



**Analisi Base del Cash
Flow: rendiconto
finanziario, KPI e
governo della liquidità**

Executive Summary

- Il cash flow è la misura più affidabile della sostenibilità economico-finanziaria: la redditività non garantisce liquidità.
- La lettura corretta del rendiconto finanziario richiede una mappatura coerente di: (i) gestione operativa, (ii) investimenti, (iii) finanziamenti, con particolare attenzione a interessi, imposte e poste non monetarie.
- La qualità del cash flow si valuta tramite conversione EBITDA-CFO-FCF, dinamica del capitale circolante, capex ricorrente, politiche di incasso/pagamento e presenza di operazioni non ricorrenti.
- Il forecast di tesoreria (es. 13 settimane) e la governance dei driver sono strumenti centrali per la prevenzione di tensioni finanziarie e per il dialogo con il sistema bancario.

Messaggi chiave (per amministratori e CFO)

- Separare sempre: performance economica (EBITDA) e capacità di generare cassa (CFO/FCF).
- Governare il capitale circolante con metriche (DSO, DIO, DPO, CCC) e con responsabilità assegnate.
- Distinguere capex di mantenimento e capex di crescita; presidiare gli impegni fuori bilancio e le passività implicite (leasing, contenziosi, earn-out).
- Istituzionalizzare un processo di cash forecasting e di stress test, con aggiornamento almeno settimanale in contesti volatili.

Indice dei contenuti

- 1. Inquadramento: liquidità, redditività e continuità aziendale
- 2. Definizioni operative: cassa, disponibilità liquide, working capital
- 3. Rendiconto finanziario: struttura (OIC 10) e confronto con IAS 7
- 4. Dall'EBITDA al Cash Flow Operativo (CFO): bridge e normalizzazioni
- 5. Free Cash Flow e capacità di servizio del debito (DSCR)
- 6. Analisi di qualità del cash flow: red flags e indicatori di manipolazione
- 7. Cash flow forecasting: modello a 13 settimane e scenari
- 8. KPI e cruscotto di monitoraggio: metriche e target
- 9. Impieghi pratici: covenant, rating bancario, M&A e valutazione
- Appendici: esempi numerici, template e checklist

1. Inquadramento: liquidità, redditività e continuità aziendale

La gestione del cash flow rappresenta una funzione essenziale di presidio della continuità aziendale. Un'impresa può risultare redditizia in termini di conto economico e, al contempo, sperimentare tensioni di liquidità a causa di dinamiche tipicamente 'di cassa': ritardi negli incassi, accumulo di magazzino, incremento del fabbisogno di capitale circolante, investimenti non sostenuti da fonti coerenti o concentrazione delle scadenze finanziarie nel breve periodo. In ottica gestionale e di governance, il cash flow costituisce quindi la grandezza cardine per valutare: (i) la sostenibilità del capitale circolante, (ii) la capacità di autofinanziamento, (iii) la compatibilità del piano investimenti con la struttura finanziaria e (iv) l'assorbimento di risorse derivante da crescita, shock esogeni o situazioni di crisi.

Schema concettuale

- **Redditività:** misura creazione di valore economico (EBIT/EBITDA) nel periodo.
- **Liquidità:** misura disponibilità monetaria per far fronte alle obbligazioni (cassa e linee di credito).
- **Solvibilità:** capacità di servire il debito nel tempo (CFO/FCF e DSCR prospettico).

2. Definizioni operative: cassa, disponibilità liquide, working capital

Ai fini dell'analisi, la definizione di cassa e disponibilità liquide deve essere coerente con il perimetro contabile adottato (OIC/IFRS) e con le scelte di rappresentazione (cassa vincolata, cash pooling, depositi a vista, strumenti a brevissimo termine). In particolare, occorre distinguere ciò che è effettivamente disponibile per far fronte alle obbligazioni nel breve periodo da ciò che, pur essendo liquidabile, risulta soggetto a vincoli contrattuali o a limitazioni operative. In ambito OIC, il rendiconto finanziario rappresenta le variazioni delle disponibilità liquide dell'esercizio, distinguendo i flussi di attività operativa, investimento e finanziamento; in ambito IFRS, la nozione di cash and cash equivalents richiede un'ulteriore valutazione di liquidità e rischio di valore.

Decision tree per la classificazione di una voce nella cassa (cash e cash equivalents)

Domanda di classificazione	Se SI	Se NO
La voce è immediatamente disponibile e senza vincoli sostanziali?	Possibile inclusione in cassa/disponibilità liquide	Escludere o evidenziare come cassa vincolata
È uno strumento a breve termine, altamente liquido e a rischio di valore non significativo?	Trattarlo come cash equivalent (IFRS) / assimilabile	Trattarlo come investimento finanziario
È soggetto a compensazione contrattuale (cash pooling) o pegno?	Valutare netting solo se sussistono i presupposti; disclosure dedicata	Rappresentare separatamente

3. Rendiconto finanziario: struttura (OIC 10) e confronto con IAS 7

Il rendiconto finanziario, redatto secondo OIC 10, presenta i flussi finanziari dell'esercizio distinguendo tra attività operativa, attività di investimento e attività di finanziamento. Il flusso della gestione operativa può essere determinato con metodo diretto o indiretto; nella prassi italiana prevale il metodo indiretto, che riconcilia il risultato economico con la cassa generata/assorbita, e consente di evidenziare in modo trasparente l'effetto delle componenti non monetarie e delle variazioni del capitale circolante. In ambito IFRS, IAS 7 adotta una struttura analoga, ma richiede una maggiore disciplina nelle scelte di classificazione (ad esempio interessi e dividendi) e una disclosure esplicita delle transazioni non monetarie.

Tema	OIC 10 (bilancio civilistico)	IAS 7 (IFRS)
Struttura	Operativa - Investimento - Finanziamento	Operativa - Investimento - Finanziamento
Metodo flusso operativo	Diretto o indiretto; prassi: indiretto	Diretto o indiretto
Definizione cash equivalents	Disponibilità liquide (depositi, assegni, cassa)	Cash and cash equivalents (altamente liquidi, breve termine)
Interessi e dividendi	Regole e prassi nazionali; attenzione alla coerenza	Scelte di classificazione con disclosure e coerenza
Transazioni non monetarie	Da evidenziare in nota/integrazioni	Disclosure dedicata (non-cash transactions)

Presidi operativi di reporting

- Coerenza temporale: flussi rappresentati per competenza di cassa, non per competenza economica.
- Tracciabilità: riconciliazione fra saldi di cassa iniziali/finali e movimentazioni bancarie.
- Non ricorrenze: separare eventi straordinari (es. contenziosi, ristrutturazioni) e operazioni one-off.

4. Dall'EBITDA al Cash Flow Operativo (CFO): bridge e normalizzazioni

Il passaggio dalla performance economica alla generazione di cassa richiede un bridge strutturato e coerente: EBITDA, variazioni del capitale circolante operativo, imposte e interessi effettivamente pagati, nonché ulteriori componenti operative di natura straordinaria o non ricorrente. In un'analisi professionale è opportuno distinguere: (i) aggiustamenti non monetari (ammortamenti, svalutazioni, accantonamenti, fair value), (ii) variazioni del capitale circolante (crediti commerciali, rimanenze, debiti verso fornitori) e relativa stagionalità, (iii) effetti di perimetro e di rappresentazione (leasing, factoring, cash pooling), e (iv) componenti 'one-off' che alterano la comparabilità tra periodi. L'obiettivo è isolare la capacità di conversione della marginalità in cassa, distinguendo fenomeni strutturali da leve temporanee.

Passo	Contenuto e check
EBITDA	Base economica prima di ammortamenti; verificare rettifiche gestionali e normalizzazioni.
Aggiustamenti non cash	Ammortamenti, svalutazioni, accantonamenti, fair value: impatto su utile non su cassa.
Variazione CCN	Analizzare DSO/DIO/DPO; identificare stagionalità e politiche di fine anno.
Imposte pagate	Distinguere imposte di competenza e imposte effettivamente pagate; considerare rateazioni.
Interessi pagati	Valutare coerentemente con struttura del debito e con eventuali capitalizzazioni.
Altri flussi operativi	Contenziosi, ristrutturazioni, bonus, oneri non ricorrenti: disclosure separata.

Aree che richiedono normalizzazione (casi tipici)

- Incrementi di CCN non strutturali (es. commesse/stock straordinari, aumento prezzi materie prime).
- Poste una tantum (indennizzi assicurativi, transazioni legali, incentivi straordinari).
- Effetti di factoring e anticipi: rappresentazione e coerenza con PFN e con interessi impliciti.
- Leasing: componenti operative vs finanziarie; coerenza tra CFO, capex e rimborso debito leasing.

5. Free Cash Flow e capacità di servizio del debito (DSCR)

Il Free Cash Flow (FCF) rappresenta la cassa generata dopo aver sostenuto gli investimenti necessari a mantenere e sviluppare l'attività. In ottica creditizia, il focus è sulla capacità del FCF di coprire oneri finanziari e rimborso del debito (principal + interest), anche tramite indicatori prospettici come il DSCR. In ottica equity,

il FCF è la base per dividendi, buyback e crescita esterna. Un punto critico è la distinzione tra capex di mantenimento (necessario a preservare capacità produttiva, qualità e conformità) e capex di crescita (connesso a espansione e nuovi progetti): la corretta classificazione condiziona la lettura della sostenibilità del modello di business e la valutazione della generazione di cassa normalizzata.

Decision tree per distinguere capex di mantenimento e capex di crescita

Domanda di classificazione	Se SI	Se NO
L'investimento è necessario per mantenere livelli correnti di produzione/qualità/conformità?	Capex di mantenimento	Proseguire
L'investimento genera nuova capacità, nuovi mercati o nuovi prodotti?	Capex di crescita	Valutare caso per caso
L'investimento è condizionato da obblighi normativi o sicurezza?	Trattare come mantenimento (anche se incrementale)	Valutare in base a business case

DSCR e covenant: impostazione operativa

- Definire chiaramente numeratore (FCF disponibile) e denominatore (servizio del debito) e l'orizzonte (6-12 mesi).
- Costruire scenari (base, downside, severe) e verificare resilienza; includere linee committed e factoring.
- Integrare trigger gestionali: revisione capex, ottimizzazione CCN, negoziazione termini di pagamento, waiver bancari.

6. Analisi di qualità del cash flow: red flags e indicatori di manipolazione

L'analisi del cash flow non si limita all'ammontare dei flussi, ma ne valuta qualità e sostenibilità nel tempo. Miglioramenti apparenti possono essere determinati da leve temporanee (allungamento dei termini verso fornitori, riduzione delle scorte sotto soglia, incassi anticipati con sconto, ricorso sistematico a anticipi/factoring) che ottimizzano la liquidità nel breve ma possono indebolire la struttura operativa e la resilienza. In un'analisi professionale occorre ricondurre tali variazioni a driver economici e contrattuali, verificandone replicabilità e impatti su marginalità, continuità della supply chain e rischio di credito.

Red flags ricorrenti

- CFO sistematicamente inferiore a EBITDA per più esercizi senza spiegazione strutturale.
- Miglioramento di cassa trainato da aumento DPO o riduzione pagamenti a fornitori strategici.
- Crescita ricavi con aumento rapido di crediti e contestuale incremento di insoluti/aging.
- Vendita di asset o dismissioni ripetute per finanziare fabbisogno operativo.
- Ricorso strutturale a anticipi/factoring per sostenere operatività ordinaria.

7. Cash flow forecasting: modello a 13 settimane e scenari

Il cash flow forecast a 13 settimane costituisce una best practice di tesoreria, particolarmente utile in contesti di volatilità o di deleveraging. Il modello deve essere driver-based e costruito per cassa (date valuta), integrando incassi e pagamenti attesi, scadenziari fiscali e del debito, capex, leasing e impegni contrattuali. La disciplina del processo (ownership, calendario, regole di revisione e consuntivazione) è spesso più determinante della sofisticazione del modello: un forecast 'semplice' ma aggiornato e governato produce maggiore affidabilità di un modello complesso privo di presidio.

Settimana	Saldo iniziale	Incassi	Pagamenti	Delta	Saldo finale
W1					
W2					
W3					
W4					
W5					
W6					
W7					
W8					
W9					
W10					
W11					
W12					
W13					

Regole di governance del forecast

- Aggiornamento almeno settimanale con consuntivazione e spiegazione degli scostamenti.
- Driver e responsabilit : commerciale (incassi), acquisti (pagamenti), HR (paghe), tax (scadenze), finanza (debito).
- Definizione di limiti operativi: floor di liquidit , utilizzo linee, escalation e misure correttive.

8. KPI e cruscotto di monitoraggio: metriche e target

Un cruscotto di cassa efficace combina indicatori di performance (conversione), indicatori di efficienza operativa (CCC) e indicatori di rischio (runway, headroom, covenant). La selezione dei KPI deve riflettere il modello di business e i driver di stagionalit ;   inoltre opportuno definire soglie di allerta e azioni correttive associate. In chiave di governance, la periodicit  di rilevazione e l’assegnazione di responsabilit  (owner) sono elementi essenziali per trasformare il cruscotto in uno strumento di decisione e non in mera reportistica.

KPI	Definizione sintetica	Lettura/obiettivo	Red flags
CFO margin	CFO / Ricavi	Misura conversione dei ricavi in cassa operativa; confrontare con margini e storicita.	EBITDA elevato ma CFO margin in calo; volatilit� non spiegata
FCF conversion	FCF / EBITDA	Capacit� di trasformare EBITDA in cassa disponibile per debito/dividendi.	EBITDA “buono” ma FCF negativo per CCN o capex ricorrente
CCC (giorni)	DSO + DIO - DPO	Efficienza del ciclo monetario; benchmark di settore.	CCC che si allunga; miglioramenti “artificiali” a fine anno
Runway	Cassa disponibile / Burn rate	Mesi di autonomia finanziaria; fondamentale in fasi di stress.	Runway < 3-6 mesi senza linee committed
DSCR prospettico	FCF disponibile / Servizio del debito	Sostenibilit� del debito su orizzonte 6-12 mesi.	DSCR < 1; covenant breach probabile
Net debt trend	PFN (debt-like - cash-like)	Coerenza fra generazione di cassa e dinamica dell’indebitamento.	PFN peggiora nonostante utili; aumento capitale circolante

9. Impieghi pratici: covenant, rating bancario, M&A e valutazione

Nel dialogo con banche e investitori, la capacità prospettica di generare cassa è un elemento determinante sia per l'accesso al credito sia per la definizione e il monitoraggio dei covenant. Le metodologie di credit analysis attribuiscono crescente rilievo a metriche di coverage e a stress test sui flussi futuri, con particolare attenzione alla resilienza del capitale circolante e alla sostenibilità degli investimenti. In ambito M&A, l'analisi dei flussi è centrale sia per la valutazione (DCF) sia per la negoziazione del prezzo (meccanismi PFN/CCN), poiché consente di identificare la generazione di cassa 'normalizzata' e l'eventuale fabbisogno di capitale circolante post-closing.

Focus M&A: utilizzi tipici dell'analisi di cash flow

- Valutazione della normalizzazione del CCN: definizione di un livello "normale" e impatto su prezzo.
- Stress test su piani industriali: sensibilità a DSO, margini, capex e costo del debito.
- Analisi delle politiche di pagamento e delle passività operative: rischio di "window dressing" pre-closing.
- Allineamento con definizione di PFN contrattuale e con treatment di leasing/factoring.

Appendice A - Esempio numerico (metodo indiretto)

Di seguito un'esempio semplificato di riconciliazione (valori meramente illustrativi) dal risultato operativo al flusso di cassa dell'attività operativa. In sede professionale, il modello va adattato a perimetro, principi contabili e disclosure.

Voce	Segno	Importo
EBIT	+	1.200
Ammortamenti	+	300
Accantonamenti netti	+	80
Variazione crediti commerciali	-	250
Variazione rimanenze	-	120
Variazione debiti verso fornitori	+	190
Imposte pagate	-	220
Interessi pagati	-	90
CFO (attività operativa)	=	1.090

Appendice B - Checklist operativa per il cash flow review

Note operative per la costruzione del forecast

- Governance: definire owner (tesoreria) e contributor (vendite, acquisti, HR, tax) con calendario di aggiornamento e escalation.
- Driver: incassi per cluster clienti (top 10, PA, estero) e pagamenti per cluster fornitori (strategici, energia, logistica).
- Qualità dati: allineare scadenziari con contabile, estratti conto e ordini; tracciare assunzioni e revisioni.
- Stress test: scenario base, downside e severe; includere ritardi di incasso, shock materie prime e variazioni capex.
- Azioni: collegare il forecast a una lista di leve (rinvio capex, negoziazione termini, factoring selettivo, cash pooling, dismissioni).

Appendice D - Esempio di rendiconto finanziario (metodo diretto) e riconciliazioni

Il metodo diretto espone le principali classi di incassi e pagamenti della gestione operativa. In sede di analisi, è utile predisporre una riconciliazione fra metodo diretto e indiretto e verificare la coerenza con variazioni di CCN e con il cash book/estratti conto.

Flussi operativi (metodo diretto)	Esempio (valori illustrativi)
Incassi da clienti	5.400
Pagamenti a fornitori	(3.100)
Pagamenti per personale	(1.100)
Pagamenti per servizi e altri costi operativi	(620)
Interessi pagati	(90)
Imposte pagate	(220)
CFO (attività operativa)	270

Appendice E - Playbook di miglioramento del cash flow (30-60-90 giorni)

In presenza di tensione di liquidità o obiettivi di deleveraging, l'intervento sul cash flow richiede una sequenza disciplinata di azioni ad alto impatto e rapida eseguibilità, accompagnata da governance e reporting. Di seguito un set di iniziative tipiche.

Orizzonte	Azioni prioritarie	Output atteso / controlli
0-30 giorni	Attivare forecast 13 settimane; bloccare spese discrezionali; rinegoziare scadenze top fornitori; accelerare incassi top clienti; presidio IVA e F24; revisione capex in corso.	Riduzione volatilità; visibilità su headroom; prime azioni su CCC; reporting settimanale al management.
31-60 giorni	Programma crediti (policy sconti per pagamento anticipato, solleciti, contenziosi); revisione scorte (slow moving); revisione termini contrattuali; factoring selettivo; ottimizzazione cash pooling.	Riduzione DSO/DIO; stabilizzazione del ciclo di cassa; pipeline azioni con owners e milestone.
61-90 giorni	Ribilanciamento struttura finanziaria (rifinanziamento, covenant reset); piano capex maintenance vs growth; revisione pricing e margini; adeguamento governance tesoreria e deleghe.	Miglioramento strutturale FCF; allineamento strategia e finanza; framework di controllo permanente.

Appendice F - Glossario essenziale

Termine	Definizione
CFO (Cash Flow from Operations)	Flusso di cassa generato/assorbito dalla gestione operativa.
FCF (Free Cash Flow)	Cassa disponibile dopo investimenti ricorrenti (capex) e variazioni di CCN; base per servizio del debito e remunerazione soci.
FCFF / FCFE	Flusso libero rispettivamente per tutti i finanziatori (firm) o per gli azionisti (equity).
Cash Conversion Cycle (CCC)	Giorni medi in cui il capitale resta assorbito nel ciclo operativo: $DSO + DIO - DPO$.
DSCR	Indice di copertura del servizio del debito su base prospettica: $\text{cassa disponibile} / \text{rate (capitale+interessi)}$.
Capex maintenance / growth	Investimenti necessari per mantenere la capacità produttiva vs investimenti per crescita.
Window dressing	Interventi di fine periodo per migliorare temporaneamente i saldi (incassi anticipati, pagamenti rinviati, ecc.).