



Consiglio Nazionale
dei Dottori Commercialisti
e degli Esperti Contabili

**Fondazione
Nazionale dei
Commercialisti**

RICERCA

DOCUMENTO

QUALITÀ DEL BILANCIO E INFORMAZIONI RILEVANTI PER I FONDI DI PRIVATE EQUITY

AREA DI DELEGA CNDCEC

Finanza aziendale

CONSIGLIERE DELEGATO

Antonio Repaci

COMMISSIONE DI STUDIO

Finanza reporting

PRESIDENTE

Fabio Cigna

23 OTTOBRE 2024

DOCUMENTO

Qualità del bilancio e informazioni rilevanti per i fondi di private equity



Consiglio Nazionale
dei Dottori Commercialisti
e degli Esperti Contabili

**Fondazione
Nazionale dei
Commercialisti**

RICERCA

Area di delega CNDCEC “Finanza aziendale”

A cura della Commissione di studio “Finanza reporting”

Consigliere CNDCEC delegato

Antonio Repaci

Presidente

Fabio Cigna

Segretario

Cristina Filippi

Coordinatore del documento

Giovanni Carlo Coppola

Componenti

Paolo Roberto Arcudi

Valentina Billero

Maurizio Bitetto

Enrico Brunazzi

Vincenzo Cesarini

Giada Coco

Venanzio Guerra

Barbara Guglielmetti

Mauro Iacobacci

Massimo Rocco La Gamba

Monica Manfredini

Marco Pardi

Luigi Antonio Pellegrino

Virgilio Puletti

Claudio Recupero

Michelangelo Scordamaglia

Giuliano Soldi

Maria Lorena Totaro

Fondazione Nazionale di Ricerca dei Commercialisti

Roberto De Luca

Nicola Lucido



Sommario

Premessa	3
1. Informazioni di interesse per l'investitore in capitale di rischio	4
2. Qualità del bilancio e affidabilità dei dati	7
3. Principali rettifiche da effettuare (EBITDA <i>adjusted</i>)	11
4. Principali indicatori analizzati dagli investitori in capitale di rischio	13
5. Conclusioni	19
6. Appendice: caso pratico	21



Premessa

Il mercato del Private Equity (PE) in Italia sta attraversando una fase di notevole sviluppo e cambiamento: nel corso degli ultimi anni, infatti, si assiste a un aumento significativo delle attività realizzate con fondi di Private Equity, sia nazionali che internazionali, che svolgono un ruolo chiave in molte operazioni rivolte alla crescita e alla riorganizzazione delle aziende.

L'*appeal* dell'Italia come destinazione di investimento è emerso in modo evidente attraverso un numero crescente di operazioni attuate anche da operatori esteri, che riflette la fiducia nel potenziale di crescita dell'economia italiana.

Il volume complessivo delle transazioni nel settore ha sperimentato un notevole aumento, con un particolare focus su comparti chiave come la tecnologia, la salute e l'energia. Questa diversificazione degli interessi degli investitori rispecchia la ricerca di opportunità in settori ad alto potenziale di crescita e innovazione.

I fondi di Private Equity, tuttavia, non sono più solo meri fornitori di finanziamenti, ma sono diventati veri e propri partner strategici per molte aziende. La collaborazione con questi soggetti, infatti, non solo offre accesso a risorse finanziarie, ma anche a competenze gestionali e a un supporto strategico che contribuisce alla crescita e all'internazionalizzazione delle imprese stesse.

In conclusione, il mercato del Private Equity in Italia si presenta dinamico e in evoluzione, con un ruolo sempre più centrale nel plasmare il panorama economico del Paese attraverso la promozione di investimenti, la creazione di partnership strategiche e il supporto alla crescita delle imprese, anche dal punto di vista della cultura imprenditoriale e manageriale.

Attesa l'importanza di tale strumento, il presente documento intende offrire alcuni spunti sui principali indicatori e sulle informazioni che i fondi analizzano nella valutazione delle aziende in cui investire, partendo dalla verifica dell'affidabilità e attendibilità dei dati economico-finanziari riportati in bilancio.



1. Informazioni di interesse per l'investitore in capitale di rischio

L'investitore in capitale di rischio si trova di fronte a una complessa valutazione delle sue scelte, adotta un approccio sistematico e puntuale nella valutazione delle opportunità di investimento, considerando variabili specifiche che spesso si differenziano da quelle valutate dagli altri attori dello scenario economico. Tra le molteplici considerazioni, alcune emergono come particolarmente rilevanti.

In questo contesto, la chiave del processo decisionale è rappresentata, in primo luogo, dall'attenta analisi della *mission* della società esaminata, che permette di comprendere i valori e gli obiettivi a lungo termine dell'azienda. Gli investitori, infatti, non sono interessati ai soli dati finanziari, ma intendono comprendere anche lo scopo ultimo dell'organizzazione, per valutare l'allineamento tra la missione dell'azienda e i propri obiettivi di investimento.

Allo stesso tempo, l'investitore dedica particolare attenzione allo studio degli aspetti operativi della realtà aziendale, cercando di decifrare il suo *business model* in modo chiaro e completo. Un investitore cerca di scoprire i fattori che più di altri influenzano la creazione di valore dell'azienda, allo scopo di analizzare come la stessa riesce a generare ricavi, gestire i costi e garantire un'adeguata redditività nel tempo. Un modello di business chiaro e ben definito consente agli investitori di immaginare come l'azienda possa affrontare le sfide future, capitalizzare le opportunità ed evolversi con il cambiamento delle dinamiche settoriali.

Nel campo degli investimenti, è naturale la correlazione tra gli aspetti connessi alla redditività e la valutazione dei rischi. A tal proposito, un investitore deve comprendere i rischi intrinseci associati all'azienda, siano essi di mercato, operativi o macroeconomici. Un'azienda che fornisce informazioni chiare e tempestive rassicura l'investitore nel suo processo decisionale, poiché gli permetterà di valutare sia il rendimento dell'investimento che il rischio ad esso correlato.

Gli investitori, in tal modo, possono individuare vulnerabilità e potenziali elementi di criticità nel modello di business. Ad esempio, se una parte significativa dei ricavi proviene da un singolo cliente, prodotto o regione geografica, l'azienda potrebbe essere più suscettibile a eventi avversi in quella particolare area. La diversificazione delle fonti di ricavo diventa una strategia di mitigazione del rischio che gli investitori attenti privilegiano nella valutazione della stabilità e della resilienza di un'azienda.

Inoltre, approfondire i meccanismi di generazione di ricavi e margini consente di valutare la scalabilità del business e fornisce elementi sull'efficienza delle operazioni dell'azienda, sulla sua capacità produttiva e sul potenziale di espansione della sua quota di mercato. Gli investitori sono interessati non solo ad aziende che possono generare ricavi oggi, ma anche a quelle con obiettivi futuri ben definiti e una chiara strategia di crescita in termini di creazione di valore sostenibile. In sostanza, il desiderio di un investitore di capire come un'azienda genera ricchezza è radicato nella ricerca di una comprensione "olistica" del business. Si tratta di un'analisi che va oltre il mero esame dei bilanci, cercando di svelare la narrazione della posizione di mercato dell'azienda, della sua visione strategica e delle considerazioni etiche su cui si basa l'attività operativa.

Gli investimenti sono spesso selezionati nell'ambito delle proprie competenze e in determinati settori, come conseguenza di una strategia ponderata, poiché l'esperienza settoriale migliora la capacità di prendere decisioni informate. La scelta di un investitore di concentrarsi su aziende che rientrano nel suo ambito di competenza si basa su un approccio strategico e pragmatico agli investimenti. La logica dietro questa strategia selettiva comprende una serie di fattori che contribuiscono complessivamente alla ricerca del successo a lungo termine e alla mitigazione del rischio. Investire in settori familiari permette di utilizzare la conoscenza pregressa dell'investitore sulle dinamiche, le tendenze e le complessità di un settore specifico, valutandone in modo più efficace rischi e potenzialità.

Un'altra variabile chiave da analizzare è rappresentata dalla natura ciclica o anticiclica del business, in quanto l'investitore mira a discernere se le vendite di un'azienda seguono il ciclo economico, aumentando in periodi di crescita e riducendosi durante le fasi di recessione. Questo aspetto è rilevante per valutare il grado di rischio associato agli investimenti e adottare strategie adeguate a mitigare l'impatto di eventuali *downturn* economici. In conclusione, la volontà di un investitore di comprendere se i risultati economico-finanziari di un'azienda siano ciclici, anticiclici o resistenti a eventuali recessioni riflette la consapevolezza della complessità del contesto economico. Questa analisi approfondita mira a fornire una panoramica chiara della dinamica del mercato, consentendo agli investitori di prendere decisioni informate e, conseguentemente, adottare strategie adeguate in funzione delle mutevoli condizioni economiche. La capacità di attraversare cicli economici e mantenere una *performance* positiva durante le recessioni diventa un indicatore rilevante per gli operatori di Private Equity, che cercano di costruire un portafoglio bilanciato e resiliente nel lungo periodo.

Di non minore importanza è la comprensione del vantaggio competitivo, delle sue fonti e della sua prospettiva di espansione. L'interesse di un investitore nel comprendere se un'azienda possiede un vantaggio competitivo sostenibile riflette la consapevolezza critica che la capacità di un'impresa di differenziarsi e mantenere una posizione di vantaggio nel lungo termine è un elemento fondamentale per il successo e la redditività degli investimenti.

Inoltre, un vantaggio competitivo, a maggior ragione se sostenibile, spesso si riflette nelle dinamiche economico-finanziarie delle aziende, poiché quelle che lo posseggono tendono, ad esempio, a generare margini più elevati e flussi reddituali e finanziari più stabili e remunerativi. La stabilità finanziaria offre all'azienda la flessibilità necessaria per investire in innovazione di prodotto e di processo, rafforzando il perseguimento degli obiettivi stabiliti e migliorando le strategie a lungo termine. I fondi valutano, quindi, indicatori che riflettano la forza e la coerenza del vantaggio competitivo di un'azienda orientata alla creazione di valore durevole.

Individuate le fonti di vantaggio competitivo e considerato il posizionamento dell'azienda, gli investitori si soffermano sull'analisi della redditività e del ritorno dell'investimento, rispetto al quale la gestione del rischio è un altro aspetto rilevante, al fine di verificare se l'azienda stia considerando attentamente i potenziali rischi e le strategie per la loro mitigazione.

Un ulteriore elemento da analizzare è rappresentato dall'analisi della struttura finanziaria dell'impresa, vale a dire il mix tra debito e capitale proprio, poiché ciò offre agli investitori indicazioni sul livello di rischio finanziario assunto dall'azienda. Gli investitori cercano di comprendere se l'azienda ha adottato una strategia di finanziamento che bilanci le opportunità di sfruttare la leva finanziaria con la necessità di mantenere una struttura del capitale sostenibile e resiliente nel tempo. A tale proposito, gli investitori analizzano se l'azienda ha ottenuto risorse attraverso strumenti di equity, come azioni emesse, o mediante l'assunzione di debito, come prestiti bancari o obbligazioni. Le società che fanno ricorso in modo prevalente al mercato dei capitali potrebbero diluire il valore per gli azionisti esistenti, mentre un'eccessiva dipendenza dal debito può aumentare il rischio finanziario.

Un altro degli aspetti che guidano le decisioni dell'investitore è rappresentato da una dinamica positiva dell'autofinanziamento derivante dalle attività operative, che consente all'azienda di investire in opportunità di crescita senza dipendere eccessivamente da finanziamenti esterni.

La generazione di *free cash flow to equity* positivi, inoltre, è necessaria per sostenere il pagamento di dividendi, atteso che gli investitori spesso cercano società che non solo generano profitti dal punto di vista contabile, ma che sono anche in grado di convertirli in flussi di cassa effettivi per remunerare gli azionisti. Gli investitori valutano se l'azienda è in grado di mantenere e aumentare nel tempo la distribuzione di dividendi o di implementare programmi di riacquisto di azioni proprie, segnalando al mercato una gestione finanziaria oculata dell'impresa e un suo impegno verso la creazione di valore a beneficio degli azionisti.

Infine, la valutazione delle variabili che influenzano il *Discounted Cash Flow* (DCF), insieme all'analisi di EBITDA ed EBIT, completa il quadro complessivo considerato dall'investitore nel processo decisionale.

L'analisi DCF è largamente utilizzata dagli investitori per analizzare il valore di un'azienda basandosi sui suoi flussi di cassa futuri. Sul tema, gli investitori considerano come eventuali variazioni nelle ipotesi di crescita possono influenzare i risultati dell'analisi DCF. Questo approccio consente di valutare il grado di incertezza associato alle ipotesi di base e sviluppare scenari alternativi per comprendere meglio i possibili risultati.

Altro elemento fondamentale nell'analisi DCF è rappresentato dal tasso di attualizzazione, che definisce il rendimento richiesto dagli investitori per assumere il rischio di investire in un'azienda piuttosto che in altri asset. Le *assumptions* relative alla crescita influenzano direttamente la percezione del rischio e la stabilità a lungo termine dell'azienda, che gli investitori considerano attentamente nella determinazione del tasso di sconto. Una crescita elevata ma volatile, ad esempio, potrebbe implicare un maggiore rischio e richiedere un tasso di sconto più alto, mentre una crescita moderata ma più costante può suggerire una maggiore stabilità e richiedere un tasso di sconto più contenuto.

Gli investitori valutano attentamente variabili quali EBITDA ed EBIT, anche in relazione all'utilizzo del metodo dei multipli per valutare il valore di un'azienda. Essi possono utilizzare tali multipli per confrontare il valore di mercato di un'azienda in relazione ai suoi margini operativi ed effettuare confronti significativi con altre aziende del settore o, più in generale, con il mercato nel suo complesso.

2. Qualità del bilancio e affidabilità dei dati

Il professionista che assiste un cliente in operazioni che vedono la partecipazione di fondi di private equity, quali ad esempio fusioni e acquisizioni (Mergers & Acquisition), è tenuto a considerare i dati del bilancio con il giusto senso critico, anche per individuare la presenza di eventuali errori.

Di seguito indichiamo le situazioni in cui, attesi i margini di discrezionalità nell'ambito dei quali il redattore di bilancio opera nella valutazione di alcune voci, è più probabile che si annidi il rischio di errori o alterazioni.

Tabella 1 - Principali voci da analizzare per valutare l'affidabilità dei dati di bilancio

Voce	Modifiche	Effetto potenziale
Ricavi	Iscrizione di ricavi prima che siano effettivamente realizzati	Maggiori ricavi
Crediti	Minori accantonamenti per perdite Mancata rilevazione di perdite su crediti	Minor costo del venduto
Magazzino	Rettifiche	Minor costo del venduto
Risconti attivi	Sopravalutazione dei risconti attivi	Minor costo del venduto
Immobilizzazioni materiali	Incremento della vita utile stimata	Minori ammortamenti
Immobilizzazioni immateriali	Inappropriata capitalizzazione	Minori costi
Risconti passivi	Riduzione dei risconti passivi	Maggiori ricavi
Fondi di garanzia	Minori accantonamenti	Minori costi
Ratei passivi	Riduzione dei ratei passivi	Minori costi

È evidente che, se non si parte da dati affidabili, le analisi e le valutazioni effettuate sui bilanci avranno scarsa validità informativa per supportare il processo decisionale. Di conseguenza, la prima operazione da effettuare è quella di accertarsi che i dati di bilancio abbiano un sufficiente grado di attendibilità. Tale ragionevole certezza può essere ottenuta attraverso l'utilizzo di opportune tecniche di indagine. Nel proseguo del nostro lavoro ne indicheremo due tra le più usate: 1) l'Approccio di Penman; 2) lo Score di Beneish.

L'approccio di Penman consiste nel mettere a confronto alcuni valori del bilancio per comprenderne le variazioni tra i diversi esercizi. Lo score di Beneish è, invece, un approccio più semplice, in quanto utilizza un modello statistico che restituisce un valore di tipo binomiale (Sì/NO), che fa capire che quel determinato bilancio ha un certo profilo di rischio dal punto di vista dell'attendibilità e della presenza di eventuali errori.

Approccio di Penman

Diagnostiche relative ai Ricavi

La prima operazione che prevede il metodo di Penman è il calcolo della liquidità prodotta dalle vendite: tenendo conto che i ricavi netti sono dati dalla relazione

$$\text{Ricavi netti} = + \text{Incassi}^1 + \Delta \text{ Crediti vs clienti}^2$$

e poiché la liquidità delle vendite non può essere facilmente manipolata, a una eventuale manipolazione sul valore dei ricavi corrisponde una variazione dei crediti e dei ricavi differiti. L'analisi e il confronto di queste variazioni nel tempo possono far capire se siamo in presenza di manipolazione o meno, attraverso il calcolo degli indici di seguito evidenziati:

- 1) ricavi netti/incassi;
- 2) ricavi netti/crediti netti vs clienti;
- 3) ricavi netti/ricavi differiti.

Per il ragionamento sopra riportato, in presenza di manipolazione sui ricavi, il primo indice aumenta; il secondo dovrebbe rimanere stabile o diminuire, in quanto aumentano i crediti vs clienti; il terzo dovrebbe aumentare per la diminuzione (o la invarianza) dei ricavi differiti.

In ogni caso, anche una variazione assoluta di grande entità, in un senso o nell'altro, di un singolo indice, tra un esercizio e l'altro è da indagare con attenzione, in quanto potrebbe essere il sintomo di una manipolazione o di un errore nella redazione del bilancio. Tuttavia, queste variazioni potrebbero essere dovute a pratiche legittime o al particolare settore in cui opera la società e, pertanto, è opportuno approfondire l'analisi. In caso di manipolazione sui ricavi, essendo la liquidità non modificabile, per contropartita si rileverà necessariamente una variazione dei crediti. Ne consegue che l'indagine debba riferirsi alle variazioni dei crediti utilizzando alcune tra le diagnostiche di seguito evidenziate:

- 1) accantonamento perdite su crediti/perdite su crediti;
- 2) fondo svalutazione crediti/crediti vs clienti;
- 3) accantonamento perdite su crediti/ricavi netti;
- 4) crediti vs clienti/(ricavi + iva) x 365.

In una situazione normale, tutti gli indicatori sopra evidenziati dovrebbero mantenersi stabili nel tempo.

Diagnostiche relative alle variazioni delle attività operative nette (net operating assets – NOA)

Ulteriore strumento di indagine per individuare eventuali errori o manipolazioni sui dati contabili riguarda l'analisi delle variazioni del Net Operating Asset (NOA). Il NOA è la somma algebrica del totale

¹ Compresa iva.

² $\Delta \text{ Crediti vs clienti} = \text{Crediti vs clienti}_{(t-1)} - \text{Crediti vs clienti}_{(t)}$.

attivo sottratte le immobilizzazioni finanziarie e i debiti operativi e corrisponde al rapporto Ricavi/Asset Turn Over (ATO).

Gli elementi appena calcolati permettono di determinare il Reddito Operativo Normalizzato (Normal Operative Income). La variazione del NOA normalizzato è uguale al rapporto tra la variazione dei ricavi e l'asset Turn Over Normalizzato ($\Delta\text{Normalized NOA} = \Delta\text{Ricavi}/\text{Normal ATO}$).

Il calcolo dell'Asset Turn Over normalizzato è di semplice determinazione ed equivale alla media aritmetica dell'Asset Turn Over degli ultimi 3-5 anni. Nel caso in cui non ci sia la disponibilità di 3-5 bilanci si può ovviare utilizzando una media comparabile di aziende appartenenti al medesimo settore e di dimensioni simili.

A questo punto, abbiamo tutti i dati per calcolare il risultato operativo normalizzato, il quale va confrontato con il risultato operativo rilevato in bilancio. Il Normal OI equivale alla somma del Free Cash Flow e della variazione del NOA Normalizzato ($\text{Normal OI} = \text{FCF} + \Delta\text{Normalized NOA}$). Se il rapporto fornisce come risultato un valore che si discosta di molto da 1 ($\text{Normal OI}/\text{OI} \neq 1$), è opportuno effettuare ulteriori approfondimenti.

Il rapporto tra reddito operativo e reddito operativo normalizzato risulta diverso da 1, nel caso, ad esempio, di un incremento del NOA (per nuovi investimenti in scorte, maggiori crediti o per l'aumento delle poste del bilancio soggette a stime) che non sia accompagnato da un incremento dei ricavi di vendita che si ripercuote sul free cash flow e, di conseguenza, il Normalized OI risulterebbe minore di quello riportato in bilancio. Una differenza rilevante tra Risultato Operativo Normalizzato e Risultato Operativo da bilancio è indice di probabili errori o alterazioni.

Diagnostiche relative alle variazioni dell'Asset Turnover (ATO)

Per incrementare il Reddito Operativo, oltre alla gestione dei ricavi, sarebbe opportuno verificare la dinamica dei costi operativi, la quale determina una variazione in senso opposto dell'Asset Turnover, in quanto minori costi operativi determinano l'incremento del NOA. Pertanto, occorre prestare attenzione ai casi in cui il Reddito Operativo aumenta o rimane costante mentre l'ATO diminuisce, in quanto ciò potrebbe significare che la società cerca di nascondere perdite o riduzioni dei profitti modificando tale indicatore.

Le *best practices* suggerite dall'approccio di Penman prevedono di indagare con attenzione la fattispecie in cui forti aumenti del NOA siano seguiti da variazioni molto basse o negative dell'ATO.

Diagnostiche relative agli ammortamenti

Ai fini dell'analisi relativa agli ammortamenti, è necessario, in via preliminare, determinare l'EBITDA Adjusted³, che equivale alla somma del Reddito Operativo e degli ammortamenti delle immobilizzazioni immateriali e materiali, sottratte le spese per investimenti normalizzate:

³ Sul punto, per ulteriori interpretazioni relative all'EBITDA Adjusted, si veda anche quanto contenuto nel Documento del CNDCEC "Ebitda e PFN a fini valutativi e negoziali". Il concetto è approfondito altresì al successivo paragrafo 3.

$$\text{Adjusted EBITDA} = \text{OI} + \text{Depreciation} + \text{Amortization} - \text{Normal Capex}^4.$$

Il Capex è calcolato come differenza tra le immobilizzazioni nette dell'esercizio n e dell'esercizio $n-1$ + gli ammortamenti dell'esercizio n , mentre il Normal Capex è determinato come la media del Capex di 3-5 esercizi.

Determinato in questo modo l'EBITDA *Adjusted*, possiamo calcolare le due diagnostiche relative agli ammortamenti, vale a dire:

- 1) adjusted EBITDA/EBIT;
- 2) depreciation/capex.

Entrambi gli indicatori, in una situazione normale, dovrebbero subire variazioni limitate nel tempo. Cambiamenti di grande entità sono da verificare per valutare l'attendibilità dei dati relativi agli ammortamenti.

Beneish M-Score

Rispetto all'approccio di Penman, che presuppone una notevole esperienza e sensibilità interpretativa da parte dell'analista, il modello di Beneish restituisce un risultato di più facile interpretazione, atteso che lo stesso va confrontato con un dato statistico di *benchmark*. Se il risultato dell'applicazione del modello risulta superiore al valore soglia stabilito, vuol dire che l'attendibilità del bilancio potrebbe risultare inficiata da errori o alterazioni.

Sebbene esistano diverse varianti del modello di Beneish, in questa sede ci limitiamo al modello adattato alle PMI italiane, che prevede la somma di 5 variabili moltiplicate per i rispettivi pesi ponderali e una costante pari a $-6,2273^5$.

Beneish M Score Ita – 5 Variabili

$$\text{M score} = 6,2273 + 0,4488 \times \text{DSRI} + 0,1871 \times \text{GMI} + 0,2001 \times \text{AQI} + 0,2819 \times \text{DEPI} + 0,6288 \times \text{LVGI}$$

$$\text{Costante} = - 6,2273$$

1^ Variabile = + DSRI (Indice di rotazione dei clienti) x 0,4488

$$\text{DSR}(n) = \text{Crediti netti vs clienti } (n) / \text{Fatturato}(n)$$

$$\text{DSR}(n-1) = \text{Crediti netti vs clienti } (n-1) / \text{Fatturato}(n-1)$$

$$\text{DSRI} = \text{DSR}(n) / \text{DSR}(n-1)$$

2^ Variabile = + GMI (Incidenza del costo del venduto) x 0,1871

$$\text{GM}(n) = (\text{Ricavi netti} - \text{Costo del venduto})(n) / \text{Fatturato}(n)$$

$$\text{GM}(n-1) = (\text{Ricavi netti} - \text{Costo del venduto})(n-1) / \text{Fatturato}(n-1)$$

⁴ Investimenti in immobilizzazioni.

⁵ Corsi C. et al., "Beneish M-score and detection of earnings management in Italian SMEs", Ratio Mathematica, 28 (2015), pp. 65-83.

DOCUMENTO

Qualità del bilancio e informazioni rilevanti per i fondi di private equity



Fondazione
Nazionale dei
Commercialisti

RICERCA

$$GMI = GM(n-1) / GM(n)$$

$$3^{\wedge} \text{ Variabile} = + \text{AQI (Asset Quality Index)} \times 0,2001$$

$$AQ(n) = 1 - [(\text{Attivo Corrente} + \text{Immobilizzazioni materiali tecniche}) / \text{Totale Attivo}](n)$$

$$AQ(n-1) = 1 - [(\text{Attivo Corrente} + \text{Immobilizzazioni materiali tecniche}) / \text{Totale Attivo}](n-1)$$

$$AQI = AQ(n) / AQ(n-1)$$

$$4^{\wedge} \text{ Variabile} = + \text{DEPI (Tasso di ammortamento)} \times 0,2819$$

$$DEP(n) = \text{Ammortamenti imm. mat.}(n) / (\text{Imm. mat.} + \text{ammortamenti imm. mat.})(n)$$

$$DEP(n-1) = \text{Ammortamenti imm. mat.}(n-1) / (\text{Imm. mat.} + \text{ammortamenti imm. mat.})(n-1)$$

$$DEPI = DEP(n-1) / DEP(n)$$

$$5^{\wedge} \text{ Variabile} = + \text{LVGI (Grado di indebitamento)} \times 0,6288$$

$$LVG(n) = \text{Totale debiti finanziari}(n) / \text{Totale Attivo}(n)$$

$$LVG(n-1) = \text{Totale debiti finanziari}(n-1) / \text{Totale Attivo}(n-1)$$

$$LVGI = LVG(n) / LVG(n-1)$$

Risultato

M Score > - 4,14 = Probabile alterazione.

Un valore superiore a - 4,14, dunque, indica una potenziale scarsa attendibilità dei dati di bilancio.

3. Principali rettifiche da effettuare (EBITDA *adjusted*)

Come in precedenza accennato, l'EBITDA è un importante strumento di valutazione, anche perché è utilizzato come *proxy* dei flussi di cassa operativi per calcolare il valore aziendale dell'azienda. Soprattutto nelle PMI, durante la preparazione per operazioni di M&A o semplice ingresso nel capitale da parte di fondi di Private Equity, prima di effettuare indagini sulla redditività, la solidità e determinare i parametri per la valutazione, è opportuno procedere a rettificare alcune poste di bilancio che potrebbero essere influenzate da operazioni non ricorrenti, eventi straordinari, voci distorsive della realtà aziendale, costi o ricavi figurativi non riportati in bilancio, ecc. Per riportare la situazione alla normalità, di conseguenza, si depura il bilancio da queste voci, per determinare quello che nella prassi internazionale è denominato EBITDA *Adjusted*, in precedenza richiamato. Ci si riferisce tipicamente a un EBITDA modificato o "adattato" per tener conto di specifici elementi considerati unici o non ricorrenti per natura. Questi adeguamenti vengono effettuati per fornire una visione più accurata delle prestazioni operative in corso dell'azienda, escludendo componenti insolite o non operative.

Le *best practices* consigliano di porre particolare attenzione ad alcune poste critiche del bilancio quali:



- remunerazione della governance: spesso, nelle PMI questo costo non è presente e, in questo caso, è necessario rettificare l'EBITDA sottraendo un valore tipico del settore. Si può verificare anche il caso opposto, cioè il caso in cui sia presente una remunerazione eccessiva rispetto a quelle tipiche del mercato; in questa situazione, l'EBITDA sarà aumentato della differenza tra le remunerazioni iscritte nel bilancio e il valore tipico del mercato;
- locazioni passive: si può verificare il caso in cui gli immobili in cui si svolge l'attività siano di proprietà della compagine sociale e, quindi, siano concessi gratuitamente alla società. In questo caso, è necessario prevedere la rettifica dell'EBITDA sottraendo un valore figurativo per costi di locazione;
- costi non inerenti: poiché nelle PMI italiane è prassi addebitare alla società, specialmente in quelle familiari a ristretta base sociale, costi personali dei soci, quali spese per autovetture, spese telefoniche, viaggi, soggiorni, ecc., diventa quindi necessario depurare il bilancio da queste voci;
- consulenze e spese legali, non ricorrenti, legate ad esempio a un particolare contenzioso;
- perdite su crediti di rilevante importo, che non sono tipiche per la storia della società;
- consulenze per ristrutturazioni o riorganizzazioni aziendali;
- ricavi non ricorrenti come i risarcimenti danni, i contributi in conto impianti o in conto esercizio;
- accantonamenti per rischi, ad esempio in previsione di un contenzioso tributario o legato ad un contenzioso con il personale dipendente;
- impatti dei tassi di cambio legati a un particolare periodo o situazione economica transitoria;
- impatto transitorio di aumenti nelle materie prime o nei costi dell'energia o dei trasporti, come accaduto recentemente durante la crisi Russo/Ucraina o la situazione nel Medio Oriente.

Effettuando questi aggiustamenti all'EBITDA si ottiene, pertanto, un indicatore più accurato della performance operativa dell'azienda, che può essere utile per confrontare le sue prestazioni nel tempo o rispetto ai suoi concorrenti. Tuttavia, è importante notare che le rettifiche specifiche effettuate all'EBITDA possono variare da un'azienda all'altra e gli analisti possono utilizzare criteri diversi per determinare cosa includere o escludere. Per questo motivo, gli adeguamenti devono essere effettuati con la massima cura e la dovuta diligenza in modo che i portatori di interessi, in particolare gli investitori, possano accettare tali adeguamenti come giusti e legittimi.

Sul punto, la prassi consiglia di seguire le seguenti 3 regole:

- oggettività: le voci da rettificare devono essere selezionate in modo oggettivo e basandosi su criteri predefiniti;
- trasparenza: la metodologia di rettifica deve essere chiaramente documentata e resa disponibile agli *stakeholders*;
- coerenza: la rettifica deve essere applicata in modo coerente nel tempo per permettere un confronto significativo.

4. Principali indicatori analizzati dagli investitori in capitale di rischio

Di seguito, si riporta una panoramica dei principali indicatori utilizzati da fondi di Private Equity e investitori in capitale di rischio per valutare le performance dell'azienda target e la sua solidità dal punto di vista finanziario. Ovviamente, in base al settore in cui opera, allo stadio del ciclo di vita dell'impresa e ai profili di rischio, gli analisti determineranno quali parametri utilizzare, come ponderarli al meglio e come interpretare i risultati anche alla luce dei principali *benchmark* di riferimento.

Return On Equity (ROE)

Il ROE misura la redditività netta generata dall'azienda rispetto al capitale proprio investito dagli azionisti. Un ROE elevato indica una elevata efficienza nell'utilizzo del capitale degli azionisti per generare profitti. Questo è generalmente considerato positivo, poiché indica che l'azienda sta generando una buona redditività utilizzando le risorse dei soci.

Tuttavia, è importante notare che il livello appropriato di ROE dipende dal settore in cui opera l'azienda, dalla dimensione, dal rischio-paese e dalle sue specifiche condizioni di mercato. Pur non essendo possibile stabilire un valore soglia valido per tutte le aziende, gli investitori tendono a preferire società che presentano un ROE superiore alla somma del Free Risk Rate e di un adeguato Premio al Rischio.

Formula: $Utile\ netto / Patrimonio\ netto\ medio^6$

Return On Invested Capital (ROIC)

Il ROIC è considerato dagli investitori come un indicatore di redditività più accurato rispetto al ROE poiché tiene conto non solo del patrimonio netto, ma anche del debito, che è una forma di finanziamento su cui l'azienda deve pagare interessi. Il ROIC è una delle metriche più importanti in quanto dimostra l'efficienza con cui la gestione sta allocando l'intero capitale investito.

Un ROIC elevato indica che l'azienda è in grado di generare un rendimento significativo sull'investimento effettuato, il che è generalmente preferibile per gli investitori. Inoltre, un ROIC elevato e stabile indica che l'azienda detiene un vantaggio competitivo forte e duraturo. Il valore ideale del ROIC dovrebbe essere superiore al costo medio ponderato del capitale (WACC).

Formula: $EBIT \times (1 - tax) / (Debiti\ finanziari\ a\ lungo\ termine + Equity - Liquidità)$

Owner's Earnings

Misura la quantità di denaro che può essere prelevata dall'azienda e assegnata agli azionisti. È una misura finanziaria che cerca di valutare i flussi di cassa effettivi che potrebbero essere disponibili per gli azionisti dopo aver considerato i costi di mantenimento del business e le variazioni nel capitale circolante. È spesso utilizzata dagli investitori per valutare la redditività reale di un'azienda.

⁶ $(Patrimonio\ netto\ inizio\ esercizio + patrimonio\ netto\ fine\ esercizio) / 2$.

Calcolare gli Owner's Earnings fornisce agli investitori una visione più accurata dei flussi di cassa effettivi che l'azienda può generare e distribuire agli azionisti. Sebbene la prassi non identifichi un valore ideale, gli investitori preferiscono società in cui:

- gli Owner's Earnings sono superiori al reddito netto, poiché tengono conto di varie voci non monetarie che influenzano la capacità dell'azienda di generare flussi di cassa effettivi;
- gli Owner's Earnings presentano una tendenza stabile o in crescita nel tempo. Questo suggerisce una gestione efficace delle risorse e una capacità costante di generare flussi di cassa positivi;
- gli Owner's Earnings sono sufficienti per coprire i dividendi pagati agli azionisti e, se applicabile, per sostenere i riacquisti di azioni. Questo garantisce che l'azienda possa mantenere una politica di distribuzione di valore sostenibile nel lungo periodo.

Formula: *Utile netto + Ammortamenti +/- Non cash Charges – spese per manutenzioni +/- variazioni del Capitale Circolante Netto*

Earnings Per Share (EPS)

L'EPS misura quanto denaro guadagna un'azienda per ogni azione in circolazione. Questo rapporto è utile per gli investitori poiché fornisce una misura della redditività relativa dell'azienda per ogni azione posseduta. Un valore elevato indica che l'azienda sta generando profitti rilevanti per ciascuna azione in circolazione, il che è generalmente considerato positivo dagli investitori. Tuttavia, è importante notare che l'EPS dovrebbe essere considerato insieme ad altri indicatori finanziari e operativi per ottenere una valutazione completa della performance aziendale. Un aumento dell'EPS potrebbe essere dovuto, è vero, a una maggiore redditività dell'azienda, ma potrebbe anche essere influenzato da fattori come il riacquisto di azioni proprie.

Formula: *Utile netto / numero di azioni in circolazione*

Free Cash Flow Realization

Misura la quantità di utile tradotto in flusso di cassa libero. Questo rapporto fornisce un'indicazione della qualità degli utili dell'azienda e della sua capacità di convertire il reddito contabile in flusso di cassa libero. Un rapporto più alto indica una maggiore capacità dell'azienda di generare flussi di cassa da ogni unità di utile netto, il che è generalmente preferibile per gli investitori.

Formula: *Free Cash Flow to the firm / Utile Netto*

Margine di Contribuzione / Ricavi

Tale indicatore esprime la redditività di un'azienda e la sua efficienza nella gestione dei costi direttamente associati alla produzione. Un risultato elevato indica una maggiore efficienza operativa e una migliore capacità di generare profitto su ogni unità venduta. Si determina sottraendo il costo del venduto ai ricavi e rapportando il risultato ai ricavi stessi.

Formula: *(Ricavi - Costo del Venduto⁷) / Ricavi*

⁷ Utilizzato come proxy per i costi variabili.

Tasso di profitto netto

Il tasso di profitto netto mostra quanto utile è stato generato rispetto ai ricavi. Più alto è tale indicatore, più redditizia è la gestione aziendale.

Formula: $Utile\ netto / Ricavi$

EBIT / Ricavi

Misura la percentuale delle vendite che rimane come utile prima delle imposte e degli interessi. Fornisce la misura della redditività delle operazioni afferenti al *core business* dell'azienda rispetto al volume dei ricavi complessivi. Un valore elevato indica che l'azienda è in grado di generare margini operativi significativi in proporzione ai suoi ricavi totali, il che è generalmente considerato positivo e indica una buona efficienza operativa. Tuttavia, è importante notare che il livello appropriato di questo rapporto può variare a seconda del settore in cui opera l'azienda e delle sue specifiche condizioni di mercato. Ad esempio, alcuni settori possono avere margini operativi naturalmente più alti rispetto ad altri a causa di costi operativi diversi, competizione, o altri fattori.

Formula: $EBIT / Ricavi$

Recurring revenue split

Questo indicatore rileva la proporzione del fatturato ricorrente rispetto al fatturato totale di un'azienda. Il fatturato ricorrente deriva dalla vendita di servizi o prodotti che generano entrate su base regolare e continua, solitamente tramite abbonamenti, contratti a lungo termine o vendite periodiche. Un alto rapporto di fatturato ricorrente su fatturato totale suggerisce che l'azienda ha una base solida di entrate regolari, il che può essere vantaggioso in termini di stabilità finanziaria e previsione delle entrate future.

Dal punto di vista dell'investitore, i ricavi ricorrenti sono più preziosi di quelli non ricorrenti, tanto è vero che maggiore è la percentuale di ricavi ricorrenti, maggiore risultano essere i multipli di valutazione. Ciò accade in quanto alti ricavi ricorrenti limitano il rischio di impresa perché segnalano una stabilità delle entrate finanziarie.

Formula: $Ricavi\ Ricorrenti / Ricavi\ Totali$

Tasso di crescita dei ricavi

La crescita organica è la fonte di crescita preferita dagli investitori. L'indicatore è utilizzato dagli investitori e dagli analisti per valutare le prospettive future dell'azienda e determinare la sua capacità di generare valore nel lungo termine. La crescita dei ricavi, infatti, è il principale motore del rendimento aziendale, perché senza una crescita del fatturato, un'azienda non potrà mai far crescere il suo *free cash flow* a un ritmo interessante a lungo termine.

Formula: $[Ricavi(n) - Ricavi(n-1)] / Ricavi(n-1)$

Tasso di crescita degli utili

Un tasso di crescita degli utili positivo indica che l'azienda sta diventando più redditizia e che sta crescendo, ma potrebbe anche essere un segno di rischio maggiore laddove la volatilità sia eccessiva.

Un tasso di crescita degli utili stabile può indicare che l'azienda è matura e ha un business consolidato.

$$\text{Formula: } [\text{Utile}(n) - \text{Utile}(n-1)] / \text{Utile}(n-1)$$

SG&A/M.d.c.

Il rapporto SG&A/M.d.c. è un indicatore utilizzato per valutare l'efficienza gestionale e operativa di un'azienda, noto anche come rapporto tra spese commerciali, generali e amministrative (SG&A) rispetto al Margine di Contribuzione. Queste spese possono includere costi del personale, affitto, utenze, spese di marketing, viaggi aziendali e altre spese di gestione.

Un rapporto più basso indica che l'azienda sta utilizzando una percentuale relativamente bassa del suo margine lordo per coprire le spese operative e amministrative, il che è generalmente considerato positivo poiché suggerisce una maggiore efficienza gestionale e operativa. Al contrario, un rapporto più elevato può indicare che l'azienda sta dedicando una parte significativa del suo margine lordo alle spese generali e amministrative, il che potrebbe sollevare preoccupazioni riguardo alla gestione dei costi.

$$\text{Formula: } SG\&A / M.d.C.$$

R&D/M.d.C.

Questo indicatore misura l'incidenza delle spese sostenute da un'azienda per la ricerca e lo sviluppo di nuovi prodotti, tecnologie o processi. Le spese in R&D sono un investimento a lungo termine che mira a migliorare l'innovazione e la competitività dell'azienda nel mercato. Quindi un rapporto alto, di regola è un indicatore positivo. Tuttavia, un valore troppo elevato potrebbe sollevare preoccupazioni riguardo alla redditività a breve termine, poiché una grande parte del margine lordo viene reinvestita nella R&D anziché distribuita agli azionisti o utilizzata per altre esigenze aziendali.

$$\text{Formula: } R\&D / M.d.C.$$

Depreciation/M.d.C.

Il margine di ammortamento misura la percentuale del M.d.C che viene utilizzata per coprire gli ammortamenti dei beni materiali. Interpretare questo rapporto dipende dalle circostanze specifiche dell'azienda e del settore in cui opera. Un valore più alto potrebbe indicare che l'azienda possiede un considerevole ammontare di beni durevoli, il cui costo di ammortamento incide significativamente sul margine lordo. Tuttavia, un'elevata quota di ammortamento rispetto al M.d.C. potrebbe sollevare delle preoccupazioni riguardo alla capacità dell'azienda di mantenere o sostituire i suoi beni durevoli nel lungo termine senza incidere negativamente sulla redditività.

$$\text{Formula: } \text{Ammortamenti delle immobilizzazioni materiali} / M.d.C.$$

Capex to Net Income Ratio

Tale indicatore è utilizzato per valutare la relazione tra gli investimenti in capitale fisso (Capex) e il reddito netto (Net Income) di un'azienda. Questo rapporto fornisce informazioni sulla misura in cui l'azienda reinveste il suo reddito netto in attività di investimento in capitale.

Un valore elevato indica che l'azienda sta investendo una proporzione significativa del suo reddito netto in attività di investimento in capitale fisso. Questo, generalmente, è positivo, perché indica un impegno nell'espansione, nell'aggiornamento o nell'innovazione delle attività dell'azienda, che si traduce in una potenziale crescita futura e nel potenziale miglioramento della redditività. Tuttavia, è importante notare che il livello appropriato di questo rapporto dipende dalle strategie aziendali, dalle esigenze di crescita e dalle condizioni di mercato specifiche. Ad esempio, alcune aziende potrebbero preferire reinvestire una percentuale più elevata del loro reddito netto per sostenere una crescita più rapida, mentre altre potrebbero preferire mantenere una politica più conservativa e distribuire una parte maggiore del loro reddito netto agli azionisti sotto forma di dividendi.

Formula: *Spese per investimenti / Utile netto*

Debt to Equity ratio

È il rapporto tra indebitamento finanziario netto e il patrimonio netto. Un valore elevato indica che l'azienda ha adottato una politica aggressiva di finanziamento della crescita tramite il debito. Ciò vuol dire che la stessa ha assunto un rischio finanziario più alto, poiché deve affrontare pagamenti di interessi e restituzioni di debito, che possono diventare onerosi, soprattutto in periodi di ridotta redditività o difficoltà finanziarie. Un basso rapporto debito/equity, invece, indica che l'azienda si basa principalmente sul finanziamento attraverso il capitale proprio. Questo può suggerire una maggiore stabilità finanziaria, ma potrebbe essere limitativo dal punto di vista della crescita e dell'ottimizzazione del costo del capitale.

Formula: *Posizione finanziaria Netta⁸ / Patrimonio netto*

PFN/Free Cash Flow

Il rapporto PFN/FCF mette in relazione la quantità di passività finanziarie di un'azienda con la sua capacità di generare flusso di cassa libero. Un rapporto più basso indica che l'azienda ha meno passività finanziarie rispetto alla sua capacità di generare flusso di cassa libero, il che è generalmente considerato positivo perché significa che l'azienda è in grado di gestire il proprio debito e potrebbe avere una maggiore flessibilità finanziaria. Nel caso opposto, l'azienda ha una maggiore esposizione al rischio finanziario, poiché potrebbe non essere in grado di generare abbastanza *cash flow* libero per coprire le sue obbligazioni finanziarie. Gli investitori desiderano investire in aziende che si trovano in buone condizioni finanziarie. Un bilancio sano offre flessibilità all'azienda e la protegge da circostanze impreviste.

Formula: *Posizione Finanziaria Netta / Free Cash Flow⁹*

⁸ In base al succitato documento del CNDCEC, il calcolo della PFN può essere ricondotto alla seguente equazione: Debiti finanziari ("interest bearing debt") + Debiti assimilabili ai debiti finanziari ("debt like items") + TFR e TFM – Cassa e disponibilità liquide ("cash") – Attività assimilabili alla cassa ("cash equivalents").

⁹ Cash Flow From Operating Activities – Capex.

PFN/EBITDA

Il rapporto PFN/EBITDA mette in relazione il livello di indebitamento finanziario con la sua capacità di generare profitti operativi prima di considerare i fattori finanziari e non operativi (rappresentati dall'EBITDA). Un rapporto PFN/EBITDA più basso indica che l'azienda ha meno passività finanziarie rispetto al suo EBITDA, il che evidenzia una situazione positiva poiché suggerisce che l'azienda ha una buona capacità di generare profitti operativi sufficienti per coprire il suo livello di indebitamento. Essendo l'EBITDA una proxy del *Cash Flow* operativo, anche in questo caso risultano appetibili le società in cui questo rapporto non è eccessivamente elevato.

Formula: *Posizione Finanziaria Netta / EBITDA*

Interest Ratio

Questo indicatore misura la capacità di far fronte ai propri pagamenti di interessi sul debito utilizzando il reddito generato dalle attività operative. Un valore elevato potrebbe indicare un rischio per gli investitori, poiché potrebbe implicare che l'azienda sta lottando per generare abbastanza reddito operativo per coprire i pagamenti di interessi, il che potrebbe portare a difficoltà finanziarie e rischi di insolvenza. Al contrario, un rapporto basso indica la capacità dell'azienda di coprire i pagamenti di interessi attraverso il reddito operativo. Questo è generalmente considerato positivo, poiché suggerisce che l'azienda ha una buona capacità di generare reddito sufficiente per far fronte agli obblighi finanziari.

Formula: *Spese per interessi / Reddito Operativo*

Debt-to-Assets ratio

Il Debt to assets ratio fornisce una misura percentuale degli asset dell'azienda finanziata da debito. Una lettura elevata di questo indicatore indica un maggiore rischio finanziario, poiché un'elevata dipendenza dal debito può aumentare il rischio di insolvenza in periodi di difficoltà finanziaria. Tuttavia, un'eccessiva prudenza nell'uso del debito può anche limitare le opportunità di crescita e di espansione dell'azienda, per la sottoutilizzazione della leva finanziaria.

Formula: *PFN / Total Assets*

Free Cash Flow ratio

Tale indicatore rappresenta la percentuale di vendite che si trasforma in *free cash flow*. Questo rapporto fornisce una misura della capacità di un'azienda di generare flusso di cassa libero rispetto ai ricavi totali. Un rapporto elevato indica che un'azienda è in grado di convertire una maggiore percentuale dei suoi ricavi in flusso di cassa libero, il che può essere considerato positivo dagli investitori, poiché indica una buona gestione del flusso di cassa e una maggiore capacità di finanziare operazioni future o di restituzione di valore agli azionisti. Tuttavia, un valore troppo elevato potrebbe suggerire che l'azienda non stia investendo abbastanza nelle sue operazioni o nell'espansione futura. Questo potrebbe mettere a rischio la capacità dell'azienda di rimanere competitiva nel lungo periodo.

Formula: *(Free Cash Flow) / Ricavi*

5. Conclusioni

Negli ultimi anni, lo scenario delle imprese oggetto di interesse per i fondi di private equity è sensibilmente cambiato, caratterizzandosi per un'apertura, da parte dei potenziali investitori, a valutare operazioni dimensionalmente più contenute (aziende target con valori della produzione anche inferiori a 25 milioni di euro).

Da questo presupposto, è emersa una grande opportunità, per le imprese del Paese, che spesso sono caratterizzate da un nanismo in termini di volumi di ricavi, seppur in grado esprimere le proprie potenzialità da un punto di vista di redditività, sviluppo, penetrazione in nuovi mercati, capacità di sviluppare nuovi prodotti e servizi, flessibilità e reattività ai cambiamenti.

Nello scenario appena descritto, è importante che l'investitore disponga di informazioni affidabili, che gli permettano una valutazione attendibile delle performance aziendali, nonché un aggiornamento costante e rapido.

Ne consegue la crescente importanza del bilancio e della sua portata informativa per coloro i quali si affacciano nel modo dei fondi di private equity, affinché i dati finanziari siano presentati in modo chiaro e trasparente, garantendo un elevato livello di dettaglio, accuratezza e attendibilità.

Il Documento fornisce un compendio tecnico-pratico alla stesura dell'informativa rilevante per la comunicazione dei dati dell'impresa ai fondi di private equity e a investitori con profili affini.

Per attrarre un fondo di private equity, l'azienda deve assicurarsi che il bilancio rispecchi fedelmente la sua situazione economica, finanziaria e patrimoniale, fornendo un quadro chiaro, completo e trasparente.

Solo attraverso un'informativa di bilancio accurata, dettagliata e attendibile sarà pertanto possibile instaurare un rapporto di fiducia con gli investitori e ottenere i finanziamenti necessari per la crescita e lo sviluppo dell'impresa.

La qualità del bilancio è pertanto l'elemento cardine, capace di attrarre l'interesse dei fondi di private equity e si fonda su alcuni elementi fondamentali e imprescindibili:

- **trasparenza e accuratezza:** il bilancio e i dati prospettici da esso derivanti devono essere redatti con precisione, rispettando la normativa contabile e fiscale e le principali prassi di riferimento (nazionale e internazionale). Per questo motivo, sarebbe auspicabile affidare la predisposizione dell'informativa a un commercialista, quale garante di una professionalità nella costruzione del dato e/o nella sua lettura e interpretazione, favorendo il processo comunicativo contabile;
- **completezza delle informazioni:** un bilancio di "qualità" deve garantire tutte le informazioni rilevanti, offrendo, all'investitore, la possibilità di effettuare una valutazione approfondita sugli equilibri reddituali, patrimoniali e finanziari dell'impresa. In tal senso, infatti, l'informativa non si basa solo sui dati finanziari storici, ma anche su proiezioni future basate su scenari realistici;

- valutazione delle poste di bilancio: il processo di normalizzazione dei dati storici di bilancio, soprattutto nella predisposizione di dati prospettici, è un processo delicato dove una sovrastima delle attività o una sottostima delle passività possono compromettere la credibilità dell'intera informativa di bilancio;
- analisi dei flussi di cassa: tra le principali fonti di analisi dei fondi di private equity vi sono sicuramente i *cash flow* operativi, che rispecchiano la capacità dell'impresa di generare flussi capaci di remunerare il capitale investito. Pertanto, diventa fondamentale disporre delle *technicalities* necessarie per predisporre un adeguato rendiconto finanziario;
- indicatori di performance: la scelta e il corretto utilizzo di KPI (*Key Performance Indicators*) coerenti con l'informativa di bilancio e in linea con le esigenze degli investitori in capitale di rischio, sono un elemento da non trascurare in questo tipo di comunicazioni, in quanto si ha la possibilità di fornire informazioni omogenee per valutare le performance dell'azienda target, la sua redditività e la sua solidità finanziaria;
- *disclosure* delle operazioni straordinarie: le operazioni straordinarie che l'impresa intende realizzare nel proprio percorso di crescita devono essere chiaramente descritte e giustificate nella comunicazione dei dati prospettici. Sebbene costituiscano operazioni ad alto rischio e caratterizzate da elevata aleatorietà, rappresentano sempre più spesso la strada maestra per dinamiche di crescita appetibili per i fondi di private equity.

Da questi presupposti appare chiaro che per attrarre i fondi di private equity e gli altri investitori in capitale di rischio, è fondamentale presentare un bilancio che non solo rispetti tutti i requisiti normativi e di prassi, ma che offra anche una visione chiara e dettagliata dei risultati economico-finanziari raggiunti e delle prospettive future dell'azienda.



6. Appendice: caso pratico

A seguire riportiamo un'esemplificazione partendo da una struttura di stato patrimoniale, conto economico e rendiconto finanziario.

Tabella 2 - Attivo stato patrimoniale

ATTIVO	2021	2022	2023
B) Immobilizzazioni			
I Immobilizzazioni IMMATERIALE			
3) diritti di brevetto industriale e diritti di utilizzazione opere dell'ingegno	5.767	18.223	20.339
7) altre	114.165	76.113	38.062
Totale immateriali	119.932	94.336	73.901
II Immobilizzazioni MATERIALE			
1) terreni e fabbricati	753.778	888.306	2.610.375
2) impianti e macchinario	1.151.533	1.996.461	2.411.766
3) attrezzature industriali e commerciali	571.479	509.293	561.459
4) altri beni	50.492	45.558	231.402
5) Immobilizzazioni in corso e acconti	29.820	455.581	
Totale materiali	2.557.102	3.895.199	5.815.002
III Immobilizzazioni FINANZIARIE , con separata indicazione, per ciascuna voce dei crediti, degli importi esigibili entro l'esercizio successivo			
1) Partecipazioni			
b) imprese collegate	10.000		
d-bis) altre imprese	5.525	5.525	5.525
Totale finanziarie	15.525	5.525	5.525
2) crediti			
d-bis) verso altri oltre 12 mesi	440.153	450.154	460.155
Totale	440.153	450.154	460.155
Totale immobilizzazioni Finanziarie	455.678	455.679	465.680
Totale immobilizzazioni (B)	3.132.712	4.445.214	6.354.583
C) Attivo circolante:			
I Rimanenze:			
1) Materie prime, sussidiarie, e di consumo	720.693	1.050.207	1.237.854
3) lavori in corso su ordinazioni	560.249	956.892	1.657.071
4) prodotti finiti e merci	625.578	1.130.151	2.859.732
Totale rimanenze	1.906.520	3.137.250	5.754.657
II Crediti , con separata indicazione, per ciascuna voce, degli importi esigibili entro l'esercizio successivo			
1) verso clienti entro 12 mesi	4.280.097	3.071.940	6.443.157
5 bis) Crediti tributari entro 12 mesi	307.934	525.886	1.634.907
> 12 mesi		33.266	252.426
5 ter) Imposte anticipate entro 12 mesi	7.003	5.603	4.202
5 quater) verso altri entro 12 mesi	20.690	20.695	99.209
Totale	4.615.724	3.657.390	8.433.901
III Attività finanziarie che non costituiscono immobilizzazioni			
Totale attività finanziarie non immobilizzate	0	0	0
IV Disponibilità liquide			
1) Depositi bancari e postali	466.735	2.096.685	1.266.772
3) denaro e valori in cassa	80	134	269
Totale disponibilità liquide	466.815	2.096.819	1.267.041
Totale attivo circolante (C)	6.989.059	8.891.459	15.455.599
D) Ratei e risconti			
Ratei e Risconti Attivi	143.305	50.211	336.291
Totale ratei e risconti attivi	143.305	50.211	336.291
TOTALE ATTIVO	10.265.076	13.386.884	22.146.473

Tabella 3 - Passivo stato patrimoniale

PASSIVO	2021	2022	2023
A) Patrimonio netto			
I Capitale sociale	98.800	98.800	98.800
III Riserva di rivalutazione		1.005.539	1.005.539
IV Riserva legale	23.241	23.241	23.241
VI Altre riserve, distintamente indicate			
- straordinaria	3.318.586	5.152.136	5.847.647
- altre	1	-2	-1
VII Riserva per operazione di copertura dei flussi finanziari attesi	-425		
IX Utile (perdita) dell'esercizio	1.833.550	795.511	1.682.191
Totale patrimonio netto	5.273.753	7.075.225	8.657.417
B) Fondi per rischi ed oneri			
1) per trattamento di quiescenza ed obblighi simili	40.003	50.004	60.005
3) strumenti finanziari derivati passivi	425		
Totale fondi rischi e oneri	40.428	50.004	60.005
C) Trattamento di fine rapporto di lavoro subordinato	345.570	339.806	349.692
D) Debiti			
con separata indicazione, per ciascuna voce, degli importi esigibili entro l'esercizio successivo			
> 12 mesi	496.163	489.491	1.361.629
5) debiti verso altri finanziatori	725.833	1.680.200	4.689.036
7) debiti verso fornitori	2.343.495	2.538.693	4.539.415
12) debiti tributari	81.937	10.366	100.373
> 12 mesi		20.733	10.366
13) debiti verso istituti di previdenza e di sicurezza sociale	82.499	90.938	114.119
14) altri debiti	873.496	730.926	912.891
Totale	4.603.423	5.561.347	11.727.829
E) Ratei e risconti			
Ratei e Risconti Passivi	1.902	360.502	1.351.530
Totale ratei e risconti passivi	1.902	360.502	1.351.530
TOTALE PASSIVO	10.265.076	13.386.884	22.146.473



Tabella 4 - Conto economico

	2021	2022	2023
A) Valore della produzione			
1) Ricavi delle vendite e delle prestazioni	18.985.574	12.497.524	18.170.876
2) variazioni delle rimanenze di prodotti in corso di lavorazione, semilavorati e finiti	3.764	504.572	1.729.581
3) variazioni di lavori in corso su ordinazione	-174.087	396.643	700.178
5) altri ricavi e proventi	256.329	247.401	355.043
Totale (A)	19.071.580	13.646.140	20.955.678
B) Costi della produzione			
6) per materie prime, sussidiarie, di consumo, e di merci	5.043.791	3.911.460	6.770.745
7) per servizi	3.759.536	2.398.760	3.560.526
8) per godimento di beni di terzi	1.177.415	948.277	1.033.914
9) per il personale			
a) salari e stipendi	4.718.202	3.983.920	5.379.477
b) oneri sociali	981.078	884.220	1.133.821
c) trattamento di fine rapporto	192.202	187.030	213.512
d) trattamento di quiescenza e simili	22.992	22.065	23.384
e) altri costi			2.048
Totale costo del personale	5.914.474	5.077.225	6.752.242
10) ammortamenti e svalutazioni			
a) ammortamento delle immobilizzazioni immateriali	40.935	48.603	54.937
b) ammortamento delle immobilizzazioni materiali	555.847	580.300	897.426
d) svalutazioni dei crediti compresi nell'attivo circolante e delle disponibilità liquide	21.900	15.800	33.000
Totale 10)	618.682	644.703	985.363
11) variazioni delle rimanenze di materie prime, sussidiarie, di consumo e merci	178.282	-329.514	-187.647
14) oneri diversi di gestione	93.316	105.963	120.845
TOT B	16.785.496	12.756.874	19.035.988
Differenza tra valore e costi della produzione (A-B)	2.286.084	889.266	1.919.690
C) Proventi e oneri finanziari			
16) altri proventi finanziari			
d) proventi diversi dai precedenti, con separata indicazione di quelli da imprese controllate e collegate e di quelli da controllanti	78	329	186
Totale	78	329	186
17) interessi ed altri oneri finanziari, con separata indicazione di quelli verso imprese controllate e collegate e di quelli verso controllanti	42.191	34.794	58.331
17 bis) Utile e (Perdite) su cambi	-17		
Differenza Proventi - Oneri finanziari (15+16 -17 +/- 17bis)	-42.130	-34.465	-58.145
D) Rettifiche di valore di attività finanziarie			
Totale gestione accessoria	0	0	0
Risultato prima delle imposte (A - B +/- C +/- D +/- E)	2.243.954	854.801	1.861.545
20) imposte sul reddito di esercizio			
- correnti	417.314	57.889	177.953
- differite e anticipate	-6.910	1.401	1.401
21) Utile / perdita di esercizio	1.833.550	795.511	1.682.191



Tabella 5 - Rendiconto finanziario

RENDICONTO FINANZIARIO METODO INDIRETTO	2021	2022	2023
A) Flussi finanziari derivanti dall'attività operativa (metodo indiretto)			
Utile (perdita) dell'esercizio	1.833.550	795.511	1.682.191
Imposte sul reddito	410.404	59.290	179.354
Interessi passivi/(attivi)	24.110	15.224	24.242
(Plusvalenze)/Minusvalenze derivanti dalla cessione di attività	- 34.284	- 12.000	- 33.036
1) Utile (perdita) dell'esercizio prima d'imposte sul reddito, interessi, dividendi e plus/minusvalenze da cessione	2.233.780	858.025	1.852.751
Rettifiche per elementi non monetari che non hanno avuto contropartita nel capitale circolante netto			
Accantonamento ai fondi	247.095	22.055	
Ammortamenti delle immobilizzazioni	596.782	628.903	952.363
Altre rettifiche in aumento/(in diminuzione) per elementi non monetari	192.202	187.029	213.512
Totale rettifiche per elementi non monetari che non hanno avuto contropartita nel capitale circolante netto	1.036.079	837.987	1.165.875
2) Flusso finanziario prima delle variazioni del capitale circolante netto	3.269.859	1.696.012	3.018.626
Variazioni del capitale circolante netto			
Decremento/(Incremento) delle rimanenze	348.606	- 1.230.730	- 2.617.407
Decremento/(Incremento) dei crediti verso clienti	954.020	1.208.157	- 3.371.217
Incremento/(Decremento) dei debiti verso fornitori	- 1.146.348	195.198	2.000.722
Decremento/(Incremento) dei ratei e risconti attivi	- 20.359	93.094	- 286.080
Incremento/(Decremento) dei ratei e risconti passivi	- 138	358.600	991.028
Altri decrementi/(Altri Incrementi) del capitale circolante netto	178.934	- 355.162	- 1.203.380
Totale variazioni del capitale circolante netto	314.715	269.157	- 4.486.334
3) Flusso finanziario dopo le variazioni del capitale circolante netto	3.584.574	1.965.169	- 1.467.708
Altre rettifiche			
Interessi incassati/(pagati)	- 24.110	- 15.224	- 24.242
(Imposte sul reddito pagate)	- 336.377	- 138.919	- 96.482
(Utilizzo dei fondi)	8.788	9.576	10.001
Altri incassi/(pagamenti)	- 218.232	- 192.794	- 203.626
Totale altre rettifiche	- 569.931	- 337.361	- 314.349
Flusso finanziario dell'attività operativa (A)	3.014.643	1.627.808	- 1.782.057
B) Flussi finanziari derivanti dall'attività d'investimento			
Immobilizzazioni materiali			
(Investimenti)	- 675.568	- 1.918.397	- 2.817.229
Disinvestimenti	34.284	12.000	33.036
Immobilizzazioni immateriali			
(Investimenti)	- 76.203	- 23.007	- 34.502
Immobilizzazioni finanziarie			
(Investimenti)	- 10.001	1	10.001
Flusso finanziario dell'attività di investimento (B)	- 727.488	- 1.929.405	- 2.828.696
C) Flussi finanziari derivanti dall'attività di finanziamento			
Mezzi di terzi			
Incremento/(Decremento) debiti a breve verso banche	- 1.669.559	6.672	872.138
Accensione finanziamenti	54.282	954.367	3.008.836
Mezzi propri			
Aumento di capitale a pagamento	1.215	1.005.961	-
(Rimborso di capitale)	-	-	99.999
Flusso finanziario dell'attività di finanziamento (C)	- 1.614.062	1.953.656	3.780.975
Incremento (decremento) delle disponibilità liquide (A ± B ± C)	673.093	1.652.059	- 829.778

A partire dalle situazioni sopra riportate, passiamo alla verifica contabile secondo l'approccio di Penman.



Tabella 6 - Dati triennali a confronto

Dati da Bilancio	2023	2022	2021
1 Ricavi	18.170.876	12.497.524	18.985.574
2 Crediti vs Clienti(t)	6.443.157	3.071.940	4.280.097
3 Crediti vs Clienti(t-1)	3.071.940	4.280.097	
4 Ricavi Differiti	549.260	261.520	1.902
5 Totale attivo	22.146.473	13.386.884	10.265.076
6 Reddito Operativo (OI)	1.919.690	889.266	2.286.094
7 Cash Flow From Operating Activities	- 1.782.057	1.627.808	3.014.643
8 Immobilizzazioni Finanziarie	460.155	450.154	440.153
9 Attività Finanziarie che non cost. immobilizz.			
10 Debiti operativi	5.677.174	3.391.656	3.381.427
11 Ammortamenti Imm. Immat.	54.937	48.603	40.935
12 Ammortamenti Imm. Mat.	897.426	580.300	555.847
13 Immobilizzazioni Immat.	73.901	94.336	119.932
14 Immobilizzazioni Materiali	5.815.002	3.895.199	2.557.102

Tabella 7 - Note esplicative alla tabella 6

1 A1 Conto Economico
2 C II 1 Stato Patrimoniale Attivo
3 C II 1 Stato Patrimoniale Attivo
4 Da Nota Integrativa
5 Totale Attivo da SP
6 Δ Valore e Costi della Produzione (A-B)
7 Voce (A) del Rendiconto Finanziario (Flusso dell'Attività Operativa)
8 B III Stato Patrimoniale Attivo
9 C III Stato Patrimoniale Attivo
10 D 6+7+8+9+10+11+11bis+12+13+14 Stato Patrimoniale Passivo
11 B 10 a) del Conto Economico
12 B 10 b) del Conto Economico
13 B I dello Stato Patrimoniale
14 B II dello Stato Patrimoniale

In base ai dati riportati in precedenza, si procede a determinare alcuni risultati utili alla determinazione dell'attendibilità del bilancio in base all'approccio di Penman.

Tabella 8 - Dati diagnostici in base all'approccio di Penman (1)

Operazioni		2023	2022	2021
$1 - (1 \times Iva/100) - 2 + 3$	15 Incassi	18.797.252	16.455.136	
$5 - 8 - 9 - 10$	16 NOA (Asset Operativi Netti)	16.009.144	9.545.074	6.443.496
$1/16$	17 ATO (Asset Turnover)	1,135031	1,309317	2,946471
$(17(t_0) + 17(t-1) + 17(t-2))/3$	18 ATO Normalizzato	1,796940		
$1(t_0) - 1(t-1)$	19 Variazione Ricavi	5.673.352		
$13(t_0) + 14(t_0) - 13(t-1) - 14(t-1) + 11(t_0) + 12(t_0)$	20 Capex	2.851.731		
$7 - 20$	21 Free Cash Flow (FCF)	- 4.633.788		
$21 + (19/18)$	22 Normal OI	1.375.173		
$22/6$	23 Normal OI/OI	0,72		

Nell'esempio di cui alla tabella 8, il rapporto tra Reddito Operativo Normalizzato e Reddito Operativo (23) è diverso, sostanzialmente, da 1 e, quindi, rappresenta un elemento su cui focalizzare l'attenzione. Pertanto, approfondiamo l'analisi con gli altri indici diagnostici di Penman.

Tabella 9 - Dati diagnostici in base all'approccio di Penman (2)

		2023	2022
1/15	24 Ricavi/Incassi	0,966677271	0,759490762
1/2	25 Ricavi/Crediti vs Clienti	2,820182094	4,068283886
1/4	26 Ricavi/Ricavi Differiti	33,08246732	47,78802386

Il primo raggruppamento (indici 18,19,20) mostra significative differenze negli indici tra i due esercizi, ulteriore indizio di manipolazione, errori o non completa attendibilità del bilancio.

Passando all'area degli ammortamenti, in base all'approccio di Penman, è necessario calcolare prima di tutto l'EBITDA Adjusted e il Capex. Per fare ciò, è necessario fare riferimento ai dati del bilancio riportati nella tabella che segue.

Tabella 10 - Dati per calcolo dell'EBITDA Adjusted

Dati da Bilancio	2023	2022	2021
1 Reddito operativo	1.919.690	889.266	2.286.094
2 Ammortamenti Imm. Immat.	54.937	48.603	40.935
3 Ammortamenti Imm. Mat.	897.426	580.300	555.847
4 Immobilizzazioni Immat.	73.901	94.336	119.932
5 Immobilizzazioni Materiali	5.815.002	3.895.199	2.557.102

Tabella 11 - Note esplicative alla tabella 10

- | |
|--|
| 1 Δ Valore e Costi della Produzione (A-B) |
| 2 B 10 a) del Conto Economico |
| 3 B 10 b) del Conto Economico |
| 4 B I dello Stato Patrimoniale |
| 5 B II dello Stato Patrimoniale |

Tabella 12 - Calcolo EBITDA adjusted e capex

Operazioni		2023	2022	2021	2019
$4(t_0)+5(t_0)-4(t-1)-5(t-1)+2(t_0)+3(t_0)$	6 Capex	2.851.731	1.941.404	1.636.908	1.391.372
$(6(t_0)+6(t-1)+6(t-2))/3$	7 Normal Capex	2.143.348	1.656.561		
$1+2+3-7$	8 Adjusted EBITDA	728.705	-	138.392	
$8/1$	9 Adjusted EBITDA/EBIT	0,380	-	0,156	
$(2+3)/6$	10 Ammortamenti/Capex	0,334	0,324		

L'indicatore 9 (rapporto EBITDA Adjusted/EBIT) denota una rilevante differenza tra gli esercizi 2023 e 2022, mentre il rapporto Ammortamenti/Capex è sostanzialmente stabile.



Una seconda verifica da effettuare, per la valutazione dell'attendibilità dei dati di bilancio può essere effettuata attraverso l'**M-Score di Beneish** (versione italiana).

Tabella 13 - Dati di bilancio a confronto per il calcolo dell'M-Score

Dati da Bilancio	2023	2022	2021
1 Ricavi	18.170.876	12.497.524	18.985.574
2 Crediti vs clienti	6.443.157	3.071.940	4.280.097
3 Costo del Venduto	18.915.143	12.650.911	16.692.180
4 Attivo corrente	24.126.582	12.578.365	11.727.398
5 Immobilizzazioni materiali	5.815.002	3.895.199	2.557.102
6 Ammortamenti immobilizz. mat.	897.426	580.300	555.847
7 Indebitamento finanziario	6.050.665	2.169.691	1.221.996
8 Totale Attivo	22.146.473	13.386.884	10.265.076

Tabella 14 - Note alla tabella 13

1 A1 Conto Economico
2 CII 1 Stato Patrimoniale Attivo
3 B 6+7+8+9+10+11 del Conto Economico (Però dipende dal settore)
4 CI + CII (entro 12 mesi) + CIII + CIV + D Stato Patrimoniale Attivo
5 B II Stato Patrimoniale Attivo
6 B 10 b) del Conto Economico
7 D 1+2+3+4+5 dello Stato Patrimoniale Passivo
8 Totale Stato Patrimoniale Attivo

Tabella 15 - Indici per calcolo M-score

Operazioni	Variabili	2023	2022
2/1	9 Crediti vs clienti/Ricavi	0,3546	0,2458
(1-3)/1	10 (Ricavi-Costo del Venduto)/Ricavi	-0,0410	-0,0123
(4+5)/8	11 (Att. Corr. + Imm.Mat.)/Totale Attivo	1,3520	1,2306
6/(5+6)	12 Amm. Imm. Mat./(Imm. Mat. + Amm. Imm. Mat.)	0,1337	0,1297
7/8	13 Indebitamento Finanz./Totale Attivo	0,2732	0,1621

Tabella 16 - Calcolo dell'M-Score

Calcolo M-Score ITA	2023
14 DSRI x 0,4488	1,4426
15 GMI x 0,1871	0,2996
16 AQI x 0,2001	1,0987
17 DEPI x 0,2819	0,9698
18 LVGI x 0,6288	1,6857
19 Costante	-6,2273
20	Risultato -0,7309

L'indicatore 20 calcolato nella tabella 16 riporta un valore di -0,7309, superiore al valore soglia di -4,14, denotando pertanto un ulteriore sintomo di manipolazione.

DOCUMENTO

Qualità del bilancio e informazioni rilevanti
per i fondi di private equity



Consiglio Nazionale
dei Dottori Commercialisti
e degli Esperti Contabili

**Fondazione
Nazionale dei
Commercialisti**

RICERCA

Stabilite le verifiche relative all'attendibilità dei dati, si procede con gli indicatori di performance.

Tabella 17 - Confronto dati di bilancio

Dati da Bilancio	2023	2022
1 Ricavi	18.170.876	12.497.524
2 Costo del venduto	18.915.143	
3 Reddito Operativo (EBIT)	1.919.690	
4 Tax	179.354	
5 Indebitamento Finanziario	6.050.665	
6 Equity	8.657.417	
7 Liquidità	1.267.041	
8 Cash Flow From Operating Activities	- 1.782.057	
9 Utile netto	1.682.191	795.511
10 Ammortamenti Imm. Immat.	54.937	48.603
11 Ammortamenti Imm. Mat.	897.426	580.300
12 Immobilizzazioni Immat.	73.901	94.336
13 Immobilizzazioni Materiali	5.815.002	3.895.199
14 Interessi Passivi	58.331	
15 Totale Attivo	22.146.473	

Tabella 18 - Note alla tabella 17

1 A1 Conto Economico
2 B 6+7+8+9+10+11 del Conto Economico (Però dipende dal settore)
3 Δ Valore e Costi della Produzione (A-B)
4 Voce 22 del Conto Economico
5 D 1+2+3+4+5 dello Stato Patrimoniale Passivo
6 Totale Patrimonio Netto da Stato Patrimoniale Passivo
7 CIV Totale Disponibilità Liquide da Stato Patrimoniale Passivo
8 Voce (A) del Rendiconto Finanziario (Flusso dell'Attività Operativa)
9 Voce 21 del Conto Economico
10 B 10 a) del Conto Economico
11 B 10 b) del Conto Economico
12 B I dello Stato Patrimoniale
13 B II dello Stato Patrimoniale
14 Voce 17 del Conto Economico
15 Totale Stato Patrimoniale Attivo



Tabella 19 - Principali indicatori di redditività e solvibilità

Operazioni	Variabili	2023
$12(t_0)+13(t_0)-12(t-1)-13(t-1)+10(t_0)+11(t_0)$	16 Capex	2.851.731
8-16		
5-7	18 PFN	4.783.624
$(1-2)/1$	19 Margine di contribuzione	-0,041
3+10+11	20 EBITDA	2.872.053
4/9	21 % tax	0,107
$3 \times (1-21)/(5+6-7)$	22 ROIC	0,128
17/9	23 FCF Realization	-2,755
9/1	24 Margine netto	0,093
$[1(t_0)-1(t-1)]/1(t-1)$	25 Crescita ricavi	0,454
$[9(t_0)-9(t-1)]/9(t-1)$	26 Crescita utili	1,115
18/6	27 Debt Equity Ratio	0,553
18/17	28 PFN/FCF	-1,032
18/20	29 PFN/EBITDA	1,666
11/9	30 Depreciation Margin	0,533
14/3	31 Interest Margin	0,030
16/9	32 Capex Margin	1,695
3/1	33 Ebit Margin	0,106
18/15	34 Debt to Asset Ratio	0,216
9/6	35 ROE	0,194
$(17-16)/1$	36 FCF Margin	-0,412
3/(17+6)	37 ROCE	0,143