

# **ANALISI DEI FLUSSI RILEVANTI E INCENTIVI ALLA CREAZIONE DI VALORE**

*Docente: Prof. Massimo Mariani*


# SOMMARIO

- determinazione dei flussi rilevanti;
- definizione di flussi monetari;
- definizione di flussi differenziali;
- definizione di flussi al netto delle conseguenze fiscali;
- definizione di flussi al lordo degli oneri finanziari;
- legare la remunerazione alla performance: motivazioni;

# SOMMARIO

- modelli base di azionariato dei dipendenti;
- criteri contabili;
- EVA;
- cash flow return of investment (CFROI);
- conclusioni.

# DETERMINAZIONE DEI FLUSSI RILEVANTI



L'azienda **si sviluppa in maniera sana** solo se dispone di buoni progetti d'investimento da cui è in grado di trarre cospicui flussi di reddito e di cassa.



*Realizzazione di investimenti profittevoli*



*Cessione di segmenti di attività non profittevoli.*

# DETERMINAZIONE DEI FLUSSI RILEVANTI

**I flussi rilevanti devono essere:**

- 1. Monetari;**
- 2. differenziali;**
- 3. al netto delle conseguenze fiscali;**
- 4. al lordo degli oneri finanziari.**

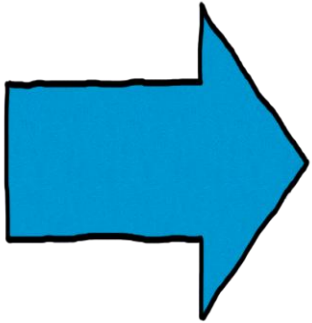
# CONCETTO DI FLUSSO MONETARIO

E' NECESSARIO UTILIZZARE **VALORI MONETARI**

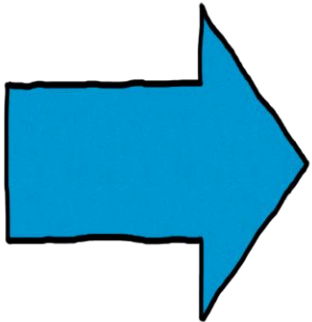


*per tutte le analisi intese a consentire un giudizio di convenienza relativamente ad operazioni finanziarie che hanno come obiettivo la massimizzazione del valore aziendale.*

# CONCETTO DI FLUSSO MONETARIO



E' particolarmente vero per l'analisi dei progetti d'investimento per i quali si pone un problema di omogeneità tra i valori in uscita e in entrata.



Se si impegna denaro è opportuno misurare il ritorno dell'operazione con la medesima unità di misura.

# CONCETTO DI FLUSSO DIFFERENZIALE

I flussi incrementali derivano dalla comparazione della realtà *senza* l'investimento con la realtà *in presenza* dell'investimento.



# CONCETTO DI FLUSSO DIFFERENZIALE

- Possono insorgere dei **problemi applicativi**:



1. *Trattamento  
dei costi già  
sostenuti*



2. *Trattamento  
degli investimenti  
già realizzati*



3. *Effetti sulla gestione  
complessiva*

# COSTI GIA' SOSTENUTI (SUNK COSTS)

*Solo i costi che producono effetti successivi all'investimento hanno rilievo monetario differenziale.*

Tutti gli altri anche se economicamente riferibili al progetto non modificano il profilo delle entrate e delle uscite future dal punto di vista differenziale.



# INVESTIMENTI REALIZZATI IN PASSATO

**Valutazione dell'alternativa rispetto all'utilizzo  
dell'investimento già realizzato.**

Un'azienda che intende realizzare un nuovo insediamento produttivo e valuta l'opportunità di utilizzare un edificio già acquisito in precedenza.

# INVESTIMENTI REALIZZATI IN PASSATO

Quale valore deve imputare al progetto?

- A. *Costo storico di acquisizione*
- B. *Valore di mercato attuale*
- C. *Mancata rendita dell'affitto*
- D. *Nulla*

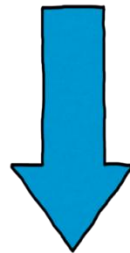
# EFFETTI SULLA GESTIONE COMPLESSIVA

La valutazione degli effetti che un investimento produce sull'attività e sui risultati aziendali preesistenti.

E' difficile che un progetto, inserito in una realtà funzionante, non produca conseguenze tangibili anche nel contesto in cui è inserito.

# FLUSSI AL NETTO DELLE CONSEGUENZE FISCALI \*

Il flusso positivo generato dal disinvestimento va considerato  
al **netto** dei debiti e crediti d'imposta



Le plusvalenze maturate sono all'origine dell'incremento dell'imposizione fiscale che non esisterebbero qualora il disinvestimento non avesse luogo (flusso monetario e differenziale).

*\* Si pensi alle plusvalenze o minusvalenze generate da un progetto quando impone disinvestimenti*

# FLUSSI AL NETTO DELLE CONSEGUENZE FISCALI

Si pensi ad un'azienda che genera sistematicamente profitti dalle proprie attività



Se un nuovo investimento impone costi superiori ai ricavi e porta l'azienda nell'area delle perdite, allora si produce un credito d'imposta pari al prodotto fra l'aliquota di tassazione e la dimensione delle perdite periodali previste.

# FLUSSI AL LORDO DEGLI ONERI FINANZIARI

Gli oneri a cui ci si riferisce quando si utilizza l'espressione al lordo degli oneri finanziari sono quelli derivanti dalle forme di finanziamento accese (ovvero a titolo di debito), per la copertura dei fabbisogni conseguenti alla decisione di intraprendere l'investimento.

Gli oneri finanziari e le conseguenze fiscali degli oneri finanziari sono già incorporati nel tasso di attualizzazione.



# FLUSSI AL LORDO DEGLI ONERI FINANZIARI

## *Esempio:*

Si consideri un'azienda operante nel settore editoriale, che deve decidere circa il lancio di una nuova testata settimanale. Si riportano di seguito le informazioni rilevanti per l'espressione di una corretta valutazione.

## *Flussi di investimento previsti:*

<b>Anno 0</b>	<b>Anno 4</b>	<b>Anno 5</b>
1.000.000.000	750.000.000	500.000.000

## ***Continua esempio:***

- Vita prevista di ogni componente dell'investimento: 5 anni
  - ammortamento a quote costanti
  - minusvalenza prevista (100)

Livello annuo del circolante dovuto al progetto:

<b>Anno 1</b>	<b>Anno 2</b>	<b>Anno 3</b>	<b>Anno 4</b>	<b>Anno 5</b>	<b>Anno 6</b>	<b>Anno 7</b>
600.000.000	600.000.000	650.000.000	800.000.000	750.000.000	700.000.000	0

Vendite previste su base mensile (numero di copie vendute):

<b>Anno 1</b>	<b>Anno 2</b>	<b>Anno 3</b>	<b>Anno 4</b>	<b>Anno 5</b>	<b>Anno 6</b>	<b>Anno 7</b>
48.800	49.500	62.000	92.000	85.000	(500.000.000)	0

## ***Continua esempio:***

*- prezzo di vendita di ogni copia: 4.800*

*Pagine di pubblicità previste ogni anno:*

<b>Anno 1</b>	<b>Anno 2</b>	<b>Anno 3</b>	<b>Anno 4</b>	<b>Anno 5</b>	<b>Anno 6</b>	<b>Anno 7</b>
360	370	370	500	400	380	0

*- prezzo di vendita di ogni pagina : 3.500.000*

*Costi incrementali relativi alla rivista*

*(ammortamenti degli investimenti esclusi):*

	<b>Anno 1</b>	<b>Anno 2</b>	<b>Anno 3</b>	<b>Anno 4</b>	<b>Anno 5</b>	<b>Anno 6</b>
<b>costi proporzionali</b>	390	470	540	630	620	600
<b>costi amministrativi</b>	450	490	520	560	560	560
<b>costi produttivi</b>	3.260	3.365	3.670	3.775	3.580	3.490

## ***Continua esempio:***

*Riduzione prevista delle vendite di altre riviste (cannibalizzazione):*

*- 300.000.000 annui*

*- costo del capitale  $k$ : 10%*

*-L'azienda produce stabilmente profitti.*

*Anticipo dei costi per ricerca all'anno 1, comunque previsti per l'anno 4:  
180.000.000.*

*Aliquota d'imposizione fiscale : 50%.*

## Continua esempio:

Si riporta di seguito il calcolo dei flussi rilevanti:

	Anno 0	Anno 1	Anno 2	Anno 3	Anno 4	Anno 5	Anno 6	Anno 7
+ Fatturato da vendite copie		2.810	2.851	3.571	5.299	7.896	4.666	0
+ Fatturato da pubblicità		1.260	1.295	1.295	1.750	1.400	1.330	0
- Riduzione vendite		-300	-300	-300	-300	-300	-300	0
<b>= Fatturato incrementale</b>		<b>3.771</b>	<b>3.846</b>	<b>4.566</b>	<b>6.749</b>	<b>5.996</b>	<b>5.696</b>	<b>0</b>
-Costi proporzionali		-390	-470	-540	-630	-620	-600	0
- Costi amministrativi		-450	-490	-520	-560	-560	-560	0
- Costi produttivi		-3.260	-3.365	3.670	-3.775	-3.580	-3.490	0
- Ammortamenti (1° esborso)		-200	-200	-200	-200	-200		0
- Ammortamenti (2° esborso)						-150	150	0
- Ammortamenti (3° esborso)							-100	0
- costi di ricerca		-180			180			0
<b>= reddito operativo incrementale</b>		<b>-709</b>	<b>-679</b>	<b>-364</b>	<b>1.764</b>	<b>886</b>	<b>796</b>	<b>0</b>
-imposte		-355	-339	-182	882	443	398	0
<b>=reddito operativo netto incrementale</b>		<b>-354</b>	<b>-340</b>	<b>-182</b>	<b>882</b>	<b>443</b>	<b>3980</b>	<b>0</b>
+ammortamenti		200	200	200	200	350	250	0
<b>= Autofinanziamento potenziale incr.</b>		<b>-154</b>	<b>-140</b>	<b>18</b>	<b>1.082</b>	<b>793</b>	<b>648</b>	<b>0</b>
-/+ variazione circolante		600	0	50	150	-50	-50	-700
<b>= F t' (G)</b>		<b>-754</b>	<b>-140</b>	<b>-32</b>	<b>932</b>	<b>843</b>	<b>698</b>	<b>700</b>
-/+ Ft(l)	-1.000				-750	-500		800
<b>= Ft</b>	<b>-1.000</b>	<b>-754</b>	<b>-140</b>	<b>-32</b>	<b>182</b>	<b>343</b>	<b>698</b>	<b>1.5</b>

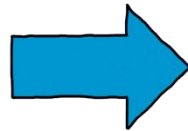
**Continua esempio:**

**Precisazioni:**

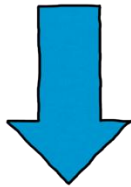
- *I valori riportati sono incrementali;*
- *i valori del fatturato totale incrementale sono stati calcolati sia in relazione alle copie, che alle pagine di pubblicità vendibili;*
- *In una prima fase sono stati sottratti gli ammortamenti (costi non monetari);*
- *Gli ammortamenti poi sono stati risommati al Reddito operativo netto per determinare la dimensione dei flussi di autofinanziamento potenziali;*
- *Una volta determinato l'autofinanziamento potenziale incrementale, la sottrazione dallo stesso delle variazioni annue positive di circolante (o la somma di quelle negative), porterà al valore del flusso di cassa incrementale della gestione caratteristica (o autofinanziamento incrementale reale)  $F(t)G$ .*

# LEGARE LA REMUNERAZIONE ALLA PERFORMANCE: MOTIVAZIONI

Obiettivo degli azionisti

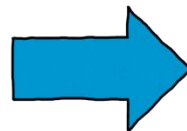


La generazione di nuovo valore che contribuisce alla crescita e allo sviluppo dell'impresa che a sua volta accresce il valore dei propri titoli e quindi ha migliori prospettive di distribuzione dei dividendi.



*OBIETTIVI DI LUNGO PERIODO*

Il management agisce su delega degli azionisti al fine di concretizzare tali obiettivi.



E' valutato sulla base dei **risultati** conseguiti nel **breve termine**

**Conflitto di interessi**

# LEGARE LA REMUNERAZIONE ALLA PERFORMANCE: MOTIVAZIONI

Spesso accade che l'obiettivo del management sia la crescita dei ricavi complessivi indipendentemente dalla redditività dei progetti in cui si investe.

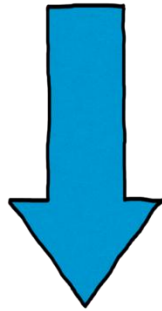
Al fine di allineare l'interesse del management con quello degli azionisti esistono una serie di soluzioni.



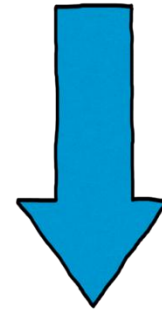


# LEGARE LA REMUNERAZIONE ALLA PERFORMANCE: MOTIVAZIONI

Quelle più comunemente adottate consistono nel:



legare parte della remunerazione all'**andamento dei titoli azionari**



legare parte della remunerazione ad un'opportunità **performance contabile**

# COSTI DI AGENZIA

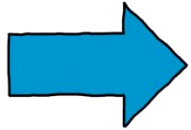
## I COSTI DI AGENZIA:

Derivano dai conflitti di interesse tra amministratori e azionisti e sono sostenuti dagli azionisti quando non hanno un diretto e tempestivo controllo sull'operato del management.

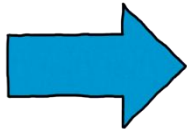
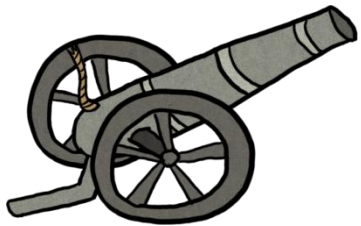


# COSTI DI AGENZIA

*Distruggono valore perché ad essi sono collegate due necessità da parte degli azionisti:*



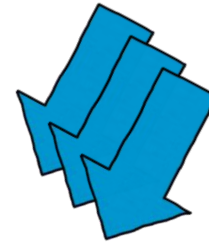
sostenere i costi di controllo per monitorare il management



sostenere i costi connessi alle politiche di incentivo predisposte a favore degli amministratori

# LEGARE LA REMUNERAZIONE ALLA PERFORMANCE

## Sistema di **Retribuzione Variabile**



Il management partecipa al rischio d'impresa perché non vi sono garanzie che la parte di incentivi a lungo termine si tradurrà effettivamente in incassi;

# LEGARE LA REMUNERAZIONE ALLA PERFORMANCE

## Vantaggi

1. permettono la creazione di una remunerazione addizionale a integrazione di altri piani a remunerazione differita;
2. possono agevolare la capitalizzazione delle imprese;
3. agevolano il processo di quotazione in borsa;
4. consentono l'ottenimento di vantaggi fiscali;
5. contribuiscono a migliorare la performance aziendale;
6. agevolano processi di ristrutturazione aziendale e di riallocazione proprietaria;
7. forniscono un supporto rilevante al processo di privatizzazione.

## Svantaggi

1. fattore di conflitto sociale
2. l'azionariato dei dipendenti può accompagnarsi a forme pervasive di cogestione.

# MODELLI BASE DI AZIONARATO DEI DIPENDENTI

1. *Acquisto di azioni da parte dei dipendenti a condizioni di favore.*

**Piani di acquisto *non incentivati*** dal legislatore:

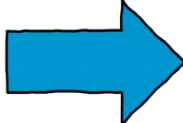
- piani di acquisto *discrezionali* per il lavoratore il quale acquista azioni senza alcun vantaggio finanziario o sgravio fiscale.

**Piani di acquisto *incentivati*** dal legislatore:

- vendita delle proprie azioni ai dipendenti ad un prezzo di favore.

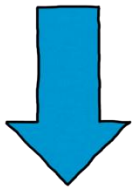


# EMPLOYEE STOCK OWNERSHIP PLAN (ESOP)

- 
- 1.** Costituzione di un trust fund con il compito di gestire le azioni per conto dei dipendenti, di attribuirle ai loro conti e mantenerle indisponibili per il singolo dipendente sino al momento dell'abbandono dell'impresa;
  - 2.** assegnazione delle azioni ai dipendenti a titolo prevalentemente gratuito;
  - 3.** obbligo del fondo chiuso fiduciario di investire quasi esclusivamente in azioni dell'impresa nella quale sono impiegati i dipendenti e la possibilità di indebitarsi per acquisire tali azioni;
  - 4.** la presenza di vantaggi fiscali per i soggetti direttamente coinvolti.

# EMPLOYEE STOCK OWNERSHIP PLAN (ESOP)

La modalità di allocazione dei titoli a favore dei conti individuali dei singoli dipendenti può essere ancorata:



*alla retribuzione*



agli anni di servizio



al numero delle ore lavorate annualmente



ad una combinazione di questi fattori



# EMPLOYEE STOCK OWNERSHIP PLAN (ESOP)

## Inoltre:

- ★ l'acquisizione del diritto di possedere le azioni allocate nel conto di ciascun dipendente è subordinata a un processo di progressiva liberazione delle azioni (*vesting*) nel corso del tempo;
- ★ l'attribuzione graduale ha l'obiettivo di aumentare la durata del legame con il dipendente il quale non acquisisce immediatamente il diritto a possedere le azioni allocate nel proprio conto, ma secondo un piano predeterminato in modo graduale;

# EMPLOYEE STOCK OWNERSHIP PLAN (ESOP)

## Inoltre:

- ★ i lavoratori ricevono le azioni loro spettanti a seguito dell'abbandono dell'azienda;
- ★ tuttavia, l'impresa non è obbligata a cedere immediatamente le azioni allocate e liberate al momento dell'abbandono dell'impresa.

# PIANI DI STOCK OPTION

Si basano su **opzioni di tipo call**,  
cioè un diritto di acquisto riconosciuto ai dipendenti delle azioni  
dell'azienda in cui lavorano.

# PIANI DI STOCK OPTION

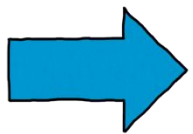
## *Opzione call*



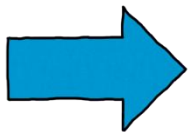
E' un contratto che garantisce la facoltà di acquistare determinato bene entro un determinato periodo di tempo (**periodo di esercizio**) ad un prezzo (**prezzo di esercizio**) definito nel momento in cui l'opzione viene negoziata.

# PIANI DI STOCK OPTION

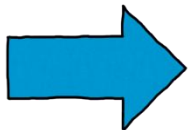
In genere, possiedono le seguenti caratteristiche:



possono essere esercitate su azioni della società presso la quale il lavoratore presta servizio o presso la società capogruppo se quotata in borsa;

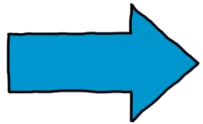


il prezzo di esercizio dell'opzione è definito al momento della concessione dell'opzione;

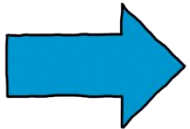


sono di norma concesse gratuitamente ai dipendenti (premio pari a zero);

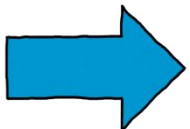
# PIANI DI STOCK OPTION



l'ammontare di azioni che ciascun dipendente può acquistare è proporzionale alla retribuzione;



sono personali e incedibili;



solitamente, il periodo di esercizio è di vari anni (da 3 a 10).

# PIANI DI STOCK OPTION: VANTAGGI E SVANTAGGI

## *Vantaggi:*

1. Costi contenuti per l'impresa;
2. se le azioni garantite in opzione ai dipendenti derivano da un aumento di capitale, il piano di stock option garantisce all'impresa un ulteriore canale di raccolta;
3. costituiscono un modo per rendere variabili i costi per il personale e permettono di pagare alti premi a costo zero, scaricandoli sul mercato;
4. l'esistenza dei piani di stock option viene di norma valutata positivamente dagli analisti finanziari.

# PIANI DI STOCK OPTION: VANTAGGI E SVANTAGGI

## ***Svantaggi:***

1. Possibilità che il prezzo delle azioni diminuisca nel corso del periodo di esercizio, riducendo la convenienza del diritto di opzione per il dipendente;
2. possibilità che il prezzo delle azioni salga notevolmente nel corso del periodo d'esercizio rendendo gravoso per l'impresa il costo dell'intero piano.



# LEGARE LA REMUNERAZIONE ALLA PERFORMANCE: CRITERI CONTABILI

- ★ Partecipazione degli amministratori e del management alla ripartizione del valore da essi creato.  
Criterio applicabile anche alle imprese non quotate sui mercati regolamentati;
  
- ★ Fa riferimento a variabili su cui il management ha la possibilità di influire direttamente attraverso il proprio operato.

# LEGARE LA REMUNERAZIONE ALLA PERFORMANCE: CRITERI CONTABILI

## *Vantaggi:*

1. le misure contabili non sono influenzate da dinamiche speculative dei prezzi di borsa;
2. possono essere più facilmente utilizzate per valutare l'attività dei manager di secondo livello;
3. infatti, a differenza dei criteri market based, possono essere applicate a divisioni e aree strategiche d'affari.

# LEGARE LA REMUNERAZIONE ALLA PERFORMANCE: CRITERI CONTABILI

## *Svantaggi:*

1. possono subire distorsioni a causa del ricorso a opportune politiche di bilancio;
2. non segnalano un aumento di valore, il quale è sempre un confronto tra la performance aziendale e la remunerazione attesa del mercato finanziario.

# ECONOMIC VALUE ADDED (EVA)

*L'azienda crea "valore economico aggiunto" quando la redditività supera il costo del capitale investito.*

$$**EVA = NOPAT - (WACC \times CIR)**$$

*Dove:*

**NOPAT** = net operating profit after taxes

**WACC** = costo medio ponderato del capitale

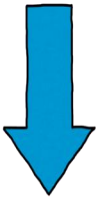
**CIR** = capitale investito rettificato

# ECONOMIC VALUE ADDED (EVA)

$$EVA = NOPAT - (WACC \times CIR)$$

$$WACC \times CIR = NOPAT - EVA$$

$$CIR = \frac{NOPAT - EVA}{WACC}$$



*Capitale effettivamente investito dai finanziatori aziendali – capitale investito rettificato*

# ECONOMIC VALUE ADDED (EVA)

*Il valore economico aggiunto è positivo a condizione che il NOPAT sia maggiore della remunerazione attesa dai finanziatori in relazione alle risorse da essi apportate in azienda (WACC X CIR).*

# MARKET VALUE ADDED (MVA)

Se la formula dell'EVA viene applicata agli esercizi futuri, si ottiene una misurazione della ricchezza complessivamente prodotta a beneficio degli azionisti (**Market Value Added, MVA**).

Analiticamente:

1. 
$$MVA = \sum_{t=1}^T \frac{NOPAT - (WACC * CIR)_t}{(1 + WACC)^t}$$

Si ottiene attualizzando i sopra redditi EVA calcolati per ciascun periodo di stima t;

# MARKET VALUE ADDED (MVA)

$$\textit{Enterprise value} = \textit{CIR} + \textit{MVA}$$

Il valore complessivo degli asset è ottenuto dalla somma del capitale investito rettificato e il valore attuale dei futuri sopra - redditi stimati.



# ECONOMIC VALUE ADDED (EVA)


Tre alternative per migliorare la performance aziendale:



1. incrementare il  
NOPAT



2. Minimizzare il capitale  
investito rettificato



3. minimizzare il costo medio ponderato del  
capitale attraverso l'adozione di  
opportune politiche finanziarie.

# PROBLEMATICHE LEGATE ALL'EVA

- ★ La configurazione di reddito utilizzata (NOPAT) risente delle problematiche che possono affliggere i dati contabili e può rivelarsi fuorviante in tutti i casi in cui gli utili sono penalizzati da politiche di investimento a lungo termine che, seppur condotte nell'interesse dell'impresa, implicano il sacrificio delle prospettive reddituali di breve periodo.
- ★ L'EVA potrebbe essere sovrastimato per le divisioni aziendali in cui vi è sotto-allocazione di capitale ed essere invece sottostimato per quelle in cui il capitale allocato è molto elevato.

# PROBLEMATICHE LEGATE ALL'EVA

- ★ Se il management aziendale viene valutato esclusivamente sull'EVA del periodo corrente si corre il rischio che i nuovi investimenti vengano posticipati nel tempo.
- ★ Potrebbe verificarsi il caso in cui, nonostante la realizzazione di nuovi investimenti incrementi la capacità dell'azienda di generare flussi di reddito positivi, il risultato complessivo in termini di valore diminuisca a causa dell'aumentato rischio e del conseguente innalzamento del costo del capitale.

# CASH FLOW RETURN ON INVESTMENT (CFROI)

- ★ E' il tasso di attualizzazione che equipara il valore attuale netto dei flussi di cassa di un progetto all'investimento lordo sostenuto.

$$-GCE + \sum_{t=1}^n \frac{GCF}{(1 + CFROI)^t} + \frac{SV}{(1 + CFROI)^t} = 0$$

*Dove:*

- **GCE:** (Gross Capital Employed) = somma del valore netto degli assets e l'ammortamento cumulato al momento della valutazione, tenendo conto dell'inflazione;
- **GCF:** (Gross Cash Flow) = EBIT X (1 - Tc) + Ammortamenti
- **SV:** (Salvage Value) = valore finale degli asset al termine della loro vita economica

# CASH FLOW RETURN ON INVESTMENT (CFROI)

E' il **rendimento medio** di tutti i progetti esistenti in un'impresa in un dato momento e quindi:

Se:

**CFROI > WACC** netto d'inflazione

una società crea valore per gli azionisti ,

( in quanto gli investimenti offrono un rendimento superiore rispetto al costo del capitale)



# CFROI E TIM \* A CONFRONTO

- ★ Il TIM si basa esclusivamente su valori attesi (dei flussi di cassa e dell'investimento iniziale).

Il CFROI ricostruisce il *gross capital employed* utilizzando sia informazioni storiche che prospettiche.

- ★ Il TIM è fondato sulla stima periodo per periodo dei flussi di cassa attesi dell'iniziativa.

Il CFROI ipotizza che i *gross cash flow* siano costanti nel tempo equiparandoli ad una rendita costante di durata n periodi.

\* Per il criterio del TIM si veda il cap. 18

# ESEMPIO:

Si ipotizzi di dover valutare il CFROI degli investimenti in un'ipotetica società di commercializzazione di telefoni cellulari.

## **1.PASSAGGIO: Stimare il gross capital employed**

- Struttura dell'attivo: capitale circolante pari a € 500.000 e € 5 mln di attivo fisso;
- Ammortamenti cumulati €1 mln
- Tasso d'inflazione 2%

L'investimento lordo è dato da:

**Investimento lordo:**

$$(5.000.000 + 1.000.000) \times (1,02)^2 + 500.000 = 6.742.400$$

# CONTINUA ESEMPIO:

## **2. PASSAGGIO: Stimare il gross cash flow**

*-Utile netto delle imposte: € 1.500.00*

*-Ammortamenti per € 500.000*

*-Aliquota fiscale 50%*

*Flusso di cassa lordo sarà:*

***Flusso di cassa lordo:***

$$1.500.000 \times (1-50\%) + 500.000 = 1.250.000$$

La vita economica è di 10 anni, al termine dei quali si prevede inoltre di cedere l'intera attività per € 5.000.000



# CONTINUA ESEMPIO:

## 3. PASSAGGIO:Determinare il CFROI

- Investimento lordo: € 6.742.400
- Flusso di cassa lordo: € 1.250.000
- Vita economica utile degli elementi dell'attivo: 10 anni
- Valore dell'attivo stimato al termine del periodo: € 5.000.000

*Il CFROI dell'esempio è il tasso che risolve la seguente equazione:*

$$- 6.742.400 + \sum_{t=1}^{10} 1.250.000 / (1 + \text{CFROI})^t + 5.000.000 / (1 + \text{CFROI})^{10} = 17.4\%$$