dall'inizio, si può dire che, nonostante questa accorta gestione, la congiuntura economica, associata ad una saturazione di presidi sul territorio, ha determinato: la contrazione dei fatturati (a rete costante), la riduzione della marginalità e l'incremento delle posizioni creditorie incagliate derivanti dall'attività di vendita all'ingrosso. Tutti fattori che hanno impattato negativamente sulla capacità di produrre cassa. La situazione poi è ulteriormente stata complicata alla fine del 2012 dall'entrata in vigore del decreto sulle liberalizzazioni, che all'articolo 62 impone tempi di pagamento fissi per i prodotti alimentari. Sebbene la Magazzini Gabrielli abbia sempre mantenuto tempi di pagamento inferiori alla



media del settore, tale normativa ha impattato profondamente sulla posizione finanziaria.

Di qui nasce l'esigenza di qualche anno fa di governare anche le dinamiche finanziarie, di dotarsi perciò di strumenti che siano capaci di prevedere i flussi in entrata ed in uscita coerentemente con i budget economici e con le politiche di investimento.

Se questa è stata l'esigenza di qualche tempo addietro, il progetto è rimasto si può dire in una "fase embrionale" in quanto per l'azienda la gestione finanziaria, ad oggi, resta un aspetto non proprio centrale, rispetto invece a quella che può essere una programmazione e pianificazione economica. Questo perché gode di un importante cash flow, generato da un'ottima gestione economica dettata da incassi in contanti e pagamenti a termine, tipica delle aziende della GDO.

L'azienda, sulla base di un progetto sviluppato qualche anno fa, oggi presenta un budget finanziario annuale, ovvero il cash flow elaborato su base mensile, e di un piano di sostenibilità degli investimenti triennale, ma effettivamente non dispone di un vero e proprio piano finanziario a medio-lungo termine. È proprio per questo, che è stato mio interesse, insieme a quello dell'azienda, sviluppare un modello di analisi per analizzare i flussi di cassa in entrata e in uscita e testare qualche alternativa di gestione della finanza aziendale, per poter poi verificare la coerenza

di quanto previsto da quello che effettivamente accade nella realtà, analizzando i possibili scostamenti.

### ***3.3.2 Analisi della situazione economica, finanziaria e patrimoniale***

Prima di addentrarci nella stesura del piano pluriennale e delle sue componenti è necessario esaminare lo stato attuale dell'azienda, dal punto di vista economico, patrimoniale e finanziario, attraverso l'utilizzo del documento principale per analizzare lo "stato di salute", vale a dire il bilancio di esercizio. Di seguito gli schemi di Stato patrimoniale (figura 3.2 e 3.3) e Conto economico (figura 3.4) che lo compongono degli ultimi cinque anni, dal 2016 al 2020.

Figura 3.2: Prospetto di Stato Patrimoniale attivo

STATO PATRIMONIALE ATTIVO					
	31/12/2020	31/12/2019	31/12/2018	31/12/2017	31/12/2016
<b>A. CREDITI VERSO SOCI</b>	0	0	0	0	0
Quota di capitale richiamata	0	0	0	0	0
<b>B. TOTALE IMMOBILIZZAZIONI sep.ind. Di quelle conc. In loc. Finanz.</b>	<b>340.335.539</b>	<b>217.436.507</b>	<b>192.737.111</b>	<b>178.731.067</b>	<b>175.661.985</b>
<b>B.I. TOTALE IMMOB. IMMATERIALI</b>	<b>7.533.483</b>	<b>9.140.721</b>	<b>9.915.684</b>	<b>10.246.574</b>	<b>10.142.980</b>
B.I.1. Costi impianto e ampl.	0	0	0	119	356
B.I.2. Costi ricerca e pubb.	0	13.135	26.269	39.404	52.538
B.I.3. Diritti brevetto ind.	3.741.867	3.594.441	3.148.052	2.460.803	1.822.490
B.I.4. Concessioni, licenze	331.329	400.306	493.495	168.062	94.743
B.I.5. Avviamento/Differenza di consolidamento	1.263.193	2.065.092	2.649.521	3.422.839	4.114.296
di cui: Avviamento	1.263.193	2.065.092	2.649.521	3.422.839	4.114.296
B.I.6. Imm. in corso	28.969	57.474	37.100	317.763	52.954
B.I.7. Altre immobiliz. Immateriali	2.168.125	3.010.273	3.561.247	3.837.584	4.005.603
Fondo amm.to Immob. Immateriali	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
<b>B.II. TOTALE IMMOB. MATERIALI</b>	<b>326.208.339</b>	<b>202.442.560</b>	<b>177.460.229</b>	<b>163.140.197</b>	<b>159.726.372</b>
di cui: Beni materiali concessi in locazione finanziaria	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
B.II.1. Terreni e fabbricati	264.419.933	142.079.199	123.397.855	111.714.903	110.267.621
B.II.2. Impianti	39.775.955	38.121.371	32.702.912	34.420.627	33.298.680
B.II.3. Attrez. industriali	12.874.003	12.926.870	12.899.776	12.702.218	12.920.824
B.II.4. Altri beni	5.690.470	5.365.940	4.304.878	2.661.249	2.011.320
B.II.5. Imm. in corso/acconti	3.447.978	3.949.180	4.154.808	1.641.200	1.227.927
Fondo amm.to Immob. Materiali	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
<b>B.III. TOTALE IMMOB. FINANZIARIE</b>	<b>6.593.717</b>	<b>5.853.226</b>	<b>5.361.198</b>	<b>5.344.296</b>	<b>5.792.633</b>
di cui: esigibili entro l'esercizio successivo	150.000	150.000	150.000	250.000	350.000
B.III.1. TOT Partecipazioni	2.994.391	2.775.364	2.775.364	2.775.364	2.805.364
B.III.1.a. Imprese controllate	0	0	0	0	30.000
B.III.1.b. Imprese collegate	2.165.792	2.165.792	2.165.792	2.165.792	2.165.792
B.III.1.c. Imprese controllanti	0	0	0	0	0
B.III.1.d. In imprese sottoposte al controllo delle controllanti	0	0	0	0	0
B.III.1.d.bis. Altre imprese	828.599	609.572	609.572	609.572	609.572
B.III.2. TOT CREDITI Imm. Fin.	3.599.326	3.077.862	2.585.834	2.568.932	2.944.178
B.III.2.a. Cred. vs Controllate entro	0	0	0	0	0
B.III.2.a. Cred. vs Controllate oltre	0	0	0	0	0
B.III.2.b. Cred. vs Collegate entro	0	0	0	0	0
B.III.2.b. Cred. vs Collegate oltre	70.000	0	0	0	0
B.III.2.c. Cred. vs Controllanti entro	0	0	0	0	0
B.III.2.c. Cred. vs Controllanti oltre	0	0	0	0	0
B.III.2.d. Cred. vs imprese sottoposte al controllo delle controllanti entro	0	0	0	0	0
B.III.2.d. Cred. vs imprese sottoposte al controllo delle controllanti oltre	0	0	0	0	0
B.III.2.d.bis. Cred. vs Altri entro	150.000	150.000	150.000	250.000	350.000
B.III.2.d.bis Cred. vs Altri oltre	3.379.326	2.927.862	2.435.834	2.318.932	2.594.178
B.III. CREDITI FIN. A BREVE	150.000	150.000	150.000	250.000	350.000
B.III. CREDITI FIN. A OLTRE	3.449.326	2.927.862	2.435.834	2.318.932	2.594.178
B.III.3. Altri titoli	0	0	0	0	43.091
B.III.3.bis. Azioni proprie	0	0	0	0	0
B.III.4. Strumenti finanziari derivati attivi	0	0	0	0	0
Azioni proprie DI CUI: Val nominale	0	0	0	0	0

<b>C. ATTIVO CIRCOLANTE</b>	131.762.176	118.647.978	109.971.089	110.914.644	100.110.461
<b>C.I. TOTALE RIMANENZE</b>	44.492.314	43.010.262	40.511.035	42.775.316	43.962.264
C.I.1. Materie prime	0	0	0	0	0
C.I.2. Prodotti semilav./in corso	0	0	0	0	0
C.I.3. Lavori in corso	0	0	0	0	0
C.I.4. Prodotti finiti	44.492.314	43.010.262	40.511.035	42.775.316	43.962.264
C.I.5. Acconti	0	0	0	0	0
Immobilizzazioni materiali destinate alla vendita	0	0	0	0	0
<b>C.II. TOTALE CREDITI</b>	39.577.997	36.895.807	35.042.593	33.812.118	30.378.246
C.II.1. Cred. vs Clienti entro	32.236.072	32.720.032	29.749.127	28.481.849	25.073.755
C.II.1.1. Cred. vs Clienti oltre	0	0	0	0	0
C.II.2. Cred. vs Controllate entro	0	0	0	746.640	752.029
C.II.2.1. Cred. vs Controllate oltre	0	0	0	0	0
C.II.3. Cred. vs Collegate entro	304.991	283.903	661.885	402.052	488.951
C.II.3.1. Cred. vs Collegate oltre	0	0	0	0	0
C.II.4. Cred. vs Controllanti entro	20.436	15.318	18.300	15.016	15.012
C.II.4.1. Cred. vs Controllanti oltre	0	0	0	0	0
C.II.5. Cred. vs imprese sottoposte al controllo delle controllanti entro	0	0	0	0	0
C.II.5.1. Cred. vs imprese sottoposte al controllo delle controllanti oltre	0	0	0	0	0
C.II.5.bis. Cred. tributari entro	0	0	709.340	390.609	183
C.II.5.bis.1. Cred. tributari oltre	368.610	194.249	194.249	1.462.032	2.393.999
C.II.5.ter. Cred. per imposte anticipate entro	2.868.743	2.510.035	2.028.152	1.436.834	786.964
C.II.5.ter.1. Cred. per imposte anticipate oltre	0	0	0	0	0
C.II.5.quer. Cred. verso altri entro	3.046.982	1.172.270	1.681.540	877.086	867.353
C.II.5.quer.1. Cred. verso altri oltre	732.163	0	0	0	0
<b>C.II. Crediti a breve</b>	38.477.224	36.701.558	34.848.344	32.350.086	27.984.247
Crediti per imposte anticipate	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
<b>C.II. Crediti a oltre</b>	1.100.773	194.249	194.249	1.462.032	2.393.999
<b>C.III. TOTALE ATTIVITA' FINANZIARIE</b>	0	0	0	0	0
C.III.1. Partec.ni in Controllate	0	0	0	0	0
C.III.2. Partec.ni in Collegate	0	0	0	0	0
C.III.3. Partec.ni in Controllanti	0	0	0	0	0
C.III.3.bis. Partec.ni in imprese sottoposte al controllo delle controllanti	0	0	0	0	0
C.III.4. Altre Partec.ni	0	0	0	0	0
C.III.4.bis. Azioni proprie	0	0	0	0	0
Azioni proprie DI CUI: Val nominale	0	0	0	0	0
C.III.5. Strumenti finanziari derivati attivi	0	0	0	0	0
C.III.6. Altri titoli	0	0	0	0	0
C.III.7. Attività finanziarie per la gestione accentrata della tesoreria	-	-	-	-	-
<b>C.IV. TOT. DISPON. LIQUIDE</b>	47.691.865	38.741.909	34.417.461	34.327.210	25.769.951
C.IV.1. Depositi bancari	45.840.591	36.561.568	33.331.351	31.881.937	23.733.111
C.IV.2. Assegni	0	0	0	0	0
C.IV.3. Denaro in cassa	1.851.274	2.180.341	1.086.110	2.445.273	2.036.840
<b>D. RATEI E RISCONTI</b>	1.399.388	900.129	860.270	970.894	1.149.801
Disaggio su prestiti	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
<b>TOTALE ATTIVO</b>	<b>473.497.103</b>	<b>336.984.614</b>	<b>303.568.470</b>	<b>290.616.605</b>	<b>276.922.247</b>

Figura 3.3: Prospetto di Stato Patrimoniale passivo

STATO PATRIMONIALE PASSIVO					
	31/12/2020	31/12/2019	31/12/2018	31/12/2017	31/12/2016
<b>A. TOTALE PATRIMONIO NETTO</b>	289.242.486	152.881.441	139.626.400	129.808.261	119.744.242
A.I. Capitale sociale	320.782	320.782	320.782	320.782	320.782
di cui: Versamenti soci in c/capitale	0	0	0	0	n.d.
di cui: Versamenti in c/futuro aumento di capitale	0	0	0	0	n.d.
di cui: Versamenti in c/capitale	0	0	0	0	n.d.
di cui: Versamenti a copertura perdite	0	0	0	0	n.d.
A.II. Riserva da sovrapprezzo	0	0	0	0	0
A.III. Riserva di rivalutazione	136.698.051	16.870.794	16.870.794	16.870.794	16.870.794
A.IV. Riserva legale	321.192	321.192	321.192	321.192	321.192
A.V. Riserva statutaria	0	0	0	0	0
Riserva azioni proprie	0	0	0	0	0
A.VI. Altre riserve	127.620.700	115.896.931	106.078.793	96.014.774	86.646.811
Riserva da cons. del Gruppo	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
A.VII. Riserva per operazioni di copertura dei flussi finanziari attesi	-62.369	-22.904	0	0	0
A.VIII. Utile/perdita a nuovo	0	0	0	0	0
A.IX. Utile/perdita di esercizio	24.344.130	19.494.646	16.034.839	16.280.719	15.584.663
Acconto dividendi	0	0	0	0	n.d.
Copertura parziale perdita di esercizio	0	0	0	0	n.d.
A.X. Riserva negativa per azioni proprie in portafoglio (+/-)	0	0	0	0	0
<b>TOTALE PATRIMONIO DEL GRUPPO</b>	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Capitale e riserve di pertinenza di TERZI	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
di cui: per imposte differite	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Utile/perdita di es. di pertinenza di TERZI	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
<b>TOTALE PATRIMONIO DI TERZI</b>	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
<b>B. TOTALE FONDI RISCHI</b>	4.062.553	5.373.864	5.223.986	3.702.511	3.165.584
B.1. Fondo di Quiescenza	0	0	0	0	0
B.2. Fondo Imposte anche differite	1.691.923	1.740.903	1.789.881	1.838.858	1.887.836
B.3. Strumenti finanziari derivati passivi	82.065	30.137	0	0	0
B.4. Altri Fondi	2.288.565	3.602.824	3.434.105	1.863.653	1.277.748
di cui : fondo di consolidamento	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
<b>C. TRATTAMENTO DI FINE RAPPORTO</b>	6.125.644	6.573.810	6.691.476	7.480.577	7.979.577
<b>D. TOTALE DEBITI</b>	172.936.927	171.284.995	151.147.606	149.246.449	145.765.972
D.1. Obblig.ni entro	0	0	12.240.000	12.540.000	0
D.1. Obblig.ni oltre	7.000.000	7.000.000	0	0	12.540.000
D.2. Obblig.ni convert. entro	0	0	0	0	0
D.2. Obblig.ni convert. oltre.	0	0	0	0	0
D.3. Soci per Finanziamenti entro	0	0	0	0	0
D.3. Soci per Finanziamenti oltre	0	0	0	2.350.000	1.400.000
D.4. Banche entro l'esercizio	10.045.425	15.302.994	5.118.176	3.430.058	3.947.184
D.4. Banche oltre l'esercizio	14.722.447	17.768.533	15.765.827	8.715.249	9.683.846
D.5. Altri finanziatori entro	0	0	0	0	0
D.5. Altri finanziatori oltre	0	0	0	0	0
D.6. Acconti entro	0	0	0	0	0
D.6. Acconti oltre	0	0	0	0	0
D.7. Fornitori entro	117.255.488	113.162.823	100.142.926	103.598.688	99.720.243
D.7. Fornitori oltre	0	0	0	0	0
D.8. Titoli di credito entro	0	0	0	0	0
D.8. Titoli di credito oltre	0	0	0	0	0
D.9. Imprese Controllate entro	0	0	0	0	0
D.9. Imprese Controllate oltre	0	0	0	0	0
D.10. Imprese Collegate entro	241.318	232.880	318.846	289.667	244.403
D.10. Imprese Collegate oltre	0	0	0	0	0
D.11. Controllanti entro	23.540	15.000	15.000	51.148	28.888
D.11. Controllanti oltre	0	0	0	0	0
D.11.bis. Debiti VS imprese sottoposte al controllo delle controllanti entro	0	0	0	0	0
D.11.bis. Debiti VS imprese sottoposte al controllo delle controllanti oltre	0	0	0	0	0
D.12. Debiti Tributarî entro	10.911.815	7.522.013	6.877.142	8.095.224	8.583.663
D.12. Debiti Tributarî oltre	2.527.622	0	0	0	73
D.13. Istituti previdenza entro	3.449.373	3.838.863	3.768.363	3.746.756	3.607.839
D.13. Istituti previdenza oltre	2.901	747	767	880	940

D.14. Altri Debiti entro	5.371.705	5.216.833	5.715.150	5.281.537	4.841.293
D.14. Altri Debiti oltre	1.385.293	1.224.309	1.185.409	1.147.242	1.167.600
<i>Total debiti entro l'esercizio</i>	147.298.664	145.291.406	134.195.603	137.033.078	120.973.513
<i>Total debiti oltre l'esercizio</i>	25.638.263	25.993.589	16.952.003	12.213.371	24.792.459
<b>E. RATEI E RISCONTI</b>	1.129.493	870.504	879.002	378.807	266.872
Aggio sui prestiti	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
<b>TOTALE PASSIVO</b>	<b>473.497.103</b>	<b>336.984.614</b>	<b>303.568.470</b>	<b>290.616.605</b>	<b>276.922.247</b>
<b>TOTALE CONTI D'ORDINE</b>	0	0	0	0	0
Garanzie prestate	0	0	0	0	0

Figura 3.4: Prospetto di Conto Economico

CONTO ECONOMICO					
	31/12/2020	31/12/2019	31/12/2018	31/12/2017	31/12/2016
<b>A. TOT. VAL. DELLA PRODUZIONE</b>	797.252.408	735.514.463	703.522.663	687.172.655	655.170.661
A.1. Ricavi vendite e prestazioni	777.121.667	715.228.584	684.678.489	631.041.919	599.804.174
A.2. Var. rimanenze prodotti	0	0	0	0	0
A.3. Variazione lavori	0	0	0	0	0
A.2. + A.3. Totale Variazioni	0	0	0	0	0
A.4. Incrementi di immob.	0	0	0	0	0
A.5. Altri ricavi	20.130.741	20.285.879	18.844.174	56.130.736	55.366.487
Contributi in conto esercizio	0	0	0	0	0
<b>B. COSTI DELLA PRODUZIONE</b>	763.716.613	707.369.114	679.973.508	662.842.453	631.133.672
B.6. Materie prime e consumo	580.903.736	534.379.049	507.437.457	494.561.767	472.459.274
B.7. Servizi	63.099.292	57.977.211	54.422.291	54.652.271	53.085.744
B.8. Godimento beni di terzi	13.973.282	13.867.133	13.534.335	14.463.532	13.022.867
B.9. Totale costi del personale	73.783.954	71.631.732	70.723.377	69.234.801	67.197.409
B.9.a. Salari e stipendi	57.189.887	54.327.174	53.798.461	52.450.216	50.622.675
B.9.b. Oneri sociali	13.067.994	13.974.793	13.576.186	13.355.792	13.195.541
B.9.c. Tratt. fine rapporto	3.016.910	2.247.842	2.379.213	2.406.800	2.367.233
B.9.d. Tratt. di quiescenza	0	624.520	584.609	564.525	545.343
B.9.e. Altri costi	509.163	457.403	384.908	457.468	466.617
B.9.f. TFR + quiescenza + altri costi	3.526.073	3.329.765	3.348.730	3.428.793	3.379.193
B.10. TOT Ammortamenti e svalut.	26.882.825	25.531.574	24.860.603	24.102.252	22.389.613
B.10.a. Amm. Immob. Immat.	4.042.681	4.097.165	4.007.266	3.525.803	3.159.994
B.10.b. Amm. Immob. Mat.	22.000.181	20.916.433	19.898.469	19.458.667	18.463.658
B.10.c. Altre svalut. Immob.	0	0	0	0	0
B.10.a+b+c. Amm. e svalut. delle immob.	26.042.862	25.013.598	23.905.735	22.984.470	21.623.652
B.10.d. Svalut. crediti	839.963	517.976	954.868	1.117.782	765.961
B.11. Variazione materie	-1.482.052	-2.499.228	2.264.282	1.186.947	-1.253.718
B.12. Accantonamenti per rischi	762.355	2.300.092	2.199.205	941.031	211.700
B.13. Altri accantonamenti	0	0	0	0	0
B.14. Oneri diversi di gestione	5.793.221	4.181.551	4.531.958	3.699.852	4.020.783
<b>RISULTATO OPERATIVO</b>	<b>33.535.795</b>	<b>28.145.349</b>	<b>23.549.155</b>	<b>24.330.202</b>	<b>24.036.989</b>
<b>Valore Aggiunto</b>	<b>134.964.929</b>	<b>127.608.747</b>	<b>121.332.340</b>	<b>118.608.286</b>	<b>113.835.711</b>

<b>C. TOTALE PROVENTI E ONERI FINANZIARI</b>	<b>3.014</b>	<b>1.654</b>	<b>-167.374</b>	<b>-141.530</b>	<b>-350.559</b>
C.15. Tot. proventi da partecip.	362.695	362.695	362.695	390.882	261.347
di cui: verso contr.anti, collegate, contr.te e sottoposte ctrl controllanti	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
di cui: da imprese controllanti	0	0	0	0	0
di cui: da imprese sottoposte al controllo delle controllanti	0	0	0	0	0
C.16. TOT Altri Proventi	4.870	18.640	181.007	149.258	102.968
C.16.a. Da Crediti	0	0	0	0	0
di cui: verso contr.anti, collegate, contr.te e sottoposte ctrl controllanti	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
di cui: da imprese sottoposte al controllo delle controllanti	0	0	0	0	0
C.16.b. Da titoli iscr. imm.	0	0	0	11	424
C.16.c. Da titoli iscr. att.circol.	0	0	0	0	0
C.16.b+c. Proventi da Titoli	0	0	0	11	424
C.16.d. Proventi fin. Diversi	4.870	18.640	181.007	149.247	102.544
di cui: verso contr.anti, collegate, contr.te e sottoposte ctrl controllanti	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
di cui: da imprese sottoposte al controllo delle controllanti	0	0	0	0	0
C.17. Totale Oneri finanziari	361.846	379.788	706.479	689.077	715.140
di cui: verso contr.anti, collegate, contr.te e sottoposte ctrl controllanti	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
di cui: da imprese sottoposte al controllo delle controllanti	0	0	0	0	0
C.17.bis Utili e perdite su cambi	-2.705	107	-4.597	7.407	266
<b>D. TOTALE RETTIFICHE ATT. FINANZ.</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-1.609</b>	<b>-25.654</b>
D.18. TOT Rivalutazioni	0	0	0	0	0
D.18.a. Rivalut. di partec.	0	0	0	0	0
D.18.b. Rivalut. di altre imm. fin.	0	0	0	0	0
D.18.c. Rivalut. di titoli	0	0	0	0	0
D.18.d. Rivalut. di strumenti finanziari derivati	0	0	0	0	0
Rivalut. di attività finanziarie per la gestione accentrata della tesoreria	0	0	0	0	0
D.19. TOT Svalutazioni	0	0	0	1.609	25.654
D.19.a. Svalut. di partec.	0	0	0	1.609	25.654
D.19.b. Svalut. di altre imm. fin.	0	0	0	0	0
D.19.c. Svalut. di titoli	0	0	0	0	0
D.19.d. Svalut. di strumenti finanziari derivati	0	0	0	0	0
Svalut. di attività finanziarie per la gestione accentrata della tesoreria	0	0	0	0	0
<b>E. TOTALE PROVENTI/ONERI STRAORDINARI</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
Proventi Straordinari	0	0	0	0	0
di cui plusvalenze	0	0	0	0	0
Oneri Straordinari	0	0	0	0	0
di cui minusvalenze	0	0	0	0	0
di cui imposte esercizio precedente	0	0	0	0	0
<b>RISULTATO PRIMA DELLE IMPOSTE</b>	<b>33.538.809</b>	<b>28.147.003</b>	<b>23.381.781</b>	<b>24.187.063</b>	<b>23.660.776</b>
<b>20. TOTALE IMPOSTE SUL REDDITO correnti, differite e anticipate</b>	<b>9.194.679</b>	<b>8.652.357</b>	<b>7.346.942</b>	<b>7.906.344</b>	<b>8.076.113</b>
Imposte correnti	9.577.847	8.559.177	7.914.687	8.589.243	8.183.854
Imposte relative a esercizi precedenti	12.057	616.808	72.550	15.949	212.557
Imposte differite e anticipate	-395.225	-523.628	-640.295	-698.848	-320.298
Imposte differite (+/-)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Imposte anticipate (+/-)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Prov. (oneri) da adesione al regime di trasparenza fiscale	0	0	0	0	n.d.
<b>21. UTILE/PERDITA DI ESERCIZIO</b>	<b>24.344.130</b>	<b>19.494.646</b>	<b>16.034.839</b>	<b>16.280.719</b>	<b>15.584.663</b>
UTILE/PERDITA DI ESERCIZIO di pert. di TERZI	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
UTILE/PERDITA DI ESERCIZIO di pert. del GRUPPO	24.344.130	19.494.646	16.034.839	16.280.719	15.584.663
Dipendenti	1.671	1.722	1.734	1.785	1.843

Dagli schemi di bilancio, però, non sempre è chiaramente visibile la situazione dell'azienda. Occorre, pertanto, procedere alla riclassificazione degli stessi e utilizzare alcuni strumenti che permettano un'analisi più attenta e dettagliata per

poi poter formulare correttamente le ipotesi, che rappresenterà il primo passo per la creazione del piano finanziario. Nello specifico, il Conto economico è stato riclassificato secondo il criterio “a costo del venduto” (Figura 3.5), mentre lo Stato patrimoniale esponendo gli impieghi e le fonti rispettivamente in ordine di liquidità ed esigibilità decrescente (Figura 3.6).

Figura 3.5: Prospetto di Conto Economico riclassificato a Costo del Venduto

CONTO ECONOMICO RICLASSIFICATO					
	31/12/2020	31/12/2019	31/12/2018	31/12/2017	31/12/2016
RICAVI NETTI	777.121.667	715.228.584	684.678.489	631.041.919	599.804.174
RIMANENZE INIZIALI	43.010.262	40.511.034	42.775.317	43.962.263	-1.253.718
COSTI VARIABILI	580.903.736	534.379.049	507.437.457	494.561.767	472.459.274
SPESE GENERALI	63.099.292	57.977.211	54.422.291	54.652.271	53.085.744
GODIMENTO BENI DI TERZI	13.973.282	13.867.133	13.534.335	14.463.532	13.022.867
SPESE DI PERSONALE	73.783.954	71.631.732	70.723.377	69.234.801	67.197.409
STIPENDI E CONTRIBUTI	70.257.881	68.301.967	67.374.647	65.806.008	63.818.216
ACCANTONAMENTO TFR	3.526.073	3.329.765	3.348.730	3.428.793	3.379.193
RIMANENZE FINALI	44.492.314	43.010.262	40.511.035	42.775.316	0
<b>MARGINE OPERATIVO LORDO</b>	<b>46.843.455</b>	<b>39.872.687</b>	<b>36.296.747</b>	<b>-3.057.399</b>	<b>-4.707.402</b>
AMMORTAMENTO IMMOBILIZZAZIONI TECNICHE	22.000.181	20.916.433	19.898.469	19.458.667	18.463.658
AMMORTAMENTO ATTIVITA' IMMATERIALI	4.882.644	4.615.141	4.962.134	4.643.585	3.925.955
<b>COSTO DEL VENDUTO</b>	<b>757.161.037</b>	<b>700.887.471</b>	<b>673.242.345</b>	<b>658.201.570</b>	<b>626.901.189</b>
<b>RISULTATO DELLA GESTIONE CARATTERISTICA</b>	<b>19.960.630</b>	<b>14.341.113</b>	<b>11.436.144</b>	<b>-27.159.651</b>	<b>-27.097.015</b>
INTERESSI ATTIVI					
ALTRI RICAVI	20.130.741	20.285.879	18.844.174	56.130.736	55.366.487
<b>SALDO GESTIONE ACCESSORIA</b>	<b>20.130.741</b>	<b>20.285.879</b>	<b>18.844.174</b>	<b>56.130.736</b>	<b>55.366.487</b>
<b>RISULTATO OPERATIVO</b>	<b>40.091.371</b>	<b>34.626.992</b>	<b>30.280.318</b>	<b>28.971.085</b>	<b>28.269.472</b>
ONERI FINANZIARI	0	0	0	0	0
ONERI FINANZIARI SU DEBITI BANCARI A BREVE	0	0	0	0	0
<b>RISULTATO LORDO</b>	<b>40.091.371</b>	<b>34.626.992</b>	<b>30.280.318</b>	<b>28.971.085</b>	<b>28.269.472</b>
ALTRI ACCANTONAMENTI E ONERI	6.552.562	6.479.989	6.898.537	4.784.022	4.608.696
IMPOSTE	9.194.679	8.652.357	7.346.942	7.906.344	8.076.113
<b>RISULTATO NETTO</b>	<b>24.344.130</b>	<b>19.494.646</b>	<b>16.034.839</b>	<b>16.280.719</b>	<b>15.584.663</b>



Figura 3.6: Prospetto di Stato Patrimoniale riclassificato

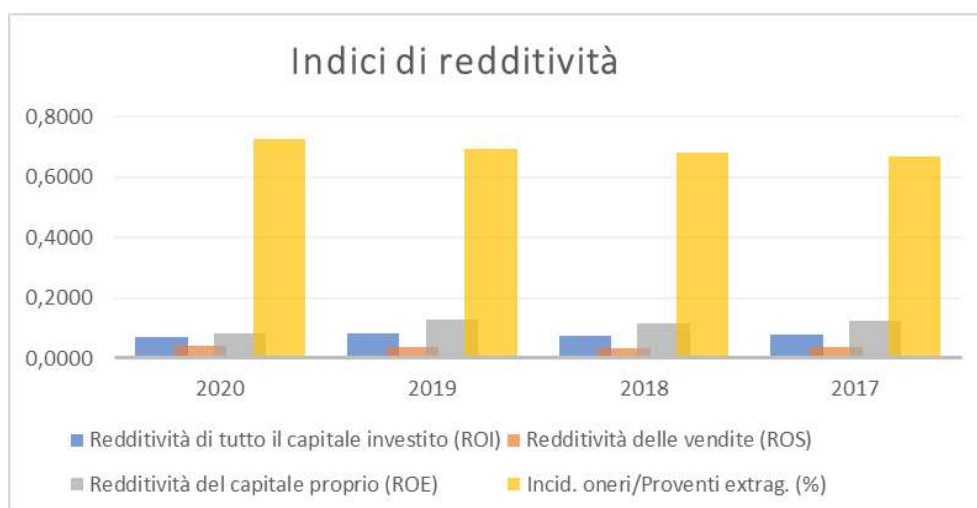
STATO PATRIMONIALE RICLASSIFICATO					
STATO PATRIMONIALE (IMPIEGHI)	2020	2019	2018	2017	2016
<b>ATTIVO CORRENTE</b>					
<u>Liquidità immediate</u>					
DISPONIBILITA' LIQUIDE	47.691.865	38.741.909	34.417.461	34.327.210	25.769.951
TITOLI E ALTRE ATTIVITA' FINANZIARIE	0	0	0	0	0
<b>Totale liquidità immediate</b>	<b>47.691.865</b>	<b>38.741.909</b>	<b>34.417.461</b>	<b>34.327.210</b>	<b>25.769.951</b>
<u>Liquidità differite</u>					
CREDITI V/CLIENTI	32.236.072	32.720.032	29.749.127	28.481.849	25.073.755
CREDITI DIVERSI	8.741.313	5.075.904	6.153.736	6.301.163	6.454.292
<b>Totale liquidità differite</b>	<b>40.977.385</b>	<b>37.795.936</b>	<b>35.902.863</b>	<b>34.783.012</b>	<b>31.528.047</b>
<u>Disponibilità</u>					
RIMANENZE DI MATERIE	0	0	0	0	0
RIMANENZE DI PRODOTTI	44.492.314	43.010.262	40.511.035	42.775.316	43.962.264
LAVORI IN CORSO SU ORDINAZIONE	0	0	0	0	0
RIMANENZE DI PRODOTTI IN LAV. E SEMILAVORATI	0	0	0	0	0
ACCONTI A FORNITORI	0	0	0	0	0
ATTIVITA' DESTINATE ALLA DISMISSIONE O CESSATE	0	0	0	0	0
<b>Totale disponibilità</b>	<b>44.492.314</b>	<b>43.010.262</b>	<b>40.511.035</b>	<b>42.775.316</b>	<b>43.962.264</b>
<b>TOTALE ATTIVITA' CORRENTI</b>	<b>133.161.564</b>	<b>119.548.107</b>	<b>110.831.359</b>	<b>111.885.538</b>	<b>101.260.262</b>
<b>ATTIVO IMMOBILIZZATO</b>					
<u>Immobilizzazioni materiali</u>					
TERRENI E FABBRICATI	264.419.933	142.079.199	123.397.855	111.714.903	110.267.621
F.DO AMM.TO FABBRICATI	-	-	-	-	-
IMPIANTI E MACCHINARI	39.775.955	38.121.371	32.702.912	34.420.627	33.298.680
F.DO AMM.TO IMPIANTI E MACCHINARI	-	-	-	-	-
ATTREZZATURE INDUSTRIALI	12.874.003	12.926.870	12.899.776	12.702.218	12.920.824
F.DO AMM.TO ATTREZZATURE INDUSTRIALI	-	-	-	-	-
ALTRI BENI	9.138.448	9.315.120	8.459.686	4.302.449	3.239.247
F.DO AMM.TO ALTRI BENI	-	-	-	-	-
<b>Totale immobilizzazioni materiali</b>	<b>326.208.339</b>	<b>202.442.560</b>	<b>177.460.229</b>	<b>163.140.197</b>	<b>159.726.372</b>
<u>Immobilizzazioni immateriali</u>					
IMPIANTO E AMPLIAMENTO	0	0	0	119	356
COSTI RICERCA E PUBBLICITA'	0	13.135	26.269	39.404	52.538
DIRITTO BREVETTI INDUSTRIALI	3.741.867	3.594.441	3.148.052	2.460.803	1.822.490
CONCESSIONI E LICENZE	331.329	400.306	493.495	168.062	94.743
AVVIAMENTO	1.263.193	2.065.092	2.649.521	3.422.839	4.114.296
IMMOBILIZZAZIONI IN CORSO	28.969	57.474	37.100	317.763	52.954
ALTRE IMMOBILIZZAZIONI IMMATERIALI	2.168.125	3.010.273	3.561.247	3.837.584	4.005.603
<b>Totale immobilizzazioni immateriali</b>	<b>7.533.483</b>	<b>9.140.721</b>	<b>9.915.684</b>	<b>10.246.574</b>	<b>10.142.980</b>
<u>Immobilizzazioni finanziarie</u>					
PARTECIPAZIONI	2.994.391	2.775.364	2.775.364	2.775.364	2.805.364
TITOLI E ALTRE ATTIVITA' FINANZIARI NON CORRENTI	0	0	0	0	43.091
ALTRI CREDITI FINANZIARI NON CORRENTI	3.599.326	3.077.862	2.585.834	2.568.932	2.944.178
<b>Totale immobilizzazioni finanziarie</b>	<b>6.593.717</b>	<b>5.853.226</b>	<b>5.361.198</b>	<b>5.344.296</b>	<b>5.792.633</b>
<b>TOTALE ATTIVO IMMOBILIZZATO</b>	<b>340.335.539</b>	<b>217.436.507</b>	<b>192.737.111</b>	<b>178.731.067</b>	<b>175.661.985</b>
<b>TOTALE IMPIEGHI</b>	<b>473.497.103</b>	<b>336.984.614</b>	<b>303.568.470</b>	<b>290.616.605</b>	<b>276.922.247</b>

<b>STATO PATRIMONIALE (FONTI)</b>					
	2020	2019	2018	2017	2016
<b>CAPITALE DI TERZI</b>					
<b>Passività correnti</b>					
DEBITI VERSO BANCHE CORRENTI	10.045.425	15.302.994	5.118.176	3.430.058	3.947.184
DEBITI V/FORNITORI	117.255.488	113.162.823	100.142.926	103.598.688	99.720.243
OBBLIGAZIONI QUOTA CORRENTE	0	0	12.240.000	12.540.000	0
DEBITI DIVERSI	10.215.429	10.174.080	10.696.361	12.097.915	10.389.295
FONDO IMPOSTE	10.911.815	7.522.013	6.877.142	8.095.224	8.583.663
<b>Totale passività correnti</b>	<b>148.428.157</b>	<b>146.161.910</b>	<b>135.074.605</b>	<b>139.761.885</b>	<b>122.640.385</b>
<b>Passività consolidate</b>					
DEBITI VERSO BANCHE NON CORRENTI	14.722.447	17.768.533	15.765.827	8.715.249	9.683.846
FONDI PER RISCHI ED ONERI	4.062.553	5.373.864	5.223.986	3.702.511	3.165.584
TRATTAMENTO DI FINE RAPPORTO	6.125.644	6.573.810	6.691.476	7.480.577	7.979.577
OBBLIGAZIONI QUOTA NON CORRENTI	7.000.000	7.000.000	-	-	12.540.000
ALTRI DEBITI NON CORRENTI	3.915.816	1.225.056	1.186.176	1.148.122	1.168.613
<b>Totale passività consolidate</b>	<b>35.826.460</b>	<b>37.941.263</b>	<b>28.867.465</b>	<b>21.046.459</b>	<b>34.537.620</b>
<b>TOTALE CAPITALE DI TERZI</b>	<b>184.254.617</b>	<b>184.103.173</b>	<b>163.942.070</b>	<b>160.808.344</b>	<b>157.178.005</b>
<b>CAPITALE PROPRIO</b>					
CAPITALE SOCIALE	320.782	320.782	320.782	320.782	320.782
<b>Totale capitale sociale</b>	<b>320.782</b>	<b>320.782</b>	<b>320.782</b>	<b>320.782</b>	<b>320.782</b>
RISERVA DA SOVRAPPREZZO AZIONI	0	0	0	0	0
RISERVA DI RIVALUTAZIONE	136.698.051	16.870.794	16.870.794	16.870.794	16.870.794
AZIONI PROPRIE					
ALTRE RISERVE E RISULTATI PORTATI A NUOVO	127.879.523	116.195.219	106.399.985	96.335.966	86.968.003
UTILE DA DISTRIBUIRE					
UTILE DA ACCANTONARE A RISERVA (PERDITA DA)	24.344.130	19.494.646	16.034.839	16.280.719	15.584.663
<b>Totale capitale proprio</b>	<b>288.921.704</b>	<b>152.560.659</b>	<b>139.305.618</b>	<b>129.487.479</b>	<b>119.423.460</b>
<b>TOTALE CAPITALE NETTO</b>	<b>289.242.486</b>	<b>152.881.441</b>	<b>139.626.400</b>	<b>129.808.261</b>	<b>119.744.242</b>
<b>TOTALE FONTI DI FINANZIAMENTO</b>	<b>473.497.103</b>	<b>336.984.614</b>	<b>303.568.470</b>	<b>290.616.605</b>	<b>276.922.247</b>

Sulla base di essi, sono stati calcolati i principali indici e margini che hanno permesso di sviluppare una breve analisi per avere più chiara la situazione reddituale, finanziaria e patrimoniale dell'impresa:

## 1. *Situazione Economica: Indici di Redditività*

	Indici di redditività			
	2020	2019	2018	2017
EBITDA	60.418.620	53.676.923	48.409.758	48.432.454
EBITDA/Vendite	0,0758	0,0730	0,0688	0,0705
Redditività del totale attivo (ROA)	0,0708	0,0835	0,0776	0,0837
Redditività di tutto il capitale investito (ROI)	0,0706	0,0812	0,0757	0,0768
Redditività delle vendite (ROS)	0,0421	0,0383	0,0335	0,0354
Redditività del capitale proprio (ROE)	0,0842	0,1275	0,1148	0,1254
Incid. oneri/Proventi extrag. (%)	0,7259	0,6926	0,6809	0,6692

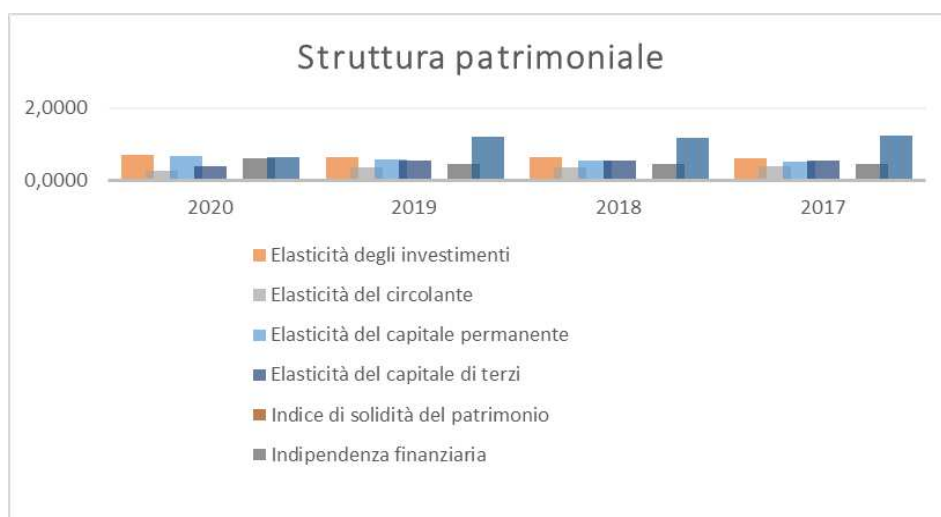


Dal punto di vista della redditività, si evince una riduzione del ROE (rendimento del capitale proprio) rispetto agli anni precedenti in cui i valori apparivano abbastanza stabili (intorno al 12%). La causa non è di certo da imputare al fatturato e quindi alla redditività delle vendite, in quanto gli stessi sono in aumento rispetto agli anni precedenti. Basti analizzare i valori degli ultimi cinque anni dei ricavi netti che raggiungono una crescita di 170 milioni, quasi il 30% ogni anno, con una spinta

più importante dal 2019 al 2020, certamente da attribuire alle conseguenze della pandemia. Inoltre, il valore dell'EBITDA, che indica la redditività operativa di una società prendendo in esame solo la parte inerente al core business aziendale, conferma un miglioramento della stessa. Di conseguenza, possiamo dire che la riduzione del ROE è dovuta semplicemente da un incremento del patrimonio netto, quasi raddoppiato rispetto all'anno precedente, molto più grande di quello del reddito netto, che comunque continua il suo trend di crescita negli anni (circa il 25% in più rispetto allo scorso anno). Tale incremento è dovuto dal notevole aumento della “riserva di rivalutazione”, frutto di un’operazione di rivalutazione degli immobili nell’anno 2020.

## 2. *Struttura Patrimoniale: Indici Patrimoniali*

Indici patrimoniali				
	2020	2019	2018	2017
Elasticità degli investimenti	0,7188	0,6452	0,6349	0,6150
Elasticità del circolante	0,2812	0,3548	0,3651	0,3850
Elasticità globale	0,3913	0,5498	0,5750	0,6260
Elasticità del capitale permanente	0,6865	0,5663	0,5550	0,5191
Elasticità del capitale di terzi	0,3891	0,5463	0,5400	0,5533
Indice di solidità del patrimonio	0,0007	0,0010	0,0011	0,0011
Indipendenza finanziaria	0,6109	0,4537	0,4600	0,4467
Dipendenza finanziaria	0,3891	0,5463	0,5400	0,5533
Ricorso al capitale di terzi (rapp. di indebitamento)	0,6370	1,2042	1,1741	1,2388
Incidenza debiti a breve	0,3135	0,4337	0,4450	0,4809
Incidenza debiti a m/l termine	0,0757	0,1126	0,0951	0,0724



Nell'analisi della struttura patrimoniale si distingue la parte dell'attivo (investimenti) e quella del passivo (fonti di finanziamento).

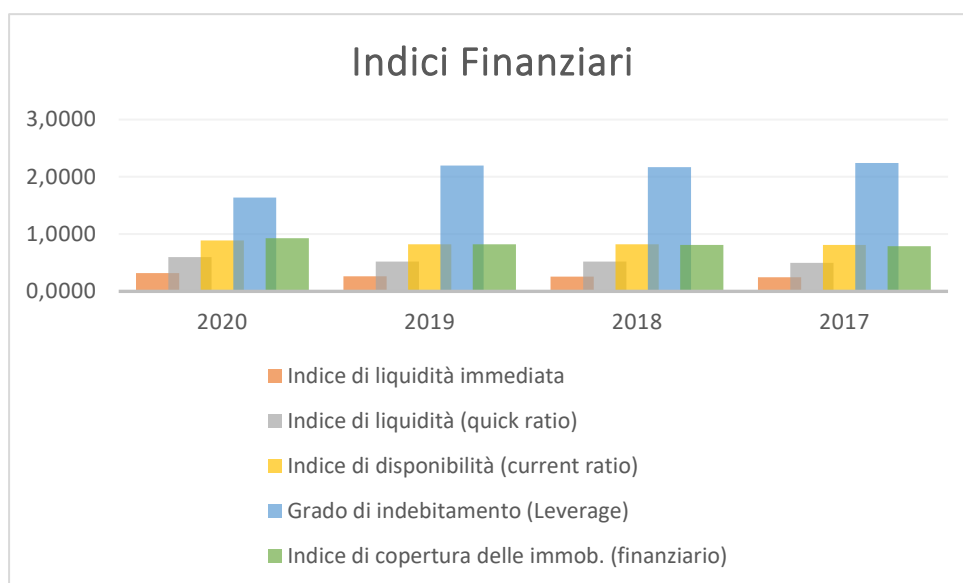
Dal lato degli investimenti, è evidente la prevalenza del capitale fisso, in crescita negli anni, per una media del 63% rispetto ad un 37% di capitale circolante.

Dal lato delle fonti, invece, si registra un netto miglioramento della qualità delle stesse, soprattutto nell'ultimo anno: l'indice di indipendenza finanziaria, infatti, abbastanza stabile dal 2017 al 2019, nel 2020 raggiunge il 61,09%, dovuto per lo più all'autofinanziamento, in particolare all'incremento notevole della riserva di rivalutazione. Affermazione dimostrata dalla riduzione del rapporto di indebitamento (si veda la sezione degli indici finanziari). Inoltre, si evince l'incremento negli anni del capitale permanente, ossia l'insieme delle fonti a medio/lungo termine (passività consolidate e patrimonio netto). In media l'azienda presenta un 44% di Passivo corrente e un 66% di passivo consolidato. Pertanto, possiamo dire che la struttura aziendale è abbastanza equilibrata.

### **3. Situazione Finanziaria: Indici finanziari e Margini**

<b>Analisi dei margini</b>				
	2020	2019	2018	2017
Capitale circolante netto	-15.536.488	-26.643.428	-24.224.514	-26.118.434
Margine sui consumi	197.699.983	183.348.763	174.976.750	135.293.205
Margine di tesoreria	-64.323.745	-72.657.195	-68.347.475	-73.346.933
Margine di struttura	-51.093.053	-64.555.066	-53.110.711	-48.922.806
Flusso di cassa di gestione	51.226.955	45.026.220	40.895.442	40.382.971

Indici Finanziari				
	2020	2019	2018	2017
Indice di liquidità immediata	0,3213	0,2651	0,2548	0,2456
Indice di liquidità (quick ratio)	0,5974	0,5200	0,5200	0,5000
Indice di disponibilità (current ratio)	0,8900	0,8200	0,8200	0,8100
Grado di indebitamento (Leverage)	1,6400	2,2000	2,1700	2,2400
Indice di copertura delle immob. (finanziario)	0,9300	0,8200	0,8100	0,7900

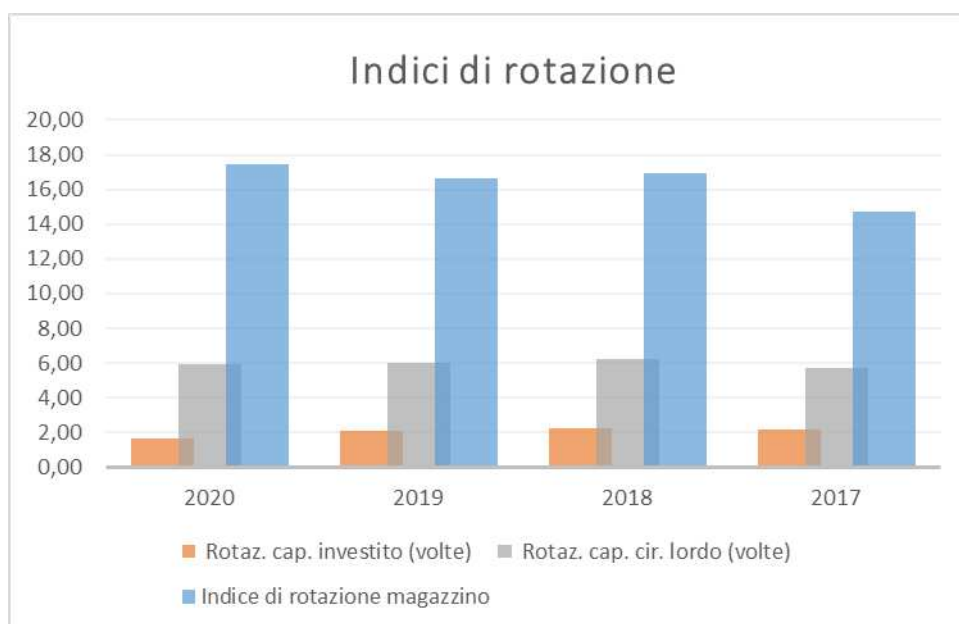


A conferma di quanto evidenziato precedentemente, l'analisi della situazione finanziaria sottolinea una riduzione del grado di indebitamento (Leverage) che mette in relazione il totale degli impieghi con il capitale proprio. L'indice è diminuito di quasi un'unità rispetto agli anni precedenti ed assumendo un valore tra 1 e 2 indica un capitale proprio maggiore dell'indebitamento. Dunque, l'azienda presenta una buona struttura finanziaria. Netto miglioramento anche per le situazioni di liquidità e disponibilità (si vedano il current e il quick ratio e il margine di tesoreria e il CCN) che evidenziano la capacità dell'impresa di coprire gli

impieghi finanziari a breve termine con le liquidità aziendali o quantomeno con le attività correnti.

#### 4. *Situazione Finanziaria: Indici di Rotazione e di Durata*

	Indici di rotazione			
	2020	2019	2018	2017
Rotaz. cap. investito (volte)	1,64	2,12	2,26	2,17
Rotaz. cap. cir. lordo (volte)	5,90	6,03	6,23	5,69
Incidenza circolante operativo	-5,08	-5,09	-4,25	-4,71
Indice di rotazione magazzino	17,47	16,63	16,90	14,75

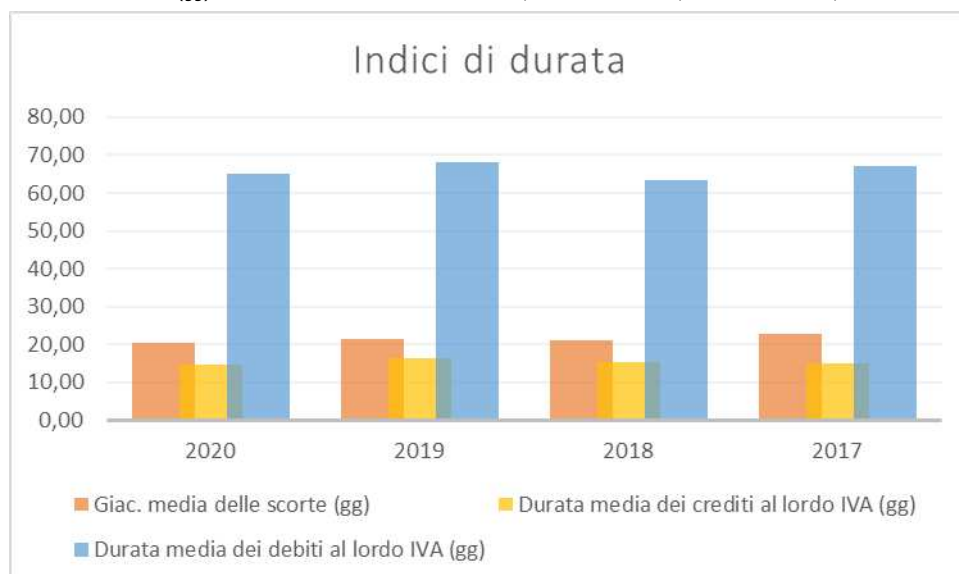


Gli indici di rotazione sono importanti indicatori di efficienza in quanto esprimono la capacità del capitale investito (o dei suoi elementi) di "trasformarsi" in ricavi di vendita nel corso dell'esercizio. Possiamo notare un indice di rotazione del capitale investito (ROT) che, dopo una crescita dal 2017 al 2018 tende a



diminuire negli ultimi due anni. Lo stesso accade al tasso di rotazione del capitale circolante lordo. È aumentato, invece, l'indice di rotazione del magazzino che raggiunge un valore di 17,47 partendo da 14,75 del 2017.

	Indici di durata			
	2020	2019	2018	2017
Giac. media delle scorte (gg)	20,37	21,34	21,02	22,72
Giorni copertura scorte (gg)	28,03	29,52	29,01	31,49
Durata media dei crediti al lordo IVA (gg)	14,76	16,24	15,43	15,13
Durata media dei debiti al lordo IVA (gg)	65,05	68,13	63,53	67,08
Durata Ciclo Commerciale (gg)	-22,26	-22,38	-19,08	-20,46



Gli indici di durata invece, evidenziano per l'azienda un ciclo finanziario molto vantaggioso. La situazione di equilibrio è giustificata da una dilazione media concessa ai propri clienti decisamente inferiore a quella ottenuta dai propri fornitori (65gg). L'azienda, dunque, paga le forniture mediamente a poco più di due mesi e incassa con una dilazione di soli 15gg. Presenta così un periodo di 50gg per la

generazione di cassa, cioè la capacità di generare risorse finanziarie necessarie per effettuare i pagamenti dei debiti senza ricorrere all'indebitamento a breve termine.

Si era già accennato, infatti, alla grande capacità dell'azienda di produrre di importanti cash flow.

Per concludere, l'ultimo passo è l'analisi dei flussi di cassa degli anni presi in esame finora (Figura n. 3.7).

Figura 3.7: Prospetto dei Flussi finanziari

<b>PROSPETTO DEI FLUSSI FINANZIARI</b>					
	2016	2017	2018	2019	2020
Risultato operativo		28.971,0	30.281,0	34.628,0	40.092,0
Ammort.imm.tecniche		19.459,0	19.899,0	20.916,0	22.000,0
Amm.ti immateraili		4.643,0	4.962,0	4.615,0	4.882,0
Accantonamento TFR		3.429,0	3.348,0	3.329,0	3.526,0
<b>Autofinanziamento economico</b>		<b>56.502,0</b>	<b>58.490,0</b>	<b>63.488,0</b>	<b>70.500,0</b>
Crediti v/clienti		-3.409,0	-1.267,0	-2.971,0	484,0
Crediti diversi		154,0	147,0	1.078,0	-3.665,0
Disponibilità		1.187,0	2.264,0	-2.499,0	-1.482,0
Debiti v/fornitori		3.879,0	-3.456,0	13.020,0	4.092,0
Debiti diversi		14.249,0	-1.702,0	-12.762,0	41,0
<b>Variazioni del C.C.N.</b>		<b>16.060,0</b>	<b>-4.014,0</b>	<b>-4.134,0</b>	<b>-530,0</b>
<b>Flusso della gestione operativa</b>		<b>72.562,0</b>	<b>54.476,0</b>	<b>59.354,0</b>	<b>69.970,0</b>
Immobilizzazioni tecniche		-22.873,0	-34.219,0	-45.898,0	-45.766,0
Immobilizz. imm. e oneri plur.		-4.747,0	-4.631,0	-3.840,0	-3.274,0
Immobilizzazioni finanziarie		449,0	-17,0	-492,0	-741,0
<b>Investimenti</b>		<b>-27.171,0</b>	<b>-38.867,0</b>	<b>-50.230,0</b>	<b>-49.781,0</b>
<b>SALDO OPERATIVO</b>		<b>45.391,0</b>	<b>15.609,0</b>	<b>9.124,0</b>	<b>20.189,0</b>
Mutui e prestiti		-13.529,0	7.089,0	9.041,0	-356,0
F.do TFR		-3.928,0	-4.138,0	-3.446,0	-3.974,0
Altri fondi		537,0	1.522,0	150,0	-1.311,0
Capitale sociale		0,0	0,0	0,0	0,0
Riserve		-6.218,0	-6.216,0	-6.240,0	12.018,0
<b>SALDO FINANZIARIO</b>		<b>-23.138,0</b>	<b>-1.743,0</b>	<b>-495,0</b>	<b>6.377,0</b>
<b>SALDO NETTO</b>		<b>22.253,0</b>	<b>13.866,0</b>	<b>8.629,0</b>	<b>26.566,0</b>
Oneri finanziari		0,0	0,0	0,0	0,0
Altri oneri e accantonamenti		-4.784,0	-6.899,0	-6.480,0	-6.553,0
Imposte		-8.395,0	-8.565,0	-8.007,0	-5.805,0
<b>FLUSSO DI CASSA</b>		<b>9.074,0</b>	<b>-1.598,0</b>	<b>-5.858,0</b>	<b>14.208,0</b>
Saldo di liquidità iniziale		21.823,0	30.897,0	29.299,0	23.439,0
Saldo di liquidità finale		30.897,0	29.299,0	23.441,0	37.647,0
quadr.		0,0	0,0	-2,0	0,0

Si può osservare un incremento delle liquidità finali nel 2020, dopo un piccolo decremento negli anni successivi al 2017, fino ad arrivare ad un ammontare di 37 milioni. Questo è stato permesso da una crescita dei flussi di cassa generati dalla gestione operativa che hanno consentito il rientro dell'indebitamento finanziario e, contemporaneamente, lo sviluppo di nuovi investimenti.

Partendo dal principio, si riscontra un risultato operativo (che risulta circa il 5% dei ricavi) sempre stato buono e grande, che genera la maggior parte dell'autofinanziamento economico, circa i 2/3, l'altra parte è stata generata dagli oneri figurativi (costi sostenuti ma non monetizzati, ovvero l'ammortamento). Successivamente, una piccola e minima variazione del capitale circolante netto: nel 2017 ha generato liquidità per 16 milioni, poi ne ha assorbita 4 nei due anni successivi e poi 500.000 nell'ultimo anno. La spiegazione può essere trovata nei crediti che hanno assorbito un po' più di liquidità (l'aumento dei crediti è inevitabile in vista dell'aumento del fatturato) così come le scorte che sono state in parte ricostituite (l'aumento si può notare dal segno negativo delle disponibilità degli ultimi due anni). I debiti v/fornitori subiscono un notevole aumento nel 2019 per poi rallentare nel 2020, mentre i debiti diversi sono trascurabili.

Di fatto, nel 2020 il circolante non varia quasi per niente, intaccando solo in minima parte i 70 milioni di autofinanziamento. Ecco, dunque, il miglioramento del flusso della gestione operativa di cui sopra. Questo "denaro" viene utilizzato in

parte per gli investimenti, circa 50<sup>50</sup>milioni e in parte per rimborsare mutui, pagare TFR ecc... che generano un saldo finanziario di 6.377 milioni, arrivando ad un saldo netto di 26 milioni di euro circa e un flusso di cassa finale di 14 milioni, dopo due anni di flusso di cassa abbastanza negativo (probabilmente questo è stato anche il motivo per cui è stata fatta la rivalutazione).

### ***3.3.2 Il Piano Economico-Finanziario pluriennale***

A questo punto è possibile addentrarsi nello specifico della costruzione del piano pluriennale e delle sue componenti della Magazzini Gabrielli. Nelle pagine seguenti sono riportate le stampe di output prodotte dal modello di simulazione creato. Nel caso specifico, il modello di pianificazione finanziaria è stato costruito su calcolatore attraverso l'ausilio di un foglio elettronico (Excel). Si tratta di uno strumento che, seppur sembrerebbe molto “semplificato”, è funzionale allo scopo. Nella parte superiore del foglio sono state costruite le c.d. Tavole di input, che rappresentano la parte più rilevante per la redazione del piano. Successivamente, nella parte inferiore, gli output o risultati del modello, ovvero Conto Economico, Stato Patrimoniale e prospetto dei flussi finanziari dei cinque anni oggetto della previsione. Il foglio elettronico è stato formattato con delle formule che, sulla base

---

<sup>50</sup> Per un miglior funzionamento e lettura del prospetto dei flussi di cassa i 50 milioni di investimenti sono stati scorporati dai circa 100 milioni di euro, derivanti dalla rivalutazione degli immobili effettuata nel 2020, sottraendo la medesima somma dalle riserve complessive.

delle ipotesi inserite, permettono di determinare i risultati nelle stampe di output successive, le cui voci varieranno al modificarsi delle ipotesi

Il punto iniziale per la costruzione del piano è l'inserimento dei dati dell'ultimo bilancio a disposizione (2020) nelle sezioni dedicate del Conto Economico e Stato Patrimoniale riclassificati.

Una volta rielaborati gli schemi di bilancio, si procede con la compilazione della prima parte: le Tavole di Input. In esse vengono inserite le ipotesi, ovvero, in poche parole, le strategie di azione dell'azienda tradotte in termini quantitativi.

Il nostro foglio di lavoro prevede le seguenti ipotesi:

<b>Tavola 1 - Ricavi e costi operativi</b>	
1. Ricavi (incremento % su anno prec.)	5. Stipendi e contributi (valore assoluto)
2. Acquisti di servizi	6. Accantonamento TFR (% stipendi e contributi)
3. Spese generali (valore assoluto)	7. Rimanenze finali (% ricavi netti)
4. Compensi organi sociali (valore assoluto)	

<b>Tavola 2 - Circolante</b>	
1. Durata crediti v/clienti (giorni)	3. Durata debiti v/fornitori (giorni)
2. Crediti diversi (% su ricavi netti)	4. Debiti diversi (% su ricavi netti)

<b>Tavola 3 - Investimenti ed ammortamenti</b>	
1. Immobilizzazioni tecniche	4. Aliquota % ammortamento imm. Tecniche
2. Immobilizzazioni immateriali	5. Quota ammortamento immob. Immateriali
3. Immobilizzazioni finanziarie	

<b>Tavola 4 - Gestione accessoria</b>	
1. Tasso di interesse su c/c attivi (%)	3. Altri accantonamenti e oneri (% ricavi)
2. Altri ricavi (% ricavi)	

<b>Tavola 5 - Gestione finanziaria</b>	
1. Accensione di finanziamenti	7. Tasso di interesse su mutui (%)
2. Capitale sociale e contributi	8. Tasso di interesse su c/c passivi (%)
3. Mutui e prestiti	9. Percentuale distribuzione utile (%)
4. Rimborso di finanziamenti	10. Pagamento TFR
5. Nuovi mutui e prestiti	11. Aliquota di imposta
6. Altri fondi	

Nella prima colonna che corrisponde all'anno 2020 (vedi figure di seguito riportate) sono già contenuti i valori relativi ad alcune ipotesi, in quanto calcolati sulla base dei dati a consuntivo inseriti.

Il lavoro da svolgere è, dunque, quello di stabilire se questi dati sono corretti anche per il futuro e quindi possano essere replicati per gli anni successivi oppure

vadano sostituiti con altri, inserendo manualmente i valori coerenti con le strategie e le previsioni future dell'azienda.

Una volta inseriti i dati di input sulle cinque Tavole, il foglio è in grado di generare come output i prospetti economico e patrimoniale degli anni successivi al 2020 e di conseguenza il Prospetto dei flussi finanziari, nella quale è possibile evidenziare i principali risultati aziendali, ovvero il contributo dell'attività operativa, di investimento e finanziaria alla formazione del flusso di cassa degli esercizi.

Procediamo per gradi. Andiamo ad analizzare le principali voci di ciascuna tavola e le motivazioni legate ai valori inseriti, partendo dal presupposto che è stata prevista una situazione aziendale in linea con quella degli ultimi anni. Proprio per questo, soprattutto dove era più difficile fare delle vere e proprie previsioni sono stati mantenuti i dati di consuntivo del 2020, se in linea con la media degli ultimi anni. Alcune voci, non troppo diverse da quelle degli anni precedenti, non le troveremo esplicitamente dettagliate.

Nella Tavola n.1 si esaminano nel dettaglio i ricavi, gli acquisti e i costi del personale:



INPUT DI PREVENTIVO	2020	2021	2022	2023	2024	2025
<b>Tav.1 - Ricavi e costi operativi</b>						
Ricavi ( incr.% su anno prec.)		7,0%	8,0%	8,0%	9,0%	9,0%
Acquisti ( % dei ricavi netti)	<b>74,8%</b>	75,0%	75,0%	75,0%	75,0%	75,0%
Spese generali (% ricavi)	<b>8,1%</b>	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%
Godimento beni di terzi (% ricavi)	<b>1,8%</b>	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Stipendi e contributi (% ricavi)	<b>9,0%</b>	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%
Accantonamento TFR (%stipendi e	<b>5,0%</b>	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Rimanenze finali (% ricavi netti)	<b>5,7%</b>	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%

**Ricavi (incremento % rispetto all'anno precedente):** sulla base dell'andamento dei ricavi degli anni precedenti, si è ipotizzata una percentuale crescente degli stessi negli anni a seguire, 7% per il primo anno, poi l'8% per 2022 e 2023 e 9% per gli ultimi due. Tutto frutto dell'importante progetto di sviluppo in cui vengono ipotizzate aperture di nuovi punti vendita, in linea con quanto accaduto negli ultimi anni.

**Acquisti (% dei ricavi netti):** Questa voce rappresenta il rapporto tra i costi variabili (acquisti per materie prime e di consumo) e i ricavi netti. In media, negli ultimi cinque anni, si aggira intorno al 75%, coerente con il risultato a consuntivo. L'azienda, dunque, presenta un'elevata incidenza degli acquisti sul fatturato, inevitabile per un'azienda di Grande Distribuzione. Pertanto, in previsione di risultati simili nei prossimi anni, il dato è stato mantenuto costante. Forse, una politica degli acquisti più accorta, migliore gestione delle scorte e rotazione del magazzino più efficiente possono contribuire a migliorare tale dato.

**Stipendi e contributi (% dei ricavi netti):** il costo del lavoro ha rappresentato, mediamente negli anni, circa il 10% del fatturato, un'incidenza del lavoro abbastanza contenuta. La determinazione della previsione del costo del personale, potrebbe risultare complessa, pertanto abbiamo considerato l'incidenza media da consuntivo 2020, 9%, valida anche per gli anni futuri anche se, effettivamente, il trend delle retribuzioni lorde sembra mostrare una leggera riduzione.

La Tavola n.2 riguarda il circolante, dunque andremo ad analizzare la dilazione media dei crediti e dei debiti commerciali dell'azienda. Esse rappresentano, rispettivamente, il tempo medio di incasso dei crediti derivanti dalle vendite e di pagamento dei debiti di fornitura. Sono dati dal rapporto tra crediti v/clienti o debiti v/fornitori sul fatturato. È già stato discusso nell'ambito degli indici di durata, l'equilibrio e il vantaggio finanziario di cui gode l'azienda. Vediamo nel dettaglio da cosa sono generati questi dati, che sono stati mantenuti costanti per le previsioni future:

INPUT DI PREVENTIVO	2020	2021	2022	2023	2024	2025
<b>Tav.2 - Circolante</b>						
Durata crediti v/clienti (giorni)	<b>14,93</b>	15	15	15	15	15
Crediti diversi (% su ricavi netti)	<b>1,12%</b>	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%
Durata debiti v/fornitori (giorni)	<b>65,55</b>	65	65	65	65	65
Debiti diversi (%su ricavi netti)	<b>1,31%</b>	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%

**Durata crediti v/clienti (giorni):** l'azienda non ha molti crediti perché gode del beneficio del pagamento “cash” da parte dei clienti diretti. I punti vendita affiliati

(in franchising) pagano invece le forniture con una dilazione che va da un minimo di 7 giorni fino ad un massimo di 21, per una durata media di 15 giorni circa. Il dato è stato lasciato uguale per i successivi anni di previsione, in quanto, in tal senso la politica aziendale non varierà di molto.

**Durata debiti v/fornitori (giorni):** l'indice di durata dei debiti di 65 giorni deriva dalla media tra i 30 giorni, termine di pagamento delle forniture alimentari (core business dell'azienda), previsto dall'art. 62 del D.L 1/2012, e 60 o anche 120 giorni per le altre forniture, ad esempio quelle dei prodotti non alimentari.

La Tavola n.3 riepiloga uno degli aspetti principali della pianificazione, ovvero le ipotesi di investimento che l'azienda intende intraprendere negli anni a venire e quindi le variazioni, incrementi o decrementi, dell'attivo fisso della società.

INPUT DI PREVENTIVO	2020	2021	2022	2023	2024	2025
<b>Tav.3 - Investimenti ed ammortamenti</b>						
Immobilizzazioni tecniche		46250	46250	53650	27750	27750
Immobilizzazioni immateriali		3750	3750	4350	2250	2250
Immobilizzazioni finanziarie		0	0	0	0	0
Aliquota % ammort. imm. Tecniche	<b>6,7%</b>	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%
Quota ammort. Imm. Immateriali	<b>64,8%</b>	65,0%	65,0%	65,0%	65,0%	65,0%

Sono stati previsti investimenti (somma delle tre voci di immobilizzazioni) per circa 50 milioni di euro fino al 2022, per poi aumentarli un po' nell'anno seguente (58 milioni) e infine negli ultimi due anni una riduzione degli stessi a 30 milioni. In realtà nell'incremento degli investimenti dei primi tre anni di previsione si è tenuto conto delle ipotesi di nuove aperture di punti vendita e/o acquisizione di piccole

catene. Pertanto, la somma di questi investimenti comprende una componente straordinaria, oltre quella ordinaria, per l'apertura di 3 o 4 negozi (viene stimata una somma di circa 8 milioni di euro a punto vendita). Negli anni successivi, 2024 e 2025, gli investimenti sono fermi a 30 milioni, rappresentati solamente dalla componente ordinaria, in quanto ancora non sono previste nuove aperture.

Ogni anno, il totale degli investimenti è composto per la maggior parte da investimenti in immobilizzazioni tecniche legati a nuovi negozi, rinnovi di punti di vendita, hardware, ecc... e, solo in piccola parte (circa un 7%) da investimenti in immobilizzazioni immateriali, quali costi di avviamento, pubblicità, software, ecc...

Le **aliquote % e le quote di ammortamento delle immobilizzazioni** sono state lasciate costanti negli anni.

La Tavola n.4 elenca ipotesi relative a costi e ricavi che non rientrano nella gestione caratteristica dell'azienda.

INPUT DI PREVENTIVO	2020	2021	2022	2023	2024	2025
<b>Tav.4 - Gestione accessoria</b>						
Tasso di interesse su c/c attivi (%)		0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%
Altri ricavi (% ricavi)	<b>2,59%</b>	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Altri accantonamenti e oneri (% ricavi)	<b>0,84%</b>	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%

La voce **altri ricavi (% ricavi netti)** fa riferimento a ricavi derivanti da gestione accessorie, quali locazioni di immobili, plusvalenze ordinarie e sopravvenienze

attive. Valutare il loro trend potrebbe essere difficile, pertanto si presume che nei prossimi anni non ci siano cambiamenti e/o operazioni tali da causare notevoli variazioni del loro andamento. Si ipotizza pertanto un 3% come percentuale di questa voce sul fatturato, percentuale che deriva da una media del 5% dei cinque anni precedenti, combinata con una certa riduzione negli ultimi tre. Ipotizzando, quindi, un andamento aziendale come quello degli ultimi anni, si ipotizza che la voce possa attestarsi intorno ai 20 milioni, ripetendo perciò la percentuale dell'ultimo anno (approssimata a 3%).

Stesso ragionamento è stato fatto per la voce **altri accantonamenti e oneri**. Qui l'1% del fatturato ricalca la media degli ultimi cinque anni.

Il **tasso attivo sui conti corrente** è stato ipotizzato intorno allo 0,5%.

La Tavola n.5, invece, riguarda la gestione finanziaria.

<b>INPUT DI PREVENTIVO</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>
<b>Tav.5 - Gestione finanziaria</b>						
Accensione di finanziamenti						
Capitale sociale e contributi		0	0	0	0	0
Mutui e prestiti (breve + lungo)	<b>31.768,0</b>	21.722	16.722	12.722	9.722	8.722
Rimborso di finanziamenti		10.046	5.000	4.000	3.000	1.000
Nuovi mutui e prestiti		0	0	0	0	0
Altri fondi	<b>7.978,0</b>	7.500	7.500	7.500	7.500	7.500
Tasso di interesse su mutui (%)		1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Tasso di interesse su c/c passivi (%)		2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Percentuale distribuzione utile (%)		30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
Pagamento TFR		0	0	0	0	0
Aliquota di imposta	<b>23%</b>	23,0%	23,0%	23,0%	23,0%	23,0%

La voce **Mutui e Prestiti**, a fine 2020 riporta in automatico la quota dei debiti verso gli istituti di credito, sia a breve che a lungo termine. La voce è composta dalla somma tra Debiti verso banche, di cui una parte entro l'esercizio, e la quota del prestito obbligazionario di circa 7 milioni di euro, che sarà rinnovato nel 2022 per altri tre anni. Gli altri debiti a lungo termine (debiti tributari, verso istituti previdenziali, fondo imposte e fondi rischi e oneri) sono stati inseriti tutti, per semplicità, nella voce "Altri fondi". È stato poi ipotizzato un piano di rimborso dei finanziamenti a lungo termine, prevedendo nel primo anno, 2021, il pagamento della quota a breve dei mutui, 10.046 milioni di euro, ottenendo un debito residuo di 21.722 milioni. Quote di 5 e 4 milioni per i successivi due anni, poi 3 ed infine 1 milione, fino ad arrivare al 2025 con un debito residuo di 8.722 milioni di euro. Non sono state ipotizzate nuove accensioni di mutui e prestiti, in quanto il piano degli investimenti previsti dall'azienda nel corso degli anni sembrerebbe sostenibile, senza la necessità di nuovi finanziamenti. Lo vedremo meglio alla fine quando analizzeremo il flusso di cassa.

Per quanto riguarda la voce **altri fondi**, essendo una voce difficilmente prevedibile, si è ipotizzata una percentuale fissa di circa l'1,5% sul totale attivo, come risulta dalla media degli ultimi cinque anni, per cui un ammontare standard di 7.500 milioni per ogni anno successivo di previsione.

Le ultime ipotesi riguardano un tasso di interesse su mutui dell'1%, un 2% sui c/c passivi e una distribuzione dell'utile pari al 30%.

Ora possiamo passare ad analizzare i vari prospetti che compongono il piano pluriennale, generati automaticamente come risultato delle ipotesi precedentemente formulate. Il tutto necessario per determinare i flussi di cassa dell'azienda.

Entrambi i prospetti sono presentati esattamente nella stessa riclassificazione prevista inizialmente nell'analisi dell'azienda, ovvero il piano economico "A Costo del Venduto" e quello patrimoniale secondo i criteri di liquidità ed esigibilità. Sono stati affiancati gli ultimi tre anni di consuntivo (dal 2018 al 2020) con i cinque di preventivo. Nell'ultima colonna è indicata la percentuale media dell'incidenza delle singole voci sul fatturato per il piano economico e sul Totale attivo per il piano patrimoniale. Queste percentuali, per un certo verso, evidenziano una certa coerenza delle ipotesi inserite nelle tavole di input con l'andamento medio dell'azienda negli anni, da cui non discostano molto.

## a. Il piano economico:

	CONSUNTIVO				PREVENTIVO				
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	
<b>RICAVI NETTI</b>	<b>684.678,0</b>	<b>715.228,0</b>	<b>777.121,0</b>	<b>831.519,5</b>	<b>898.041,0</b>	<b>969.884,3</b>	<b>1.057.173,9</b>	<b>1.152.319,5</b>	
Rimanenze iniziali	42.775,0	40.511,0	43.010,0	44.492,0	49.891,2	53.882,5	58.193,1	63.430,4	5,6%
Costi variabili	507.437,0	534.379,0	580.904,0	623.639,6	673.530,8	727.413,2	792.880,4	864.239,7	74,9%
Spese generali	54.422,0	57.977,0	63.099,0	66.521,6	71.843,3	77.590,7	84.573,9	92.185,6	8,0%
Godimento beni di terzi	13.534,0	13.867,0	13.973,0	16.630,4	17.960,8	19.397,7	21.143,5	23.046,4	2,0%
Spese di personale	70.723,0	71.631,0	73.784,0	78.578,6	84.864,9	91.654,1	99.902,9	108.894,2	9,6%
Stipendi e contributi	67.374,0	68.302,0	70.258,0	74.836,8	80.823,7	87.289,6	95.145,7	103.708,8	9,1%
Accantonamento TFR	3.348,0	3.329,0	3.526,0	3.741,8	4.041,2	4.364,5	4.757,3	5.185,4	0,5%
Rimanenze finali	40.511,0	43.010,0	44.492,0	49.891,2	53.882,5	58.193,1	63.430,4	69.139,2	6,0%
<b>Margine operativo lordo</b>	<b>36.298,0</b>	<b>39.873,0</b>	<b>46.843,0</b>	<b>51.548,5</b>	<b>53.832,6</b>	<b>58.139,2</b>	<b>63.910,5</b>	<b>69.662,5</b>	
Ammort.imm.tecniche	19.899,0	20.916,0	22.000,0	26.072,1	29.309,6	33.065,1	35.007,6	36.950,1	7,4%
Amm.ti immateraili	4.962,0	4.615,0	4.882,0	4.444,8	4.171,1	4.241,6	3.457,0	2.981,5	1,1%
<b>Costo del venduto</b>	<b>673.241,0</b>	<b>700.886,0</b>	<b>757.160,0</b>	<b>810.487,8</b>	<b>877.689,1</b>	<b>949.051,8</b>	<b>1.031.727,9</b>	<b>1.122.588,7</b>	
<b>RESULTATO GEST.CARATTER.</b>	<b>11.437,0</b>	<b>14.342,0</b>	<b>19.961,0</b>	<b>21.031,6</b>	<b>20.351,9</b>	<b>20.832,5</b>	<b>25.446,0</b>	<b>29.730,9</b>	
Interessi attivi	0,0	0,0		0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Altri ricavi	18.844,0	20.286,0	20.131,0	24.945,6	26.941,2	29.096,5	31.715,2	34.569,6	2,9%
<b>Saldo gestione accessoria</b>	<b>18.844,0</b>	<b>20.286,0</b>	<b>20.131,0</b>	<b>24.945,6</b>	<b>26.941,2</b>	<b>29.096,5</b>	<b>31.715,2</b>	<b>34.569,6</b>	
<b>RESULTATO OPERATIVO</b>	<b>30.281,0</b>	<b>34.628,0</b>	<b>40.092,0</b>	<b>45.977,2</b>	<b>47.293,1</b>	<b>49.929,1</b>	<b>57.161,2</b>	<b>64.300,5</b>	<b>8,8%</b>
Oneri finanziari su mutui e prestiti	0,0	0,0	0,0	217,2	217,2	167,2	127,2	97,2	
Oneri finanziari su debiti bancari a breve	0,0	0,0	0,0	100,5	0,0	0,0	0,0	0,0	
<b>RESULTATO LORDO</b>	<b>30.281,0</b>	<b>34.628,0</b>	<b>40.092,0</b>	<b>45.659,5</b>	<b>47.075,9</b>	<b>49.761,8</b>	<b>57.033,9</b>	<b>64.203,3</b>	
Altri accantonamenti e oneri	6.899,0	6.480,0	6.553,0	8.315,2	8.980,4	9.698,8	10.571,7	11.523,2	1,0%
Imposte	7.347,0	8.652,0	9.195,0	10.501,7	10.827,5	11.445,2	13.117,8	14.766,7	1,2%
<b>RESULTATO NETTO</b>	<b>16.035,0</b>	<b>19.496,0</b>	<b>24.344,0</b>	<b>26.842,6</b>	<b>27.268,0</b>	<b>28.617,8</b>	<b>33.344,4</b>	<b>37.913,3</b>	<b>3,0%</b>

## b. Piano patrimoniale

	CONSUNTIVO				PREVENTIVO				
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	
<b>Liquidità immediata</b>	<b>34.417,0</b>	<b>38.742,0</b>	<b>47.693,0</b>	<b>41.125,0</b>	<b>46.593,4</b>	<b>50.997,7</b>	<b>92.119,9</b>	<b>140.666,8</b>	<b>12,5%</b>
Crediti v/clienti	29.749,0	32.720,0	32.236,0	34.646,6	37.418,4	40.411,8	44.048,9	48.013,3	7,6%
Crediti diversi	6.154,0	5.076,0	8.741,0	9.978,2	10.776,5	11.638,6	12.686,1	13.827,8	2,0%
<b>Liquidità differita</b>	<b>35.903,0</b>	<b>37.796,0</b>	<b>40.977,0</b>	<b>44.624,9</b>	<b>48.194,9</b>	<b>52.050,5</b>	<b>56.735,0</b>	<b>61.841,1</b>	<b>9,6%</b>
<b>Disponibilità</b>	<b>40.511,0</b>	<b>43.010,0</b>	<b>44.492,0</b>	<b>49.891,2</b>	<b>53.882,5</b>	<b>58.193,1</b>	<b>63.430,4</b>	<b>69.139,2</b>	<b>10,7%</b>
<b>ATTIVO CORRENTE</b>	<b>110.831,0</b>	<b>119.548,0</b>	<b>133.162,0</b>	<b>135.641,1</b>	<b>148.670,8</b>	<b>161.241,2</b>	<b>212.285,3</b>	<b>271.647,1</b>	<b>32,8%</b>
Immobilizzazioni tecniche	177.460,0	202.442,0	326.208,0	372.458,0	418.708,0	472.358,0	500.108,0	527.858,0	76,0%
F.do ammortamento	0,0	0,0		26.072,1	55.381,6	88.446,7	123.454,2	160.404,3	
<b>Immobilizzazioni tecn.nette</b>	<b>177.460,0</b>	<b>202.442,0</b>	<b>326.208,0</b>	<b>346.385,9</b>	<b>363.326,4</b>	<b>383.911,3</b>	<b>376.653,8</b>	<b>367.453,7</b>	<b>64,5%</b>
<b>Immobilizz. imm. e oneri plur.</b>	<b>9.916,0</b>	<b>9.141,0</b>	<b>7.533,0</b>	<b>6.838,2</b>	<b>6.417,1</b>	<b>6.525,5</b>	<b>5.318,5</b>	<b>4.587,0</b>	<b>1,4%</b>
<b>Immobilizzazioni finanziarie</b>	<b>5.361,0</b>	<b>5.853,0</b>	<b>6.594,0</b>	<b>6.594,0</b>	<b>6.594,0</b>	<b>6.594,0</b>	<b>6.594,0</b>	<b>6.594,0</b>	<b>1,3%</b>
<b>ATTIVO FISSO</b>	<b>192.737,0</b>	<b>217.436,0</b>	<b>340.335,0</b>	<b>359.818,1</b>	<b>376.337,5</b>	<b>397.030,8</b>	<b>388.566,2</b>	<b>378.634,7</b>	<b>67,2%</b>
<b>TOTALE ATTIVO NETTO</b>	<b>303.568,0</b>	<b>336.984,0</b>	<b>473.497,0</b>	<b>495.459,2</b>	<b>525.008,2</b>	<b>558.272,0</b>	<b>600.851,6</b>	<b>650.281,8</b>	



	CONSUNTIVO				PREVENTIVO				
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	
Debiti v/banche entro 12m	5.118,0	15.303,0	10.046,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,8%
Debiti v/fornitori	100.143,0	113.163,0	117.255,0	124.612,4	134.581,4	145.347,9	158.429,3	172.687,9	27,0%
Debiti diversi	22.936,0	10.174,0	10.215,0	12.472,8	13.470,6	14.548,3	15.857,6	17.284,8	3,0%
F.do imposte	6.877,0	7.522,0	10.912,0	10.501,7	10.827,5	11.445,2	13.117,8	14.766,7	2,2%
<b>PASSIVO CORRENTE</b>	<b>135.074,0</b>	<b>146.162,0</b>	<b>148.428,0</b>	<b>147.586,9</b>	<b>158.879,5</b>	<b>171.341,4</b>	<b>187.404,7</b>	<b>204.739,4</b>	<b>33,0%</b>
Mutui e prestiti (v/ist. Credito)	16.952,0	25.993,0	21.722,0	21.722,0	16.722,0	12.722,0	9.722,0	8.722,0	3,4%
Altri fondi	5.224,0	5.374,0	7.978,0	7.500,0	7.500,0	7.500,0	7.500,0	7.500,0	1,4%
F.do TFR	6.691,0	6.574,0	6.126,0	9.867,8	13.909,0	18.273,5	23.030,8	28.216,2	2,9%
<b>PASSIVO CONSOLIDATO</b>	<b>28.867,0</b>	<b>37.941,0</b>	<b>35.826,0</b>	<b>39.089,8</b>	<b>38.131,0</b>	<b>38.495,5</b>	<b>40.252,8</b>	<b>44.438,2</b>	<b>7,7%</b>
Capitale sociale	321,0	321,0	321,0	321,0	321,0	321,0	321,0	321,0	0,1%
Riserve	123.271,0	133.066,0	264.578,0	281.618,8	300.408,6	319.496,3	339.528,7	362.869,8	53,9%
Risultato di esercizio	16.035,0	19.494,0	24.344,0	26.842,6	27.268,0	28.617,8	33.344,4	37.913,3	5,4%
<b>CAPITALE NETTO</b>	<b>139.627,0</b>	<b>152.881,0</b>	<b>289.243,0</b>	<b>308.782,4</b>	<b>327.997,7</b>	<b>348.435,1</b>	<b>373.194,1</b>	<b>401.104,1</b>	<b>59,4%</b>
<b>TOTALE PASSIVO E NETTO</b>	<b>303.568,0</b>	<b>336.984,0</b>	<b>473.497,0</b>	<b>495.459,2</b>	<b>525.008,2</b>	<b>558.272,0</b>	<b>600.851,6</b>	<b>650.281,8</b>	

Sulla base dei due prospetti delineati, il modello di simulazione utilizzato permette di definire anche il prospetto dei Flussi Finanziari (o cash flow):

### c. Il prospetto dei flussi finanziari

PROSPETTO DEI FLUSSI FINANZIARI	2021	2022	2023	2024	2025
Risultato operativo	45.977,2	47.293,1	49.929,1	57.161,2	64.300,5
Ammort.imm.tecniche	26.072,1	29.309,6	33.065,1	35.007,6	36.950,1
Amm.ti immateraili	4.444,8	4.171,1	4.241,6	3.457,0	2.981,5
Accantonamento TFR	3.741,8	4.041,2	4.364,5	4.757,3	5.185,4
<b>Autofinanziamento economico</b>	<b>80.235,9</b>	<b>84.815,0</b>	<b>91.600,2</b>	<b>100.383,0</b>	<b>109.417,5</b>
Credit v/clienti	-2.410,6	-2.771,7	-2.993,5	-3.637,1	-3.964,4
Crediti diversi	-1.237,2	-798,3	-862,1	-1.047,5	-1.141,7
Disponibilità	-5.399,2	-3.991,3	-4.310,6	-5.237,4	-5.708,7
Debiti v/fornitori	7.357,4	9.969,0	10.766,5	13.081,3	14.258,6
Debiti diversi	2.257,8	997,8	1.077,6	1.309,3	1.427,2
<b>Variazioni del C.C.N.</b>	<b>568,2</b>	<b>3.405,5</b>	<b>3.678,0</b>	<b>4.468,7</b>	<b>4.870,9</b>
<b>Flusso della gestione operativa</b>	<b>80.804,1</b>	<b>88.220,5</b>	<b>95.278,2</b>	<b>104.851,8</b>	<b>114.288,4</b>
Immobilizzazioni tecniche	-46.250,0	-46.250,0	-53.650,0	-27.750,0	-27.750,0
Immobilizz. imm. e oneri plur.	-3.750,0	-3.750,0	-4.350,0	-2.250,0	-2.250,0
Immobilizzazioni finanziarie	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Investimenti</b>	<b>-50.000,0</b>	<b>-50.000,0</b>	<b>-58.000,0</b>	<b>-30.000,0</b>	<b>-30.000,0</b>
<b>SALDO OPERATIVO</b>	<b>30.804,1</b>	<b>38.220,5</b>	<b>37.278,2</b>	<b>74.851,8</b>	<b>84.288,4</b>
Mutui e prestiti (v/ist. Credito)	0,0	-5.000,0	-4.000,0	-3.000,0	-1.000,0
F.do TFR	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Altri fondi	-478,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Capitale sociale	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Riserve	-7.303,2	-8.052,8	-8.180,4	-8.585,3	-10.003,3
<b>SALDO FINANZIARIO</b>	<b>-7.781,2</b>	<b>-13.052,8</b>	<b>-12.180,4</b>	<b>-11.585,3</b>	<b>-11.003,3</b>
<b>SALDO NETTO</b>	<b>23.022,9</b>	<b>25.167,7</b>	<b>25.097,7</b>	<b>63.266,4</b>	<b>73.285,1</b>
Oneri finanziari	-317,7	-217,2	-167,2	-127,2	-97,2
Altri oneri e accantonamenti	-8.315,2	-8.980,4	-9.698,8	-10.571,7	-11.523,2
Imposte	-10.912,0	-10.501,7	-10.827,5	-11.445,2	-13.117,8
<b>FLUSSO DI CASSA</b>	<b>3.478,0</b>	<b>5.468,4</b>	<b>4.404,2</b>	<b>41.122,2</b>	<b>48.546,9</b>
Saldo di liquidità iniziale	37.647,0	41.125,0	46.593,4	50.997,7	92.119,9
Saldo di liquidità finale	41.125,0	46.593,4	50.997,7	92.119,9	140.666,8
quadr.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Flusso di cassa</b>	<b>3.478</b>	<b>5.468</b>	<b>4.404</b>	<b>41.122</b>	<b>48.547</b>

È noto come il prospetto evidenzi la suddivisione dei flussi per le diverse aree di gestione: attività operativa, di investimento e di finanziamento. Complessivamente, l'azienda produce flussi di cassa sempre positivi, anche crescenti negli anni. Si parte da un flusso di 3,5 milioni nel 2021 fino ad arrivare a 48 milioni nel 2025. È evidente un flusso di cassa più importante negli ultimi due anni, frutto di investimenti decisamente più contenuti rispetto agli esercizi precedenti. Nello specifico, i flussi di cassa derivano da una gestione operativa crescente, generata per lo più dall'ottimo autofinanziamento che l'azienda è in grado di accumulare, unitamente alle variazioni del circolante, anch'esse sempre positive e crescenti.

È facilmente prevedibile come siano gli investimenti ad assorbire la maggior parte delle disponibilità liquide negli anni, per via degli acquisti di immobili, nuovi capannoni, ecc..., soprattutto negli anni in cui si è ipotizzato di portare a termine nuove aperture di punti vendita.

La gestione finanziaria accoglie unicamente le variazioni legate alle quote di mutuo rimborsate negli anni e le riserve accantonate. Per le restanti voci non si evidenziano variazioni degne di nota.

Al netto del flusso finanziario, dunque, il saldo netto generato viene assorbito per la maggior parte dalle imposte, dando luogo così ai flussi di cassa descritti in precedenza.

Analizzando il lavoro svolto finora possiamo concludere che l'azienda, nel corso dei prossimi anni, riesce a generare liquidità importanti, eccedenti rispetto a quelle iniziali. Dunque, il piano finanziario evidenzia la capacità dell'impresa di sostenere gli investimenti pianificati senza necessità di indebitarsi ulteriormente.

D'altronde, era già stato accennato nella prima parte del capitolo come la Magazzini Gabrielli godesse di un importante cash flow che gli permetteva di non aver bisogno di molte "risorse esterne". Lo sviluppo del piano pluriennale e la sua analisi hanno permesso di confermare la premessa iniziale.

## CAPITOLO 4

### UNA VALUTAZIONE D'AZIENDA

#### 4.1 Il Metodo EVA

Occorre tenere bene in mente che il valore creato dall'azienda non dipende solamente dai flussi di cassa futuri attesi dagli investimenti, ma anche dal costo dei fondi. L'azienda, infatti, può prendere in prestito denaro, oppure utilizzare i propri fondi ma certamente ognuna di queste decisioni implica dei costi. Aspetto, quindi, che diventa centrale nel processo decisionale di investimento da parte della direzione aziendale, e nella valutazione d'azienda da parte degli investitori<sup>51</sup>. Una società, infatti, riesce a creare valore se gli investimenti producono rendimenti superiori al costo di capitale<sup>52</sup>, ovvero quando i ricavi riescono a coprire i costi di esercizio ma anche i c.d. oneri figurativi (es. interessi finanziari sui capitali investiti e/o la remunerazione dell'imprenditore per il rischio d'impresa); al contrario, lo distrugge. Tutto questo può essere calcolato tramite il c.d. *indicatore EVA (Economic Value Added)*, indicatore della performance di un'azienda calcolato

---

<sup>51</sup> Cost of Capital in Corporate Finance and Portfolio management, by CFA INSTITUTE, 2013.

<sup>52</sup> Il costo del capitale è il tasso di rendimento che gli investitori, siano essi proprietari o investitori esterni, richiedono come compenso per il loro contributo, per il loro investimento nella società.

come differenza tra il reddito operativo netto e il costo del capitale impiegato per produrre quel reddito.<sup>53</sup>

$$\text{EVA} = \text{NOPAT} - \text{WACC} * \text{Capitale Investito}$$

dove NOPAT (*Net Operating Profit After Taxes*) rappresenta il reddito operativo netto dopo le tasse, mentre il WACC (*Weighted Average Cost of Capital*) il costo medio ponderato del capitale.

Oppure, l'EVA può essere espresso sotto un'altra forma:

$$\text{EVA} = (r - c) * \text{Capitale Investito}$$

Se  $\text{EVA} > 0$  l'azienda crea valore, cioè il rendimento del capitale investito ( $r$ ) è maggiore del suo costo ( $c$ ). Viceversa, un'azienda distrugge ricchezza ( $\text{EVA} < 0$ ) se il rendimento del capitale investito ( $r$ ) è inferiore al costo dello stesso ( $c$ ).

L'EVA può essere considerata un'alternativa ad una delle più consolidate tecniche di misurazione del valore aziendale, come quella dell'attualizzazione dei flussi finanziari generati da un investimento (DFC: Discounted Cash Flow), tecnica più sofisticata e caratterizzata da maggior criticità nella sua esatta determinazione.

---

<sup>53</sup> <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/eva146.htm>

Però, nonostante l'EVA presenti un certo grado di arbitrarietà derivante dalle rettifiche da apportare al NOPAT, si configura ugualmente uno strumento utile per i sistemi d'incentivazione dei managers e di comunicazione esterna.<sup>54</sup>

Dunque, procediamo con la determinazione del valore generato dall'azienda, sottolineando come non sia questo l'obiettivo dell'elaborato ma semplicemente una mera "applicazione" del piano finanziario definito nel capitolo precedente.

Per il calcolo dell'EVA sono richiesti una serie di aggiustamenti e rettifiche contabili delle voci del NOPAT e del Capitale Investito (CI), necessari per esprimere una reale valutazione del capitale effettivamente investito e del reddito monetariamente disponibile. Vanno apportate delle rettifiche tese a garantire omogeneità dei valori in termini di politiche finanziarie soggiacenti e a ridistribuire nel tempo costi e ricavi secondo criteri meglio rispondenti alla loro utilità aziendale. Aggiustamenti che accertino che nel NOPAT e nel CI non compaiano i riflessi della gestione finanziaria, e quelli prodotti da alcune convenzioni contabili, come ad esempio le c.d. riserve LIFO (Last In First Out), i costi finalizzati allo sviluppo, gli accantonamenti ai fondi per rischi e oneri, compresi quelli per la svalutazione dei crediti, ecc...<sup>55</sup>

---

<sup>54</sup> Studio di CUCCARO G. (<http://studiocuccaro.com/wp-content/uploads/2018/08/economic-value-added-eva.pdf>)

<sup>55</sup> REBOA M.

Il NOPAT è il reddito operativo normalizzato dopo le imposte. Si tratta del reddito operativo dal quale vengono sottratti gli ammortamenti e le imposte sul reddito. Fondamentalmente, esprime la redditività del capitale investito, quindi le rettifiche apportate in sede di normalizzazione del reddito dovranno essere riflesse anche nel calcolo del CI.

Il Capitale investito, invece, è determinato dalla somma tra il capitale proprio e il capitale di terzi oneroso, ovvero i debiti finanziari, sia a breve che a medio/lungo termine.

Il WACC è il costo medio ponderato del capitale, ovvero il costo complessivo dei mezzi finanziari impiegati, capitale proprio, investito a titolo di rischio e capitale di debito. Il primo, in poche parole, rappresenta il tasso di rendimento richiesto dagli azionisti della società, ottenuto aggiungendo al rendimento medio delle attività finanziarie prive di rischio (tasso risk free), un premio per il rischio nel quale l'imprenditore incorre investendo in un'attività il cui risultato è incerto.<sup>56</sup>

Mentre, il costo del capitale di debito indica la remunerazione di tutte le passività onerose dell'azienda.

---

<sup>56</sup> Calcolo del costo del capitale proprio è dato dal modello del CAPM (Capital Asset Pricing Model):  $r_e = r_{\text{risk free}} + \beta (r_{\text{investimento}} - r_{\text{risk free}})$



Il wacc può essere così espresso:

$$\text{wacc} = r_d (1 - t) \cdot D/(E + D) + r_e \cdot E/(E + D)$$

dove  $r_d$  rappresenta il costo marginale del capitale di debito, al netto delle imposte  $(1 - t)$ ,  $r_e$  il costo del capitale proprio e le variabili  $D$  ed  $E$  indicano rispettivamente il valore di mercato del debito finanziario e del capitale proprio.

#### **4.2 Il Risultato: il valore prodotto dall'azienda**

Dopo un breve accenno teorico del metodo EVA, passiamo al calcolo delle diverse variabili che ci permetteranno di determinare l'Economic Value Added, obiettivo di questo capitolo. Si andrà a calcolare il valore solo per l'anno 2020.

Per prima cosa, calcoliamo il NOPAT, andando ad escludere le componenti finanziarie e straordinarie del conto economico. Nel nostro caso le rettifiche da apportare sono solamente la sottrazione degli accantonamenti e oneri e delle imposte sul reddito. Come vediamo il NOPAT è molto vicino al risultato netto; la motivazione sta nel fatto che l'azienda non presenta molte voci legate alla gestione finanziaria:

<b>CALCOLO DEL NOPAT ANNO 2020</b>	
<b>REDDITO OPERATIVO</b>	<b>40.092</b>
- Accantonamenti e oneri	6.555
- Imposte	9.195
<b>NOPAT</b>	<b>24.342</b>
- Oneri finanziari	365
+ Proventi finanziari	367
<b>UTILE NETTO</b>	<b>24.344</b>

Il secondo passaggio, è il calcolo del Capitale investito, dato dalla somma tra il capitale proprio e i debiti finanziari, a breve e a medio-lungo periodo.

<b>CALCOLO DEL CAP. INVESTITO ANNO 2020</b>	
<b>CAPITALE PROPRIO</b>	<b>289.243</b>
+ debiti finanziari	31.768
<b>CAPITALE INVESTITO</b>	<b>321.011</b>

Sappiamo che il NOPAT e il CI sono direttamente correlati. Il risultato economico deve essere confrontato con il costo del capitale grazie al quale questo reddito è stato prodotto. Per questo, il wacc, ovvero il tasso che rappresenta tale costo, dovrà comprendere il costo del capitale complessivamente acquisito per permettere all'azienda di dotarsi del capitale investito netto.

Nel nostro caso il wacc è del 3,24%:

$$\text{wacc} = 0,012 (1 - 0,23) \cdot 31.768 / (289.243 + 31.768) + 0,035 \cdot 289.243 / (289.243 + 31.768) = 3,24\%$$

È stato ipotizzato un costo del capitale proprio ( $r_e$ ) circa del 3,5%, determinato sulla base della percentuale dei dividendi del 30%: rapporto tra utili distribuiti (circa 7 milioni) e totale patrimonio netto; mentre, il costo del debito ( $r_d$ ) è di circa l'1,2% (rapporto tra oneri finanziari e debiti finanziari).

Il costo del capitale ponderato calcolato è molto basso rispetto alla media delle altre imprese. Le ragioni si incentrano non tanto sul fatto che la componente di finanziamento esterna delle altre imprese è solitamente più alta, quanto perché il costo del capitale proprio è molto più alto rispetto al nostro 3%. Normalmente, infatti, in una qualsiasi impresa quotata, i gradi di rischio (specie se l'impresa è molto innovativa) possono essere molto elevati. Nel nostro caso abbiamo invece un'impresa che, vendendo beni alimentari, è alquanto stabile dal punto di vista del profilo finanziario; il tasso di crescita è abbastanza costante così come la redditività. Di conseguenza, il rischio intrinseco del profilo finanziario di questa impresa è molto basso. Ecco perché il costo del capitale proprio è così contenuto: esso rispecchia semplicemente la remunerazione dell'investimento degli azionisti e non ha una componente aggiuntiva considerevole legata al grado di rischio implicito.

Si vede, dunque, che la maggior parte del peso del costo del capitale ponderato (wacc) è dato dal costo del capitale proprio, piuttosto che da quello del debito finanziario. Infatti, la quantità dei finanziamenti è molto più bassa rispetto al patrimonio netto.

Sulla base delle tre variabili calcolate, si determina un EVA di:

$$\text{EVA} = 24.342 - 0,0324 * 321.011 = 13.937,40$$

Quindi, nell'anno l'azienda ha generato circa 14 milioni di valore economico. Se si considera che l'indebitamento è molto contenuto, l'EVA, ovvero quello che l'azienda ha guadagnato, in realtà è l'utile ricapitalizzato al netto di quello distribuito. (Utile di 24 milioni e dividendi per circa 7 milioni). Ciò vuol dire che il reddito operativo netto dopo le imposte dell'impresa è sufficiente per coprire il costo del capitale investito, quindi l'azienda ha prodotto valore.

Dunque, se l'Economic Value Added (EVA) rappresenta un efficace strumento per valutare la convenienza economica delle strategie d'impresa,<sup>57</sup> è possibile concludere che l'azienda oggetto del nostro lavoro ha concretizzato al meglio le sue "strategie", producendo un valore alquanto consistente e interessante.

---

<sup>57</sup> REBOA M.

## SITOGRAFIA

1. <https://www.teikos.team/dai-dati-alle-informazioni-la-pianificazione-finanziaria/>
2. <https://www.borsadelcredito.it/Guida-al-credito/merito-credito/pianificazione-finanziaria-aziendale.aspx>
3. <https://know.cerved.com/tool-educational/la-pianificazione-finanziaria/>
4. <https://www.b2corporate.com/pianificazione-finanziaria-aziendale-strategia-innovazione/>
5. <https://www.lexebusiness.it/servizi/pianificazione-finanziaria>
6. <https://www.fiscoetasse.com/approfondimenti/12082-la-pianificazione-finanziaria-obiettivi-e-scelte-operative.html>
7. <https://www.eg-servizi.it/pianificazione-economica-finanziaria.html>
8. <https://www.sistemiamolitalia.it/il-business-plan-nel-processo-di-pianificazione-finanziaria/>
9. <https://www.soluzionetasse.com/business-plan-cose-come-fatto-e-perche-e-importante-per-lazienda/>
10. <http://web.tiscali.it/andyrap-wolit/cap3.htm>
11. <https://farenumeri.it/budget-finanziario>
12. <https://aziendo.it/elaborazione-del-budget-finanziario-aziendale/>
13. Il budget economico, finanziario, patrimoniale, Capp&Phedro, 2007, <http://www.phedro.it/site/articoli/archivio/il-budget-economico-finanziario-patrimoniale>

14. <https://www.slideshare.net/NewTrendConsulting/modelli-di-tesoreria-aziendale>
15. Pianificazione finanziaria per le piccole e medie imprese, CreditSuisse, 2019 [https://www.credit-suisse.com/media/assets/microsite/docs/business-easy/finanzplanung\\_it.pdf](https://www.credit-suisse.com/media/assets/microsite/docs/business-easy/finanzplanung_it.pdf)
16. DANISI M., BOLDRINI G., GUERRA E. *LINEE GUIDA ALLA REDAZIONE DEL BUSINESS PLAN*, a cura del Gruppo di Lavoro Area Finanza Aziendale del Consiglio Nazionale dei Commercialisti e degli Esperti Contabili  
[https://www.commercialisti.it/documents/20182/323701/Linee+guida+Business+Plan\\_protocollo\\_2.pdf](https://www.commercialisti.it/documents/20182/323701/Linee+guida+Business+Plan_protocollo_2.pdf)
17. <https://www.gabriellispa.it>
18. <http://studiocuccaro.com/wpcontent/uploads/2018/08/economic-value-added-eva.pdf>
19. <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/eva146.htm>

## BIBLIOGRAFIA

BREALEY, R., & MYRES, S., *Principi di finanza aziendale*. Milano: McGraw-Hill Libri Italia S.r.l., 1993.

BONAMINI M., *Aspetti generali della funzione finanziaria. la gestione finanziaria, la sua pianificazione e il business plan.*, Carrara: Camera di Commercio di Massa-Carrara, 2012.

BORSA ITALIANA, *Guida al piano industriale. Listing Guides*, Milano 2003.

CFA INSTITUTE, “Cost of Capital” in *Corporate Finance and Portfolio management*, 2013.

CUCCARO G., *L'EVA (economic value added) come indicatore di creazione di valore aziendale*, 2018.

CUCCULELLI M., *I modelli di simulazione economico-finanziaria d'impresa*, CLUA, Ancona, 1995.

DELGROSSO M. & Nicastro A., *Tesoreria e pianificazione finanziaria: l'approccio della Delgrosso S.p.A.*, Amministrazione & Finanza, 2012.

IORE G., *Excel per il controllo di gestione e la finanza aziendale*. Guide Operative, Wolters Kluwer, Ipsa, 2020.

GRASSELLI A., *Contabilità Finanza e Controllo*, n. 3, Milano, Il sole 24 ore, 2007.

MANCA F., *Il controllo della liquidità nelle PMI. Metodi, strumenti e tecniche di rappresentazione*, Milanofiori Assago, Ipsa, 2013.

MASINELLI F., GIOVANELLI D., *Tesoreria aziendale. Guide Operative*, Vicenza, Wolters Kluwer, Ipsa, 2018.

PAVARANI E., TAGLIAVINI G., *Pianificazione finanziaria. La gestione della solvibilità e del valore*, Milano, McGraw-Hill, 2006.

REBOA M. L'economic value added (EVA) come strumento di valutazione delle strategie., 1998.

ROSIN R, *Business planning, strategia e valutazione finanziaria*. Milano: Ulrico Hoepli Editore S.p.a., 2012.



## ***Ringraziamenti***

Ringrazio prima di tutto il mio relatore, il Professor Marco Cucculelli, per il tempo dedicatomi, i consigli, il suo supporto e la sua comprensione.

Grazie a chi c'è stato, a chi c'è e chi ci sarà. È stato un viaggio duro, complicato, fatto di soddisfazioni ma anche di tante delusioni, momenti belli ma anche tanti "momenti no". Grazie a tutti coloro che, con suggerimenti, critiche e osservazioni, mi hanno aiutato a portare a termine questo lungo percorso.

Sola forse non ce l'avrei fatta. A tutti va la mia immensa gratitudine.

Un grazie di cuore a mamma, babbo e a mio fratello, sempre presenti, che mi hanno sostenuto in tutto e gratificato in ogni circostanza, senza mai perdere la fiducia in me.

A Matteo, il mio punto fermo da tanti anni. Probabilmente devo a Lui questo traguardo. È Lui che mi ha sempre spronato a non mollare nei momenti di difficoltà, credendo sempre in me e nelle mie potenzialità. A Lui che non mi ha fatto mai pesare la mia "assenza" durante i lunghi e travagliati periodi di studio, compreso sempre i miei sfoghi e asciugato le mie lacrime. Mi ha anche rimproverato molte volte, ma aveva ragione.

Grazie alle mie nonne, ai miei zii e cugini e grazie ai miei amici che mi hanno accompagnato e sostenuto in questa avventura.

Ma soprattutto grazie a me stessa, alla mia caparbia e determinazione che, da sempre, mi accompagnano e mi hanno portato fin qui, senza mai mollare, raggiungendo gli obiettivi prefissati.