

L'ANALISI DI BILANCIO

di
Flavio Servato

RILETTURA FINANZIARIA DELLO STATO PATRIMONIALE

ATTIVO (Impieghi)

IMMOBILIZZAZIONI

VOCI CHE SI
TRASFORMERANNO IN
DENARO IN UN PERIODO
SUPERIORE AD UN ANNO

+

ATTIVO CIRCOLANTE

(CIRC. LORDO)

VOCI CHE SI
TRASFORMERANNO IN
DENARO ENTRO UN ANNO

=

CAPITALE INVESTITO

PASSIVO E NETTO (Fonti)

PATRIMONIO NETTO

(CAP.PROPRIO)

CAPITALE SOCIALE, RISERVE
E UTILI, MENO LE PERDITE
D'ESERCIZIO

+

PASSIVITA' CONSOLIDATE

VOCI CHE SI
TRASFORMERANNO IN
ESBORSI IN UN PERIODO
SUPERIORE AD UN ANNO

+

PASSIVITA' CORRENTI

VOCI CHE SI
TRASFORMERANNO IN
ESBORSI ENTRO UN ANNO

=

=

CAPITALE ACQUISITO

ANALISI DI BILANCIO PER INDICI

- **ANALISI DI STRUTTURA**

PER ANALISI DI STRUTTURA SI INTENDE LO STUDIO DELLA COMPOSIZIONE DEGLI IMPIEGHI E DELLE FONTI

ANALISI DI SITUAZIONE
L'ANALISI DI SITUAZIONE INTENDE IL CONFRONTO TRA CLASSI DI IMPIEGHI E CLASSI DI FONTI

STRUTTURA FINANZIARIA

$$\begin{aligned} \text{PESO DELL'ATTIVO IMMOBILIZZATO} &= \\ & \text{(Rigidità impieghi)} \\ & \frac{\text{ATTIVO IMMOBILIZZATO}}{\text{CAPITALE INVESTITO}} \quad \times 100 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{PESO DELL'ATTIVO CIRCOLANTE} &= \\ & \text{(Elasticità degli impieghi)} \\ & \frac{\text{ATTIVO CIRCOLANTE}}{\text{CAPITALE INVESTITO}} \quad \times 100 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{PESO DELLE LIQUIDITA'} &= \\ & \text{(Liquidità impieghi)} \\ & \frac{\text{LIQUIDITA' DIFF.} + \text{LIQUIDITA' IMM}}{\text{CAPITALE INVESTITO}} \quad \times 100 \end{aligned}$$

STRUTTURA FINANZIARIA

$$\text{PESO DEL PATRIMONIO NETTO} = \frac{\text{PATRIMONIO NETTO}}{\text{CAPITALE ACQUISITO}} \times 100$$

$$\text{PESO DEL CAPITALE PERMANENTE} = \frac{\text{CAPITALE PERMANENTE (*)}}{\text{CAPITALE ACQUISITO}} \times 100$$

$$\text{PESO DELLE PASSIVITA' CORRENTI} = \frac{\text{PASSIVITA' CORRENTI}}{\text{CAPITALE ACQUISITO}} \times 100$$

(*) CAPITALE PERMANENTE =

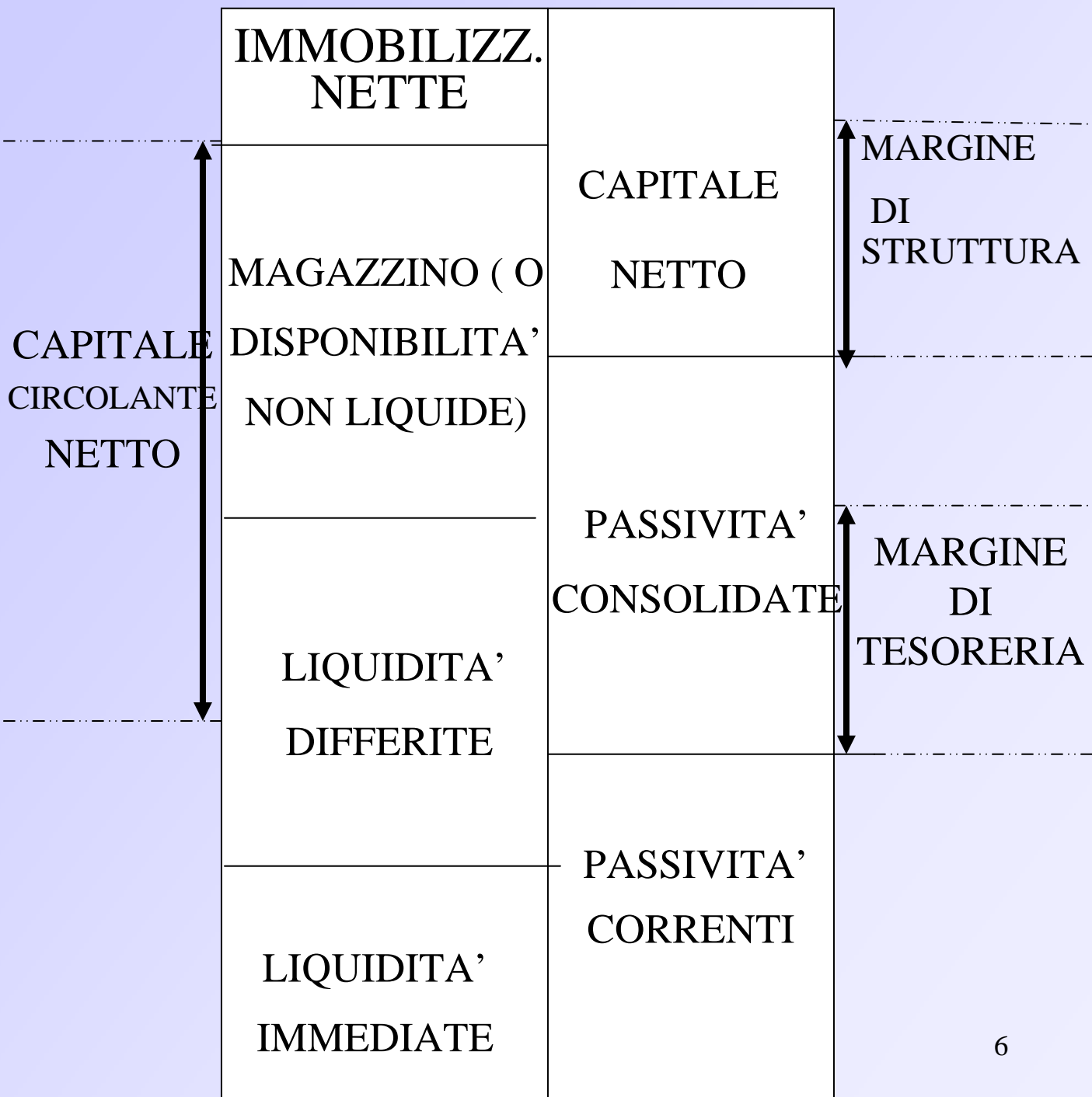
5

Patrimonio netto + Passività consolidate

CAPITALE CIRCOLANTE NETTO

MARGINE DI STRUTTURA

MARGINE DI TESORERIA



**Schema di lettura
del
Conto Economico**

**RISULTATO
NETTO**

**RISULTATO DELLA
GESTIONE
CARATTERISTICA
(REDDITO OPERATIVO)**

**RISULTATO DELLA
GESTIONE
FINANZIARIA
(ONERI E PROVENTI
FINANZIARI)**

**RISULTATO DELLA
GESTIONE
STRAORDINARIA
(ONERI E PROVENTI
STARORDINARI)**

**GESTIONE
TRIBUTARIA**

CONTO ECONOMICO RICLASSIFICATO DI ANALISI REDDITUALE

CONTO **—————>** **RICLASSIFICATO**
ECONOMICO

**LA RICLASSIFICAZIONE AVVIENE
PER AREE DI ATTIVITA',
DISTINGUENDO:**

- AREA OPERATIVA**
- AREA FINANZIARIA**
- AREA STRAORDINARIA**
- AREA TRIBUTARIA**

REDDITIVITA' DELLA GESTIONE "OPERATIVA"

LA SINTESI QUANTITATIVA DELLA
REDDITIVITA' OPERATIVA E'
RAPPRESENTATA DALL'INDICATORE:

$$\text{ROI} = \frac{\text{REDDITO OPERATIVO}}{\text{CAPITALE INVESTITO OPERATIVO}}$$

ESSO ESPRIME IL TASSO DI REDDITIVITA'
DEL CAPITALE INVESTITO NELLA GESTIONE
CARATTERISTICA

REDDITIVITA' "GLOBALE" DELLA GESTIONE

**ESSA RIFLETTE LE STRATEGIE
GLOBALI DELL'IMPRESA ED E'
ESPRIMIBILE ATTRAVERSO L'INDICE
DI REDDITIVITA' GLOBALE**

REDDITO NETTO

$$\text{ROE} = \frac{\text{REDDITO NETTO}}{\text{CAPITALE PROPRIO}}$$

ELEMENTI DI CASH MANAGEMENT e CREAZIONE DI VALORE



ANALISI DI UN CASO



La MOTO GADGETS S.p.A. commercializza un gadget per motociclisti, particolarmente apprezzato dai giovani.

Il gadget è acquistato ad un prezzo di \$75 e rivenduto a \$100. La politica aziendale delle scorte prevede di avere, all'inizio di ogni mese, uno stock pari alle vendite del mese appena concluso.

I fornitori vengono pagati alla consegna, mentre ai clienti è concessa una dilazione di 30 gg.

Il direttore vendite prevede un incremento costante delle vendite (500 unità mensili).

Sembra un anno fortunato per il sig. Negri, titolare della MOTO GADEGETS.

L'anno comincia infatti in questo modo:

| | | | |
|-----------|----------------|-------------------|----------------|
| 1 gennaio | Cassa \$87,500 | Crediti \$100,000 | Stock \$75,000 |
|-----------|----------------|-------------------|----------------|

GENNAIO

Nel mese di gennaio sono stati venduti 1000 gadget, con un costo totale di \$75,000. I crediti sono stati incassati, e l'utile è stato di \$25,000. Di seguito i conti del mese:

| | | | |
|------------|-----------------|-------------------|----------------|
| 1 febbraio | Cassa \$112,500 | Crediti \$100,000 | Stock \$75,000 |
|------------|-----------------|-------------------|----------------|

FEBBRAIO

Nel mese di febbraio, come previsto, le vendite sono aumentate a 1,500 unità; sono cresciuti anche gli acquisti, per mantenere le scorte al livello richiesto: sono state acquistate 2000 unità al costo totale di \$150,000. Tutti i crediti del mese di gennaio sono stati incassati, e l'utile è stato pari a \$37,500.

Di seguito i conti del mese

| | | | |
|---------|----------------|-------------------|-----------------|
| 1 marzo | Cassa \$62,500 | Crediti \$150,000 | Stock \$112,500 |
|---------|----------------|-------------------|-----------------|

MARZO

Marzo è stato un mese ancora migliore; come programmato, le vendite sono cresciute a 2,000 unità. I clienti continuano a pagare regolarmente. Per rispettare la politica delle scorte, gli acquisti sono stati di 2500 unità. L'utile del mese è stato \$50,000.

Di seguito i conti del mese

| | | | |
|----------|----------------|-------------------|-----------------|
| 1 aprile | Cassa \$25,000 | Crediti \$200,000 | Stock \$150,000 |
|----------|----------------|-------------------|-----------------|



APRILE

In aprile le vendite sono cresciute di ulteriori 500 unità, a 2,500. I clienti hanno pagato regolarmente, sono state acquistate 3,000 unità e l'utile è stato di \$62,500.

Gli affari stavano andando così bene che il sig. Negri è partito per una vacanza alle Bahamas, senza attendere il report di fine mese. Appena giunto in albergo, gli è stato consegnato un fax:

RIENTRI IMMEDIATAMENTE, ABBIAMO FINITO I SOLDI!!!!

| | | | |
|----------|-------------|-------------------|-----------------|
| 1 maggio | Cassa \$000 | Crediti \$250,000 | Stock \$187,500 |
|----------|-------------|-------------------|-----------------|

Domande:

1. Moto Gadgets S.p.A. ha un buon business, con profitti pari al 25% delle vendite, cresce costantemente, non ha concorrenti, i clienti pagano puntualmente: come può avere bisogno di soldi?
2. Quando potrà il sig. Negri tornare alle Bahamas?
3. Ipotizzando che le vendite continuino a crescere di 500 unità al mese e a parità di tutte le altre condizioni, di quanti soldi ha bisogno la Moto Gadgets S.p.A. per sopravvivere fino a dicembre?



IL PROSPETTO DEI FLUSSI DI CASSA



LA GENERAZIONE DI CASSA (CASH FLOW)

Il free cash flow è la liquidità generata dalla gestione economica e patrimoniale, disponibile per:

- rimborsare i debiti
- autofinanziare in tutto o in parte programmi di investimento/sviluppo
- distribuire dividendi



CASH FLOW E RENDICONTO FINANZIARIO



RENDICONTO FINANZIARIO

INDEBITAMENTO FINANZIARIO NETTO INIZIALE

+ FLUSSO MONETARIO DELL'ESERCIZIO

INDEBITAMENTO FINANZIARIO NETTO FINALE

FLUSSI MONETARI

FLUSSO MONETARIO DA ATTIVITA' D'ESERCIZIO

- + RISULTATO DELL'ESERCIZIO
- + AMMORTAMENTI
- VARIAZIONE DEL CAPITALE DI ESERCIZIO
- + VARIAZIONE DEL FONDO TFR
- +/- ALTRI

FLUSSO MONETARIO DA ATTIVITA' DI INVESTIMENTO

FLUSSO MONETARIO DA ALTRE ATTIVITA' DI FINANZIAM.TO

ALTRI FLUSSI EXTRAOPERATIVI (ES. DIVIDENDI)

FLUSSO MONETARIO DELL'ESERCIZIO

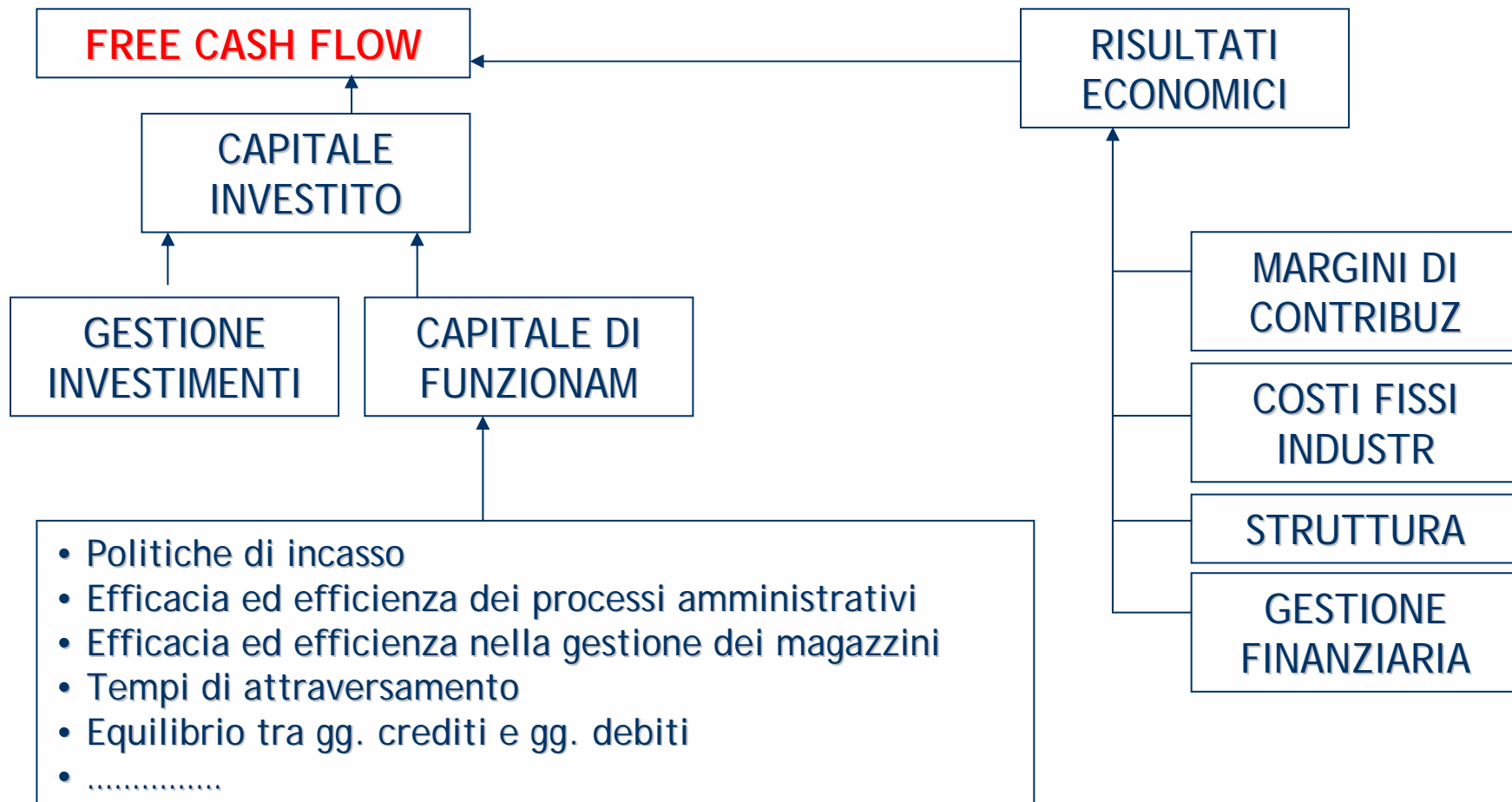
FREE CASH FLOW OPERATIVO

EBIT

- + DEPRECIATION & AMORTIZATION
- VARIAZIONE CAPITALE CIRCOLANTE OPERATIVO
- + VARIAZIONE FONDO TFR
- CAPEX ECLUDING OPERATING GOODWILL
- OTHER (PLUS) MINUS ORDINARIE

FREE CASH FLOW OPERATIVO

ALCUNE DETERMINANTI



IL CONCETTO DI CREAZIONE DI VALORE

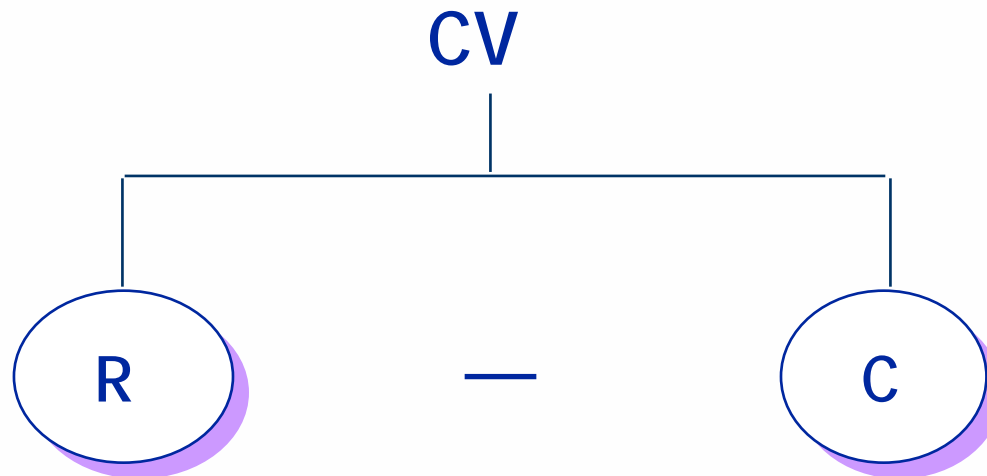


RISULTATI ECONOMICO-FINANZIARI: *Esempi*

| | A | B | C | D | |
|--------------|----------------------------|------|------|------|------|
| a | UTILE | 120 | 180 | 300 | 225 |
| b | PATRIMONIO NETTO | 1000 | 2000 | 3000 | 1500 |
| c | r | 12% | 7% | 12% | 14% |
| d = b x c | COSTO DEL CAPITALE PROPRIO | 120 | 140 | 360 | 210 |
| e = a - d | CV | 0 | + 40 | - 60 | + 15 |

| | | A | B | C | D |
|--------------|------------------------|------|------|------|------|
| a | RIS. OP. | 120 | 180 | 300 | 225 |
| b | CAPITALE INV. VETTO | 1000 | 2000 | 3000 | 1500 |
| c | wacc | 12% | 7% | 12% | 14% |
| d = b x c | COSTO DEL CAPITALE | 120 | 140 | 360 | 210 |
| e = a - d | CV | 0 | + 40 | - 60 | + 15 |

LA FORMULA



REDDITO

**"COSTO" DEL
CAPITALE INVESTITO**

QUANTO RENDE
IL CAPITALE

QUANTO IL CAPITALE
DOVREBBE RENDERE



LE FORMULE DELLA CREAZIONE DI VALORE

$$\text{RIS. NETTO} = (r \times \text{P.N.})$$

$$\text{RIS. OP.} = (\text{wacc} \times \text{C.I.N})$$

$$(\text{R.O.I.} - \text{wacc}) \times \text{C.I.N}$$



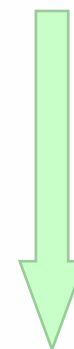
IL CALCOLO

$$C.V. = UTILE - (r \times PN)$$



Remunerazione attesa
dagli azionisti

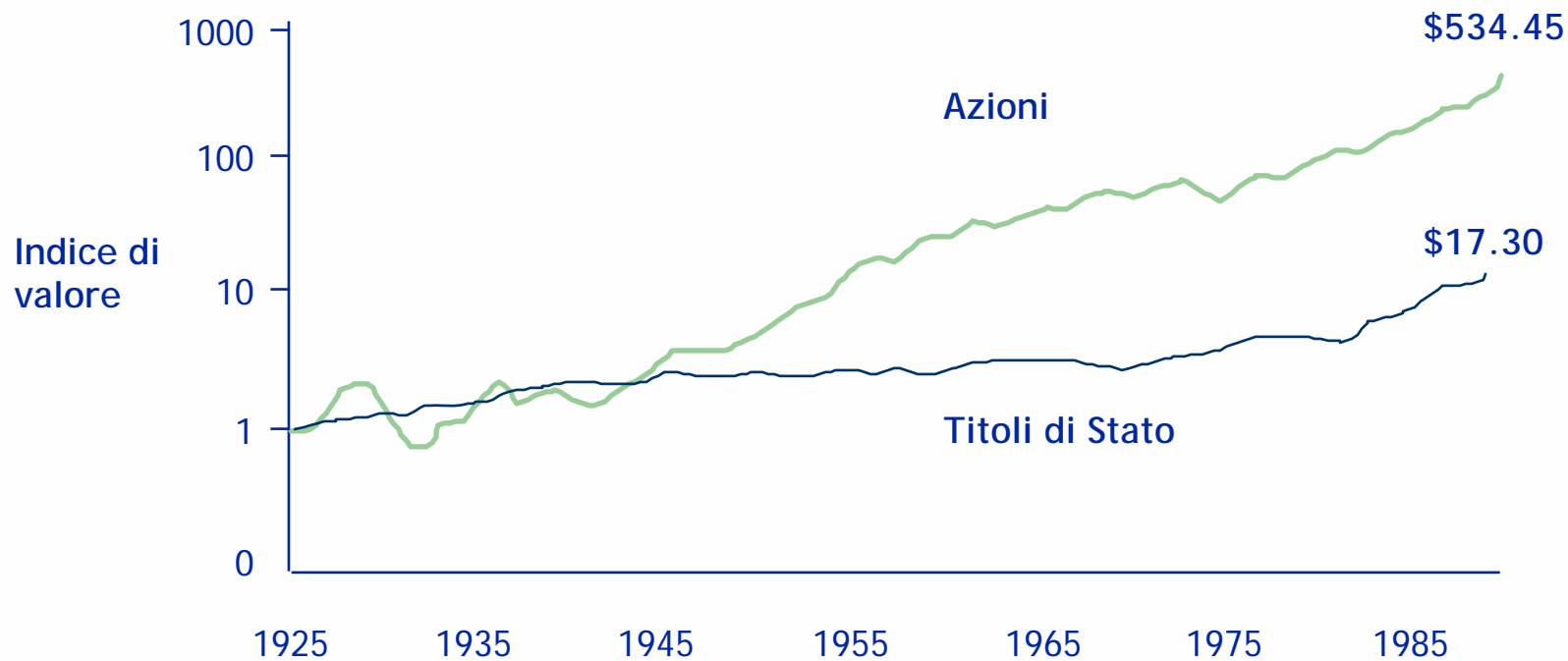
%



Patrimonio degli
azionisti



RISCHIO E RENDIMENTO (Valore di un investimento)



Source: Stocks Bonds Bills and Inflation
Ibbotson Associates, Chicago, 1990)

Tratto da "The Quests for Value" di G. Bennet Stewart



IL COSTO DEL CAPITALE DI RISCHIO

$$r = r_f + \text{premio per il rischio}$$

Premio
medio
di mercato

Coefficiente
di rischio

beta



IL COSTO DEL CAPITALE

| | |
|---|----------------------------|
| CAPITALE INVESTITO NETTO 1.000 | PATRIMONIO NETTO 700 |
| | INDEBITAM. NETTO 300 |

Il capitale di rischio ha un costo r corrispondente al costo opportunità del capitale per l'imprenditore.

Sul debito l'impresa paga un tasso di interesse i che è noto.



IL COSTO DEL CAPITALE (wacc)

| | |
|---|----------------------------|
| CAPITALE INVESTITO NETTO 1.000 | PATRIMONIO NETTO 700 |
| | INDEBITAM. NETTO 300 |

r ante imposte = 15%

$r \times PN = 105$

$i = 5\%$

Oneri finanziari = 15

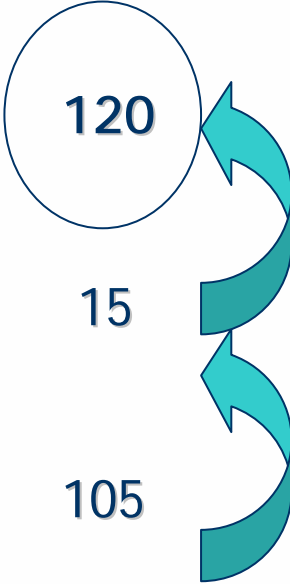
Costo del capitale = 120

wacc = 12%



IL COSTO DEL CAPITALE

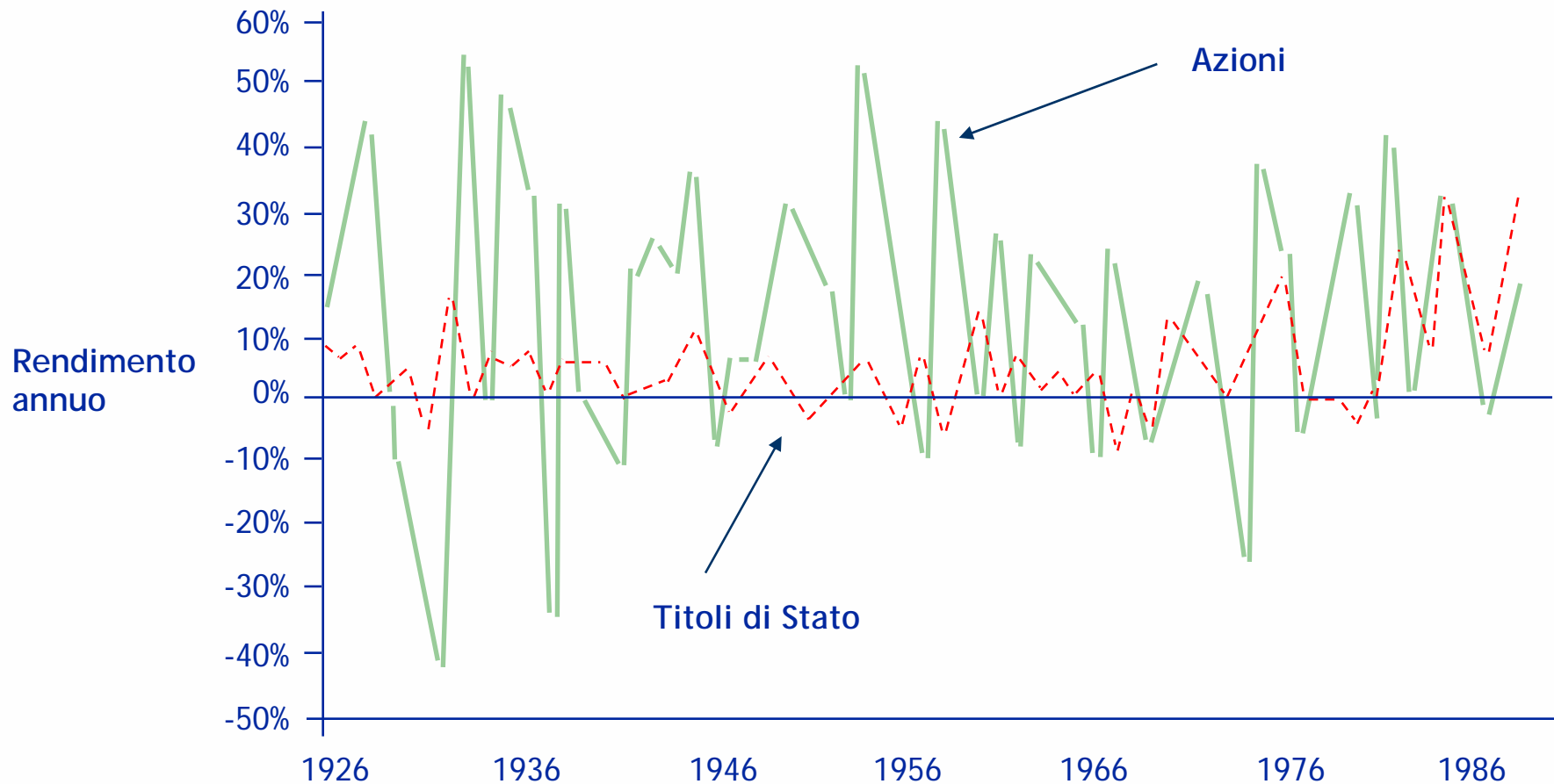
| | |
|---------------------------------|-----|
| RISULTATO OPERATIVO (OBIETTIVO) | 120 |
| ONERI FINANZIARI | 15 |
| RISULTATO ANTE IMPOSTE | 105 |



Se l'impresa è in grado di generare un risultato operativo > 120 (o un ROI $> 12\%$) essa crea valore, in quanto il suo valore di mercato, a parità di altre condizioni, tenderà ad essere maggiore del valore contabile (ancorché rettificato per tenere conto del valore corrente di attività e passività) del suo patrimonio.



RISCHIO E RENDIMENTO (Volatilità titoli periodo 1926-1986)



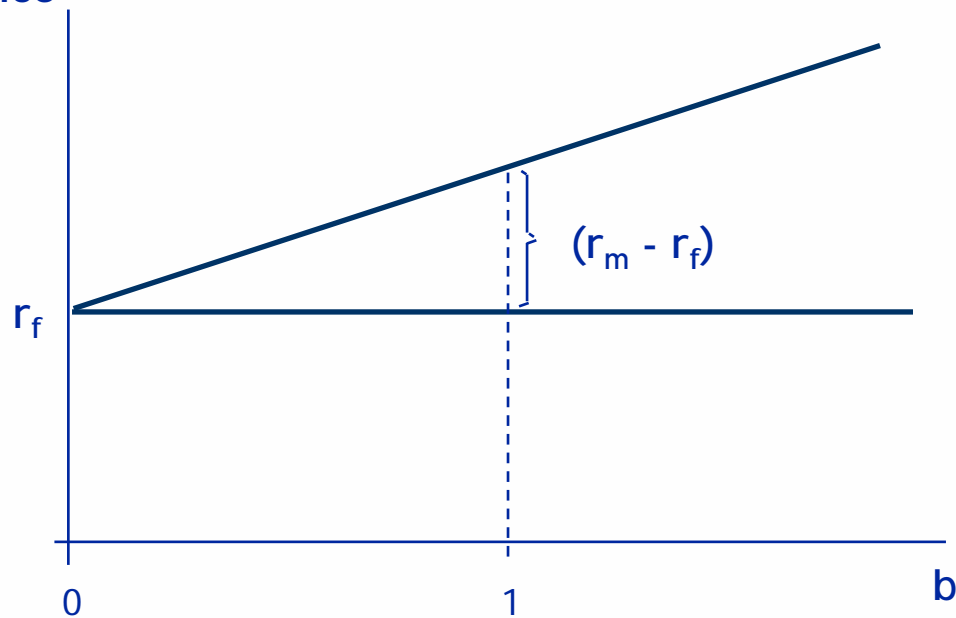
Source: Stocks Bonds Bills and Inflation
Ibbotson Associates, Chicago, 1990)

Tratto da "The Quests for Value" di G. Bennet Stewart

RENDIMENTO / RISCHIO

$$r = r_f + (r_m - r_f) \times b$$

r_f ↓ Titoli di Stato
 $(r_m - r_f)$ ↓ premio medio di mercato
 b ↓ coefficiente di rischio sistematico



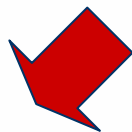
GENERAZIONE DI CASSA E VALORE



VALORE ATTUALE NETTO (VAN) (segue)

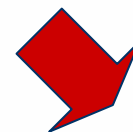
La formula generale è, quindi:

$$VAN = \sum_{t=0}^n \frac{C_t}{(1+i)^t}$$



VAN positivo o nullo

Il progetto è remunerativo perché il rendimento eguaglia o supera la redditività obiettivo (costo del capitale)



VAN negativo

Il progetto non è remunerativo perché il rendimento non supera la redditività obiettivo



IL SIGNIFICATO DEL VAN

- Il VAN esprime l'incremento di ricchezza generato dal progetto, valutato al momento iniziale.
- E' il principale indicatore di redditività, rappresentando la sommatoria attualizzata dei flussi di cassa.
- Un VAN positivo significa che l'investimento proposto è in grado di generare un rendimento superiore al rendimento di riferimento dell'azienda (tasso i = costo opportunità)



IL VALORE DELL'IMPRESA

N.P.V.

—

DEBITI

=

VALORE
DELL'IMPRESA

$$\sum_{t=0}^n \frac{F_t}{(1+c)^t}$$



F_t = flusso di cassa del periodo t
c = costo del capitale (wacc)



IL VALORE DELL'IMPRESA

C.I.N.

C.V. attualizz.

—

DEBITI

=

VALORE
DELL'IMPRESA

$$\sum_{t=0}^n \frac{CV_t}{(1+c)^t}$$



CV_t = creazione valore dell'anno t

c = costo del capitale (wacc)



ALCUNE CONCLUSIONI

- Il valore dell'impresa dipende dalla capacità di generare, nel tempo, una redditività superiore al costo del capitale.
- Nel lungo periodo tale capacità è espressa dal valore attuale netto dei flussi di cassa, calcolato utilizzando come tasso di attualizzazione il costo del capitale.
- La capacità di generare cassa nel lungo periodo è funzione dell'EBITDA
- Poiché il valore di mercato dell'impresa è determinato da una funzione dell'EBITDA da cui viene sottratto il debito, se l'EBITDA è in crescita e il debito, nel frattempo, viene rimborsato, l'impresa crea valore per gli azionisti
- EBITDA e FREE CASH FLOW rappresentano, conseguentemente, le principali determinanti della creazione di valore nel lungo termine (sulle quali sono, peraltro, definiti anche i covenant sul debito)



IL RUOLO DELLA LEVA FINANZIARIA



LA LEVA FINANZIARIA - ESEMPIO

SOCIETA' A

| | |
|-----|----------|
| CIN | P. NETTO |
| 500 | 500 |

| | | | |
|----------------|--------------|------------------|--------------|
| CIN A | 500 | P. NETTO | 500 |
| CIN B | 800 | DEBITO B | 200 |
| GOODWILL | 400 | + DEBITO | 1000 |
| CIN TOT | 1.700 | TOT FONTI | 1.700 |

SOCIETA' B

| | |
|-----|------------|
| CIN | P. NETTO |
| | 600 |
| 800 | DEBITO 200 |



La Società A acquista B ad un prezzo di 1000, indebitandosi per tale importo ad un tasso dell'8%. Successivamente A incorpora B attraverso un'operazione di fusione



LA LEVA FINANZIARIA - ESEMPIO (segue)

C/E NEWCO (A+B)

| | |
|----------------------|------|
| Ricavi | 3000 |
| Costi operativi | 2830 |
| <hr/> | |
| R. Operativo | 170 |
| Oneri finanziari (°) | 96 |
| <hr/> | |
| Utile (*) | 74 |

SP INIZIALE NEWCO (A+B)

| | | | |
|----------------|-----|------------------|------|
| CIN A | 500 | P. NETTO | 500 |
| CIN B | 800 | DEBITO B | 200 |
| GOODWILL | 400 | + DEBITO | 1000 |
| CIN TOT | | TOT FONTI | |
| 1.700 | | 1.700 | |

$$\text{ROI} = 10\%$$

$$\text{ROE} = 14,8\%$$

(°) ipotizzando che il costo dell'intero debito sia pari all'8%

(*) ipotizzando, per semplicità, assenza di oneri finanziari e imposte



L'EFFETTO LEVERAGE

CONTO ECONOMICO

| | |
|----------------------|------|
| Ricavi | 3000 |
| Costi operativi | 2830 |
| <hr/> | |
| R. Operativo | 170 |
| Oneri finanziari (°) | |
| <hr/> | |
| 120 | |
| Utile (*) | 50 |

SP INIZIALE

| | | |
|----------------|--------------|---------------------|
| CIN A | 500 | P. NETTO 200 |
| CIN B | 800 | DEBITO 1500 |
| GOODWILL | 400 | |
| CIN TOT | 1.700 | TOT FONTI |
| | | 1.700 |

ROI = 10%

ROE = 25%

(°) ipotizzando che il costo dell'intero debito sia pari all'8%

(*) ipotizzando, per semplicità, assenza di oneri finanziari e imposte



LA FORMULA

$$\text{ROE} = \text{ROI} + (\text{ROI} - i) \times \frac{\text{Debito}}{\text{P. Netto}}$$

