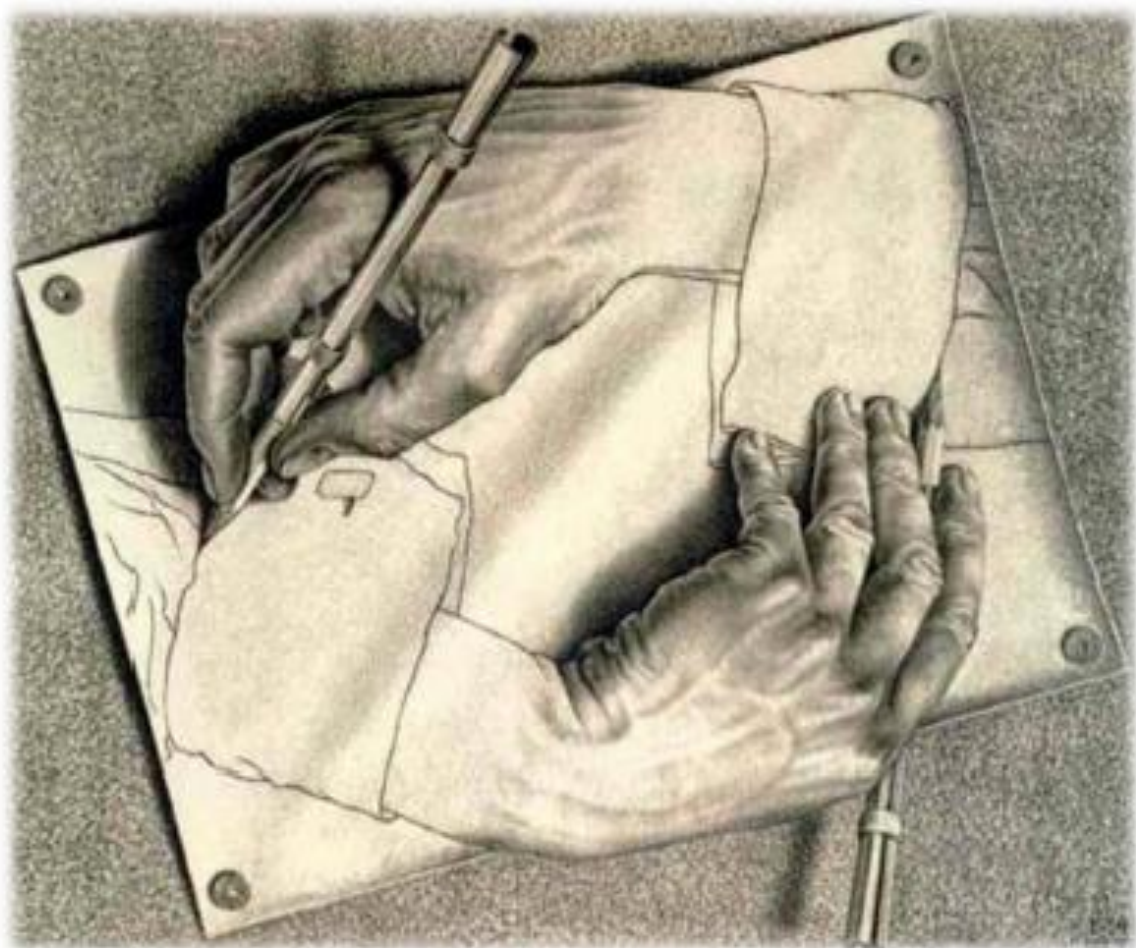


2013

Manager e imprese di fronte al cambiamento *strategie e strumenti*

a cura di

Massimiliano Cannata e Salvatore Pettineo



Manifca Corneio Fisher, *Manifca di Segretario* (1898)

CONFAPI

FONDAZIONE
idi
ISTITUTO
DIRIGENTI
ITALIANI

 **FEDERMANAGER**
FEDERAZIONE NAZIONALE DIRIGENTI E SPUNTI DI NEGOZIO

1.3 L'analisi di bilancio

di **Giuseppe Marzo** e **Elena Scarpino**

Introduzione

L'analisi dell'impresa basata sul suo bilancio di esercizio è un utile strumento per la valutazione della performance dell'impresa. Essa consente infatti di derivare giudizi e valutazioni sullo stato di salute dell'impresa, eventualmente e preferibilmente comparato con quello delle altre imprese del medesimo settore di attività o dei concorrenti diretti. L'analisi si presta poi a servire come base per la realizzazione di modelli di simulazione che consentono di indagare l'impatto di alcune specifiche variabili sui risultati dell'impresa. Infine, alcuni degli indici che si impiegano per l'analisi, possono consentire di pervenire a rating simulati, oggi di estrema importanza visto il perdurare della crisi finanziaria e la complementare difficoltà nell'accesso ai mercati dei capitali.

L'analisi illustrata in questo capitolo può applicarsi all'impresa nel suo complesso, oppure anche alle sue business unit. È generalmente impiegata con riferimento a bilanci consuntivi, ma la stessa struttura logica può anche applicarsi a piani d'impresa.

L'analisi si svolge nell'ambito di un processo ordinato (figura 1) che partendo dalla comprensione del business dell'impresa, continua con l'analisi del bilancio, in specie per l'evidenziazione di alcune poste o valori critici, e si realizza poi mediante la riclassificazione del bilancio al fine di calcolare utili indicatori che, presi singolarmente e considerati nelle loro relazioni sistemiche, consentono di formulare un giudizio sullo stato di salute dell'impresa.

Ovviamente, come per ogni analisi, il grado di profondità può essere anche molto elevato. L'obiettivo di questo capitolo è di fornire le informazioni e la metodologia essenziale per lo svolgimento di tale analisi, rimandando ad altri lavori l'eventuale approfondimento di strumenti e metodologie suggerite.

A tal fine, si concentra l'attenzione sulle ultime fasi del processo, a partire dalla riclassificazione del bilancio.



Giuseppe Marzo. È ricercatore e docente di Economia Aziendale e di Strategie Finanziarie e Risk Management presso l'Università di Ferrara. È autore di varie pubblicazioni nel campo del controllo di gestione, della valutazione degli investimenti e delle opzioni reali, della valutazione degli intangible assets. Svolge attività di ricerca, formazione e consulenza sui sistemi di valutazione degli investimenti complessi, sulla valutazione degli intangible assets, sui sistemi di misurazione della performance aziendale e sui sistemi di controllo di gestione. Ha sviluppato la metodologia Optioneering per la valutazione di investimenti complessi basata sulle teorie delle opzioni reali. Ha ottenuto il Dottorato di Ricerca in Economia Aziendale (Università Cà Foscari di Venezia) e Diploma di merito di master of Business Administration (CUOA). È abilitato alla professione di dottore commercialista. È socio fondatore di Edeos Consulenza Formazione Ricerca.



Elena Scarpino. Dopo un'esperienza pluriennale come controller si è dedicata all'attività di consulenza e formazione nell'ambito del controllo di gestione, dell'analisi economico-finanziaria e dell'organizzazione e strategia aziendale. È stata docente di Valutazione d'azienda e di Consulenza strategica presso l'Università di Ferrara. È socio fondatore e amministratore di Edeos Consulenza Formazione Ricerca. È impegnata attivamente nello sviluppo di metodologie innovative di formazione ed è responsabile del progetto In-Training - Formazione Innovativa. Ha ottenuto il diploma di Master of Business Administration presso Profingest.

Figura 3. Le aree gestionali d'impresa



La quarta dimensione è dello sviluppo. Questo può essere qualitativo o quantitativo, e in quest'ultimo caso, l'unico analizzabile dal bilancio dell'impresa, può riguardare la struttura dell'impresa, cioè i suoi investimenti, oppure le sue condizioni operative, tipicamente rappresentate dal fatturato.

La quinta dimensione è quella del rischio. Il concetto di rischio qui ha due diverse accezioni. La prima è quella di variabilità dei risultati. Sebbene la variabilità possa dipendere dall'evoluzione del ciclo economico, quella che interessa ai fini dell'analisi di bilancio è la variabilità che deriva dalle strutture operative e finanziarie dell'impresa. In particolare come influisce la struttura dei costi dell'impresa sulla variabilità dei suoi risultati? E analogamente, come influisce la struttura dei finanziamenti su tale variabilità?

Ma di rischio esiste anche un altro concetto, certamente più estremo. Riguarda il rischio connesso al fallimento o alla cessazione dell'azienda per carenza di risultati. Con l'analisi di bilancio è possibile inferire alcune riflessioni con riferimento a quest'ultimo punto. Ad esempio l'impiego degli indici di bilancio per la simulazione del rating aziendale è certamente utile a tale scopo.

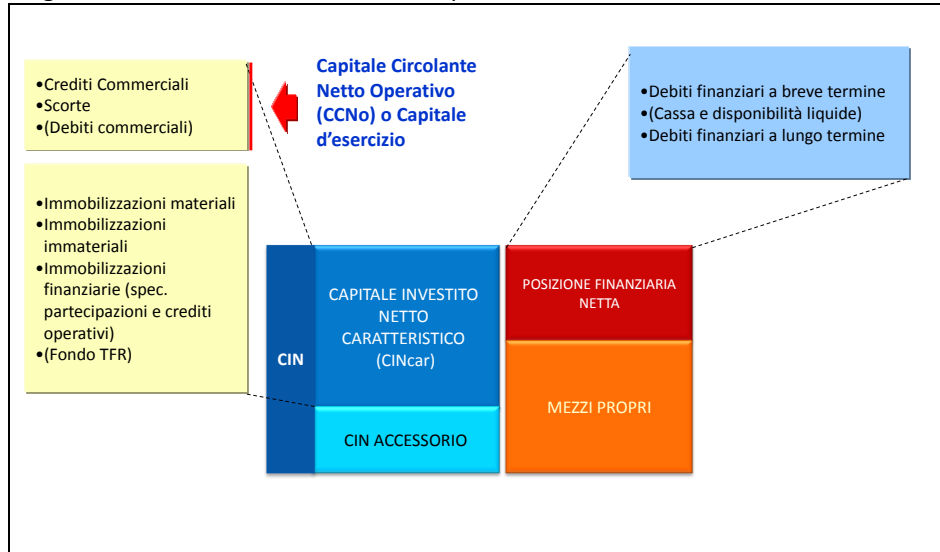
La riclassificazione del bilancio

Riclassificare un bilancio significa rappresentarlo secondo modalità che consentano di calcolare particolari quantità e valori, generalmente impiegate per la costruzione degli indici di bilancio. La riclassificazione riguarda sia lo stato patrimoniale, sia il conto economico sia il rendiconto finanziario. Ove quest'ultimo non fosse disponibile potrebbe comunque facilmente determinarsi sulla base dei due documenti precedenti.

Esistono diversi approcci e criteri per procedere alla riclassificazione di un bilancio. Alcuni di questi sono più facilmente esperibili con riferimento ai bilanci pubblici, mentre altri consentono la determinazione di prospetti immediatamente assimilabili ai report aziendali interni. I criteri differiscono anche per la diversa prospettiva di osservazione dell'impresa, e per la diversa importanza che assegnano alle diverse problematiche gestionali.

Il CINc consente di collegare il fabbisogno dell'impresa alle modalità di finanziamento. Inoltre chiarisce che il fabbisogno deriva innanzitutto dalle scelte di business, e che la sua compressione non può che passare per la ridefinizione dei processi aziendali.

Figura 4. La riclassificazione dello stato patrimoniale



All'interno del CINc si individua il Capitale Circolante Netto operativo (CCN). Questo è il capitale investito netto nella gestione corrente dell'impresa, quella legata al ciclo acquisti-produzione-vendite. E infatti di tale ciclo contiene i debiti di fornitura, i magazzini e i crediti commerciali dell'impresa.

Oltre al CINc, lo schema della figura evidenzia pure il CIN accessorio.

La somma dei due identifica l'ammontare complessivo delle risorse acquisite dall'impresa per il finanziamento dei suoi fabbisogni caratteristici ed accessori.

La parte destra dello schema chiarisce come sia avvenuto il finanziamento di tali fabbisogni.

La Posizione Finanziaria Netta (PFN), talvolta anche denominata Indebitamento Finanziario Netto,

Figura 5. La riclassificazione del conto economico

Ricavi da vendite
(Consumi di materie)
(Costi per servizi)
(Costi del lavoro)
(Altri costi)
= Margine Operativo Lordo (MOL)
(Ammortamenti)
(Accantonamenti)
= Reddito Operativo Caratteristico (Roc)
+ Reddito gestione accessoria (ROa)
= Reddito Operativo
+/- Saldo oneri e proventi straordinari
= Reddito Operativo ante Interessi e Imposte
(Oneri finanziari netti)
= Reddito Operativo ante Imposte
(Imposte sul reddito)
= Reddito netto (RN)

Figura 6. La riclassificazione del rendiconto finanziario

Ricavi da vendite
(Consumi di materie)
(Costi per servizi)
(Costi del lavoro)
(Altri costi)
= Margine Operativo Lordo (MOL)
+/- riduzione (incremento) crediti commerciali
+/- riduzione (incremento) magazzino
+/- incremento (riduzione) debiti commerciali
= Flusso di Cassa Caratteristico Corrente (FCCc)
- Investimenti caratteristici
+ Disinvestimenti caratteristici
- uscite TFR e simili
= Flusso di Cassa Caratteristico Non-Corrente (FCCNc)
+/- Flusso di Cassa Accessorio (Fca)
+ Nuovi debiti accesi nel periodo
(Rimborso di debiti)
(Pagamento di oneri finanziari netti)
+ Incrementi di capitale sociale
(Rimborsi di capitale netto)
(Dividendi)
+/- Flusso di Cassa dell'area dei Finanziamenti (FCAF)
(Imposte)
= Flusso di cassa totale

rappresenta l'ammontare dei debiti finanziari dell'impresa, al netto delle sue disponibilità liquide. Si sarà infatti notato che tali disponibilità non compaiono nell'ambito del CINc dell'impresa. Questa è una regola generale che si può seguire in tutti i casi in cui lo svolgimento dell'attività caratteristica non richieda all'impresa la disponibilità di contante. È questo il caso delle imprese che operano mediante biglietterie.

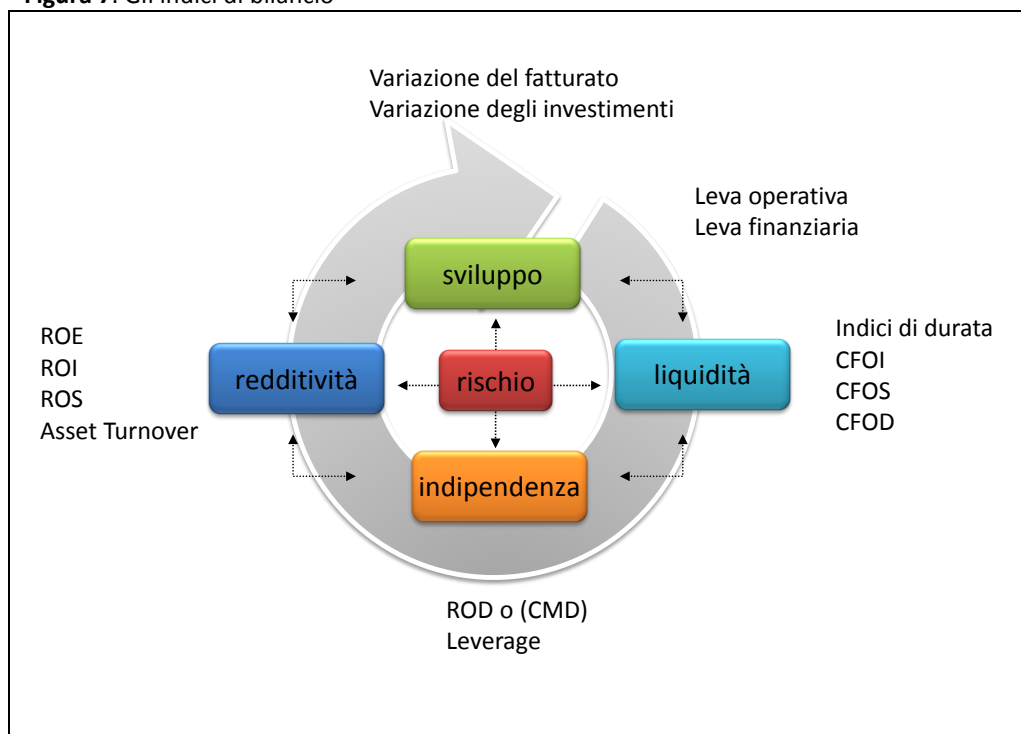
I Mezzi Propri (MP) contengono infine gli elementi del patrimonio (o capitale) netto dell'impresa.

La riclassificazione del conto economico

Come per lo stato patrimoniale, anche il conto economico è proposto nella tipica struttura delle quattro aree gestionali (figura 5). In più si preferisce separare e mantenere distinti dagli altri, i proventi e gli oneri straordinari, al fine di rendere più facile l'apprezzamento del reddito riproducibile.

Si noti che il conto economico così riclassificato consente di apprezzare il Reddito Operativo Caratteristico (ROc), risultato conseguito dall'impresa in tale area. È questo l'elemento forse più importante in quanto consente di verificare la capacità dell'impresa di operare con efficacia ed

Figura 7. Gli indici di bilancio



efficienza nel business (o nei business) che ha prescelto. Un livello modesto di tale reddito rispetto a concorrenti potrebbe infatti indicare una posizione competitiva povera e vulnerabile. All'interno del ROc si usa evidenziare il Margine Operativo Lordo (MOL), che essendo al lordo degli ammortamenti e degli accantonamenti è assai più prossimo ad un flusso di cassa.

Si noti infine che l'area dei finanziamenti è rappresentata tanto dagli Oneri Finanziari Netti (OFN) (al netto cioè dei proventi finanziari conseguiti sulle disponibilità liquide incluse nella PFN) quanto dal reddito Netto dell'esercizio (RN).

La riclassificazione del rendiconto finanziario

La figura 6 espone il rendiconto finanziario riclassificato secondo lo schema delle aree gestionali. Da osservare che nell'ambito dell'area caratteristica si distingue il Flusso di Cassa Corrente (FCC), derivante dalle operazioni quotidiane dell'impresa, quello connesse cioè al ciclo acquisti-produzione-vendita, dal Flusso di Cassa Non-corrente (FCNc), relativo alla gestione degli investimenti e del TFR.

Gli indici di bilancio

La figura 7 presenta gli indici di seguito commentati, riferendoli alle dimensioni del modello di analisi. Non sono tutti i possibili indici calcolabili, ma quelli che a giudizio e secondo l'esperienza degli autori sono fondamentali per l'analisi. Prima di presentare gli indici essenziali per l'analisi, è opportuno ricordare che un indice è sostanzialmente un rapporto tra due voci (o aggregati) del bilancio riclassificato: possono essere due voci dello stesso prospetto (ad esempio, lo stato patrimoniale) oppure di due prospetti diversi.

Un problema sorge per gli indici che al numeratore o, più frequentemente, al denominatore hanno una posta derivante dallo stato patrimoniale. Tale valore potrebbe infatti essere quello dell'inizio del periodo di analisi, di fine periodo oppure una media tra i due. Nel corso di questo capitolo tutti gli indici saranno calcolati con valori medi, quando tali valori derivano dallo stato patrimoniale dell'impresa.

Figura 8. Gli indici di redditività

ROE	$\frac{\text{Reddito netto dell'esercizio (RN)}}{\text{Mezzi Propri (MP)}}$
ROI	$\frac{\text{Reddito Operativo (RO)}}{\text{Capitale Investito Netto (CIN)}}$
ROS	$\frac{\text{Reddito Operativo Caratteristico (ROc)}}{\text{Ricavi di Vendita (RV)}}$
Asset Turnover	$\frac{\text{Ricavi di Vendita (RV)}}{\text{Capitale Investito Netto Caratteristico (CINc)}}$

Gli indici di redditività

Gli indici di redditività sono volti ad indagare la capacità della gestione dell'impresa di trarre reddito dal capitale investito, e ad individuare le fonti principali di tale reddito. La figura 8 presenta gli indici di redditività e le relative formule di calcolo.

Il Return On Equity (ROE) è l'indice più sintetico, in quanto esprime la remunerazione dei mezzi propri. Esso è il frutto di tutte le operazioni e decisioni prese dall'impresa, ed è indice di riferimento per il socio che debba comparare la convenienza del suo investimento nell'impresa.

Come detto il ROE è la sintesi di tutte le operazioni dell'impresa, e perciò gli altri indici di seguito presentati possono anche vedersi come l'analisi delle componenti del ROE.

Figura 9. La scomposizione del ROI

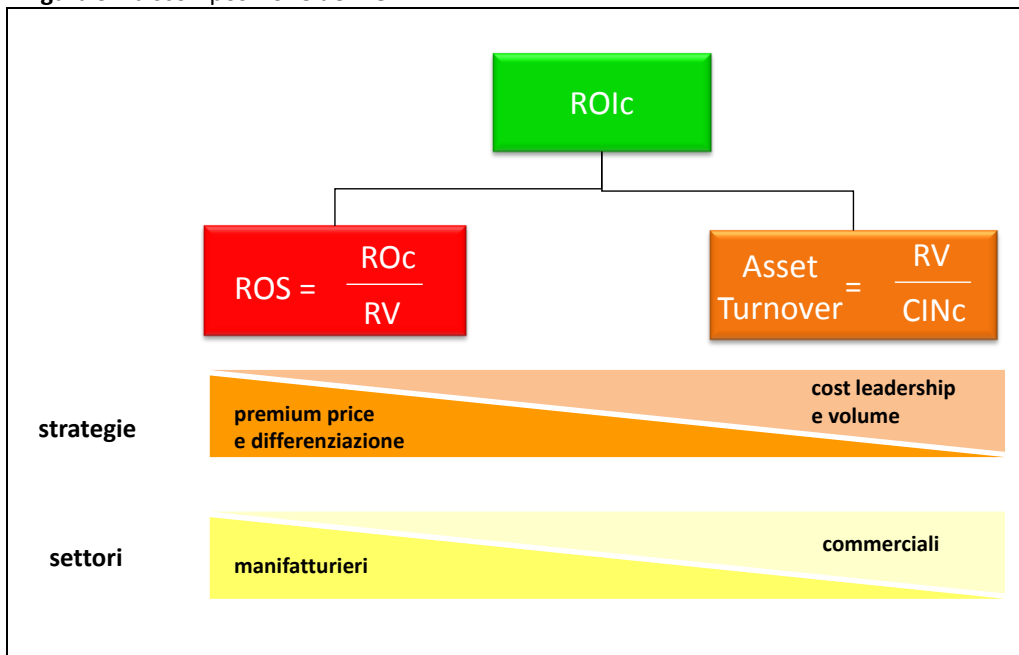
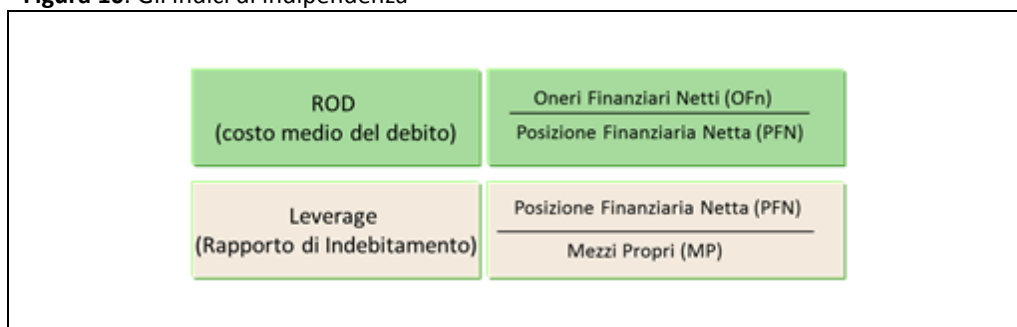


Figura 10. Gli indici di indipendenza



Il Return On Investment (ROI) è il rendimento prodotto dalla gestione del CIN dell'impresa. Può essere relativo alla sola area caratteristica (ROIc) o all'accessoria (ROIa). Il ROIc è ovviamente quello di maggior interesse. Esprime infatti la capacità dell'impresa di far fruttare il capitale investito nella sua area caratteristica, ed è perciò il primo punto di riferimento per il confronto con i concorrenti diretti dell'impresa.

La redditività che l'impresa ottiene può derivare dalla diversa composizione di due profili strategici. Infatti l'impresa può essere principalmente orientata ai volumi di vendita, eventualmente accettando un rendimento modesto per ogni unità venduta; oppure può attuare una strategia di differenziazione, volta all'acquisizione di margini elevati sulle vendite che si accompagnano a volumi relativamente inferiori al caso di prima. Due indicatori consentono di dare seguito alla riflessione appena proposta (figura 9). Infatti l'indicatore di Asset Turnover (AT) esprime tipicamente la capacità dell'impresa di generare vendite data la sua struttura (rappresentata dal CINc), mentre il Return On Sales (ROS) esprime la capacità dell'impresa di ottenere redditi dai ricavi di vendita.

Tra gli indici di redditività figura anche il Return On Debt (ROD). A differenza degli altri tale indicatore è però meglio qualificabile come indice di costo o onerosità. È infatti il costo medio della PFN. Si tratta perciò di un rendimento non per l'impresa, ma per i finanziatori. Per questo motivo esso è anche indicato tra gli indicatori di indipendenza.

Gli indici di indipendenza

Oltre al già citato ROD, l'altro indice di indipendenza è il Leverage (Lev) o rapporto di indebitamento. Delle possibili versioni di tale rapporto, preferiamo quella più immediata, che compara la PFN ai MP. Si tratta di un indicatore assai interessante in quanto tenuto in elevata considerazione dai finanziatori specie di origine bancaria.

La figura 10 presenta gli indici di indipendenza e le relative formule di calcolo.

Gli indici di liquidità

Rientrano in questa dimensione di analisi gli indicatori volti all'apprezzamento della capacità

Figura 11. Gli indici di liquidità tradizionali

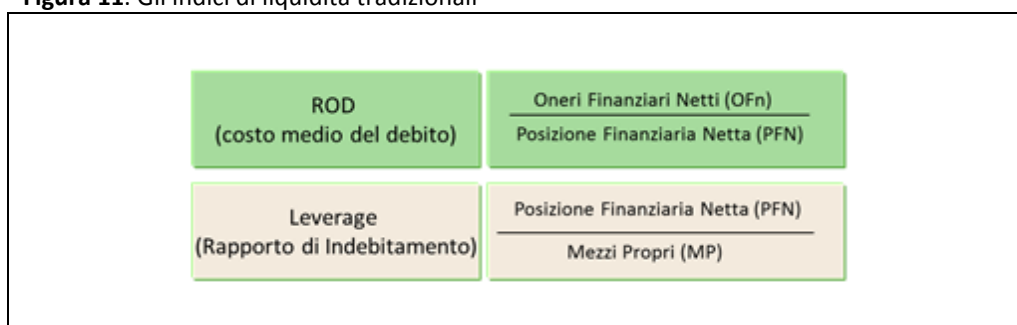


Figura 12. Altri indici di liquidità

CFOI Cash Flow On Investments	$\frac{\text{Cash Flow operativo (CFo)}}{\text{Capitale Investito Netto Car. (CINc)}}$
CFOS Cash Flow On Sales	$\frac{\text{Cash Flow operativo (CFo)}}{\text{Ricavi di Vendita (RV)}}$
CFOD Cash Flow On Debt	$\frac{\text{Cash Flow operativo (CFo)}}{\text{Posizione Finanziaria Netta (PFN)}}$

dell'impresa di generare flussi di cassa.

I due più tradizionali sono probabilmente l'indice di liquidità primaria (LP) e l'acid test (AC) (figura 11). Il ragionamento alla loro base è il seguente: l'impresa potrà contare sulle attività a breve termine (quelle che cioè scadranno entro un anno dalla data di bilancio) per onorare le passività a breve termine (quelle in scadenza nello stesso periodo). Questo perciò garantisce la capacità dell'impresa di essere solvibile nel breve periodo. Nel caso dell'AC, al numeratore non figura il magazzino, per evitare che sopravvalutazioni dello stesso contribuiscano a distorcere la significatività dell'indicatore.

Vi sono tuttavia alcune controindicazioni per i due indicatori appena presentati. Una è legata al fatto che la considerazione dei soli debiti e crediti esistenti alla fine di un periodo non garantisce comunque la solvibilità dell'impresa, neanche nel breve termine, poiché dalla data di chiusura del bilancio l'impresa continuerà a pagare ed incassare relativamente a nuove operazioni. Di fatto, nella migliore delle ipotesi, i due indici sono poco efficaci.

Si preferisce perciò ricorrere ad indicatori che provengono dalle quantità estratte dal rendiconto finanziario, che meglio consentono di cogliere la generazione di masse monetarie in collegamento con la dinamica dell'impresa.

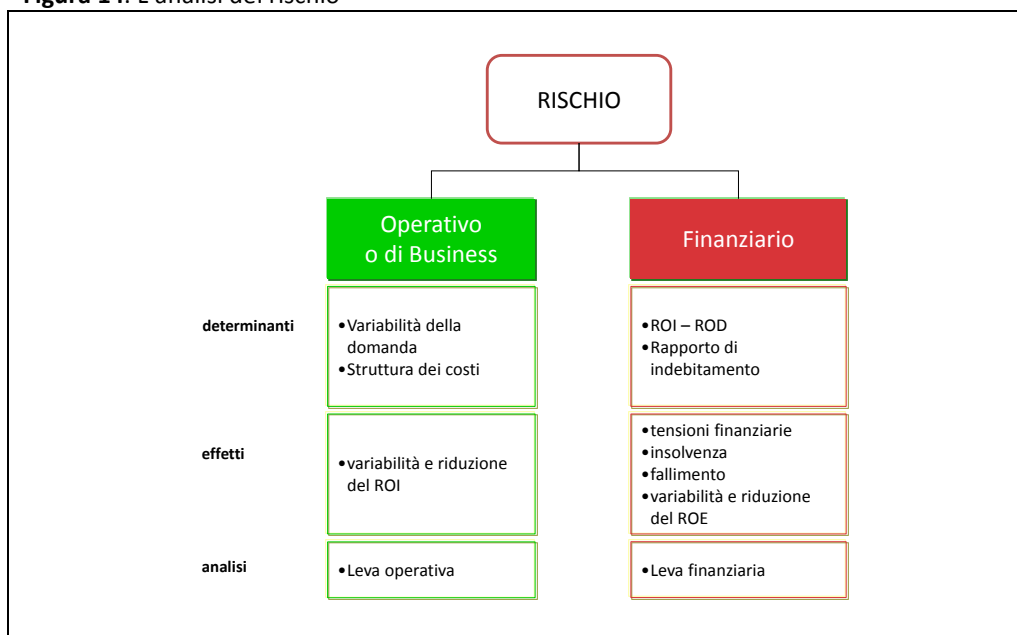
Tali indicatori si soffermano su due delle caratteristiche principali per l'analisi dei flussi finanziari: la quantità e la durata.

Nel primo gruppo (figura 12), troviamo indicatori che rapportano tipicamente il FCCc agli investimenti realizzati nel periodo, al fine di cogliere le capacità di autofinanziamento dell'impresa; alle vendite, per meglio cogliere la capacità di produrre flussi monetari con le operazioni di vendita; alla PFN, per evidenziare la capacità dell'impresa di rimborsare una parte del debito con la produzione di denaro relativa alle sue operazioni correnti. Si noti come quest'ultimo indicatore

Figura 13. Gli indici di durata

Indice di durata dei crediti commerciali	$\frac{\text{Crediti commerciali finali}/(1 + \text{aliquota IVA})}{\text{Ricavi di Vendita} / 365}$
Indice di durata dei debiti commerciali	$\frac{\text{Debiti commerciali finali}/(1 + \text{aliquota IVA})}{\text{Costi di acquisto (di beni e servizi)} / 365}$
Indice di durata del magazzino	$\frac{\text{Magazzino finale}}{\text{Ricavi di Vendita} / 365}$

Figura 14. L'analisi del rischio



rientra anche nell'ambito degli indici di indipendenza.

Gli indicatori di durata si riferiscono alla durata dei crediti commerciali, del magazzino e dei debiti commerciali dell'impresa (figura 13). A parità di tutto il resto, una maggior durata degli elementi del CCN implica maggiori fabbisogni finanziari e quindi la necessità del ricorso a fonti di finanziamento esterne.

Gli indici di sviluppo

Gli indici di sviluppo sono rappresentati da semplici percentuali di incremento delle principali voci del bilancio nel corso del tempo. I più significativi sono la variazione nel tempo del fatturato e del capitale investito netto.

L'analisi del rischio

Il rischio è qui indagato nelle due prospettive del rischio operativo e del rischio finanziario (figura 14).

Il rischio operativo: la leva operativa

La leva operativa consente di apprezzare come la struttura dei costi aziendali, in particolare il rapporto tra i costi variabili e i fissi, si riflette sull'ammontare e sulla variabilità dei redditi prodotti dall'impresa.

Si considerino le due imprese delle quali la figura 15 esprime sinteticamente i valori fondamentali. Si noti che entrambe hanno uguali ricavi e costi, e conseguentemente lo stesso ROc. Tuttavia l'impresa B presenta, rispetto all'altra, una maggior proporzione di costi variabili.

Cosa accade nel caso di diminuzione (o aumento) delle quantità prodotte e vendute? Come si può osservare dalla figura 15, l'impresa con maggiori costi fissi (la A) soffre di una maggiore variabilità del ROc, e a parità di CINc, anche del ROIc.

Figura 15. La leva operativa

	A			B		
	-10%		+10%	-10%		+10%
numero pezzi venduti	90	100	110	90	100	110
prezzo di vendita	10	10	10	10	10	10
costo variabile unitario	5	5	5	7	7	7
Ricavi di vendita	900	1.000	1.100	900	1.000	1.100
- Costi variabili	(450)	(500)	(550)	(630)	(700)	(770)
= Margine di contribuzione	450	500	550	270	300	330
- Costi fissi	(400)	(400)	(400)	(200)	(200)	(200)
= Reddito operativo	50	100	150	70	100	130
CIN	500	500	500	500	500	500
ROI	10,0%	20,0%	30,0%	14,0%	20,0%	26,0%
Variazione % del ROI	-50%		+50%	-30%		+30%

La preferibilità di una struttura con maggiori o minori costi variabili non è ovviamente assoluta. Dipende principalmente dalle previste condizioni della domanda. Nei periodi di crescita, infatti, l'impresa con maggiori costi fissi potrà avvantaggiarsi maggiormente dell'incremento di domanda. Nei periodi di diminuzione della domanda, invece, maggiori costi variabili consentiranno di smorzare le riduzioni di fatturato, riproducendole anche sul versante dei costi. Probabilmente, in condizioni di incertezza o di difficile prevedibilità della domanda, una struttura più agile, cioè con maggiori costi variabili, potrebbe essere più opportuna per l'impresa.

Il rischio finanziario: la leva finanziaria

La figura 16 presenta il caso di due imprese simili in tutto tranne che per le decisioni di finanziamento del loro CINc. L'impresa A, infatti, è totalmente finanziata da MP, mentre la B ha una PFN di 600 e MP per 400 (per semplicità si assume che le due imprese non abbiano un'area accessoria e che non vi siano imposte sul reddito).

Ovviamente anche i due conti economici divergono per tale motivo. Infatti nel conto economico dell'impresa B figurano anche OFn pari a 90.

Il RN delle due imprese è di conseguenza diverso: 200 per A e 110 per B. Ma quale delle due imprese sarebbe da preferire?

Chi scegliesse la A a motivo del maggior reddito, dovrebbe considerare che il ROE delle imprese è maggiore per la B (27,5% che per la A (20%).

Ma a cosa si deve tale differenza? Si noti che per entrambe le imprese il ROIc è del 20%.

La ragione è individuabile proprio nelle modalità con cui le due imprese hanno scelto di finanziarsi. In questo caso, infatti, il costo del finanziamento dell'impresa B è pari al 15%. Esso è inferiore al ROIc e perciò tale differenza avvantaggia coloro che hanno apportato i MP, che ne risultano i beneficiari. Infatti dall'investimento dei 600 euro prestati dai creditori finanziari, l'impresa ottiene 120 euro (si ricordi infatti che il ROIc è del 20%). Di questi, 90 servono a remunerare quegli stessi finanziatori, ma i restanti 30 saranno disponibili per i soci. Questi ultimi, che già godono degli 80 euro conseguiti sui 400 apportati, ottengono un reddito netto complessivo pari a 110, con un ROE del 27,5%.

Figura 16. La leva finanziaria

	A			B		
Capitale Investito Netto	1000			1000		
Indebitamento Finanziario Netto	0			600		
Patrimonio Netto	1000			400		
	-10%		+10%	-10%		+10%
Reddito operativo	180	200	220	180	200	220
- Oneri finanziari	-	-	-	(90)	(90)	(90)
= Reddito netto	180	200	220	90	110	130
ROI	18,0%	20,0%	22,0%	18,0%	20,0%	22,0%
ROE	18,0%	20,0%	22,0%	22,5%	27,5%	32,5%
ROD	-	-	-	15,0%	15,0%	15,0%
Variazione % ROE	-10,0%		+10,0%	-18,2%		+18,2%

Si noti che il ROE di B crescerebbe all'aumentare sia della differenza $ROI_c - ROD$, sia all'aumentare del Leverage. Mentre l'aumento della differenza indicherebbe la capacità dell'impresa di contenere il costo del debito e/o di migliorare la redditività del suo CINc; l'aumento dell'indebitamento produrrebbe di converso una maggior rischiosità connessa sia al drenaggio di flussi di cassa per il rimborso delle rate, sia al rischio di fallimento.

In genere possiamo affermare che l'impresa può correttamente finanziarsi a titolo di debito solo quanto la differenza tra ROI_c e ROD sia abbastanza ampia da assorbire eventuali cadute delle redditività o aumenti del costo del debito. Nel rispetto di tale condizione l'impresa potrà valutare la possibilità di aumentare eventualmente il suo rapporto di indebitamento.

Come impiegare gli indicatori

Gli indicatori appena presentati, possono impiegarsi efficacemente per l'analisi dell'impresa, per il confronto con i suoi concorrenti e infine per simulare il rating dell'impresa. Al riguardo offriamo alcuni spunti.

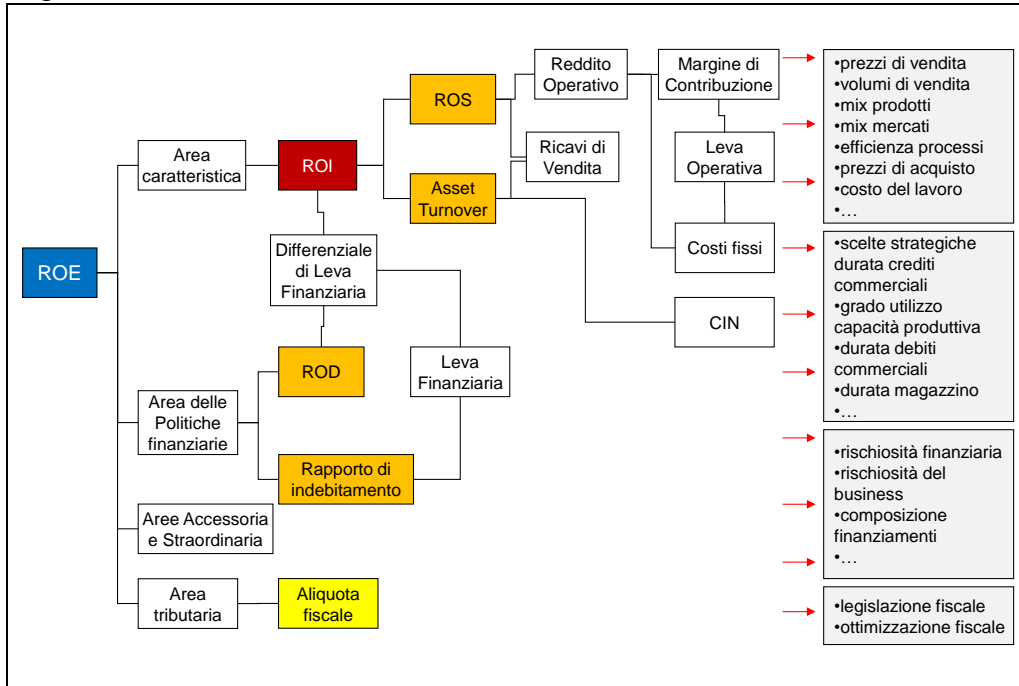
L'analisi dell'impresa e il confronto con la concorrenza

Che uso fare degli indicatori appena esaminati per l'analisi dell'impresa? Come impiegarli?

Innanzitutto cominciamo con il dire che non esistono numeri magici o ideali per gli indicatori. Perciò per capire se i risultati di un'impresa siano o meno adeguati, occorre far riferimento ad almeno quattro elementi.

Innanzitutto occorre capire se i risultati prodotti dall'impresa siano riproducibili: In particolare è necessario verificare che la redditività e la generazione di flussi finanziari derivi dalla gestione dell'area caratteristica. Al riguardo può pensarsi di analizzare il ROE conseguito, scomponendolo secondo quel processo che gli anglosassoni chiamano *peeling the onion*, e che consiste nell'analisi progressiva degli indicatori percorrendo i rami dello schema esposto in figura 17. Come si nota, l'analisi si conclude non già all'interno del sistema degli indicatori, ma con il collegamento alle politiche e alle strategie aziendali.

Figura 17. L'albero del ROE



In secondo luogo occorre considerare l'evoluzione degli indicatori nel corso del tempo. Un ROIc del 5% può essere modesto, ma segna un punto di ripresa se negli anni passati l'impresa otteneva solo il 3%.

In secondo luogo, gli obiettivi intorno ai quali l'impresa ha articolato strategie e piani. Quel 5%, che pure rappresenta un ROIc in miglioramento rispetto al passato, è però lontano dall'obiettivo del 7%.

Infine, i concorrenti. Gli indicatori dovrebbero essere confrontati con i concorrenti diretti, ed eventualmente con il settore di riferimento. Esistono numerose banche dati che offrono bilanci e indici, e perciò questa analisi non è più onerosa e difficile come nel passato. A titolo di esempio, la

Figura 18. Gli indici delle imprese italiane nel periodo 2000-2009

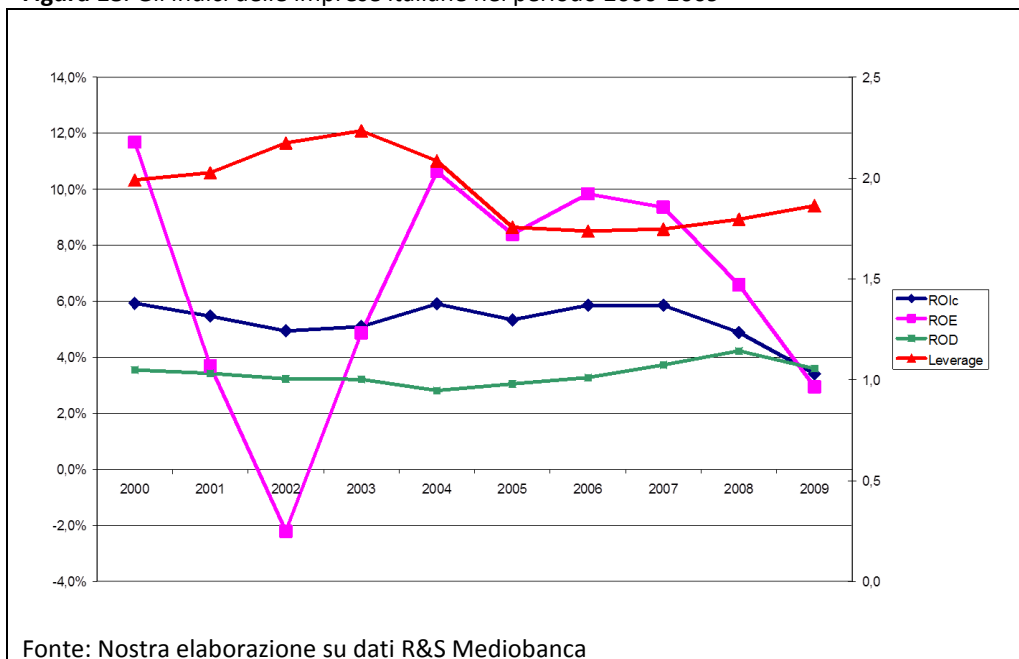


Figura 19. Rating e costo del debito

Exhibit 1: Aggregate Metrics by Rating Category						
	EBITA / Average Assets	Operating Margin	EBITA Margin	EBITA / Interest Expense	(FFO + IntExp) / IntExp	
Aaa	11.7%	15.3%	18.9%	24.5	23.1	
Aa	9.5%	12.7%	14.0%	8.9	10.4	
A	11.9%	13.8%	14.8%	8.4	9.6	
Baa	9.8%	12.2%	13.5%	5.0	6.4	
Ba	9.5%	11.6%	13.3%	3.2	4.6	
B	7.1%	8.4%	10.0%	1.4	2.4	
C	2.9%	1.8%	2.7%	0.4	1.3	

	Debt / EBITDA	Debt / Book Capitalization	FFO / Debt	Retained Cash Flow/ Net Debt	CAPEX / Depreciation	Revenue Volatility
Aaa	0.6	20.6%	130.5%	281.9%	1.4	14.0
Aa	1.6	37.6%	45.5%	15.4%	1.3	8.0
A	1.9	40.0%	40.2%	33.7%	1.3	16.0
Baa	2.6	45.6%	28.3%	24.7%	1.3	17.0
Ba	3.1	52.1%	22.4%	21.5%	1.2	22.0
B	5.3	72.5%	10.7%	10.2%	1.0	18.0
C	7.6	101.6%	2.6%	2.4%	0.8	15.5

Source: Moody's Financial Metrics™

figura 18 evidenzia alcuni indici di bilancio che le imprese italiane hanno ottenuto nel corso degli ultimi anni.

La simulazione del rating dell'impresa

L'impiego degli indici di bilancio per la valutazione del rating dell'impresa è un tema certo attuale, ma iniziato a partire dagli anni 80 dello scorso secolo. Edward Altman, infatti, costruì applicando l'analisi statistica, il cosiddetto Z-score. Si trattava di un parametro, media ponderata di alcuni indici di bilancio, che consentiva di calcolare la probabilità di fallimento di un'impresa.

Oggi, con l'Accordo interbancario noto come Basilea II, gli indici e gli altri dati di bilancio sono essenziali per la formulazione di un giudizio di rating.

Un'impresa che avesse la capacità di simulare il proprio rating avrebbe degli interessanti vantaggi. Innanzitutto si gioverebbe di un sistema di *early warning* in grado di anticipare eventi eccessivamente traumatici. In secondo luogo potrebbe meglio impostare la propria pianificazione anche finanziaria. Esiste infatti una relazione sostanzialmente diretta e positiva tra costo del debito e rating (figura 19). L'impresa potrebbe perciò prevedere meglio il costo dell'indebitamento sulla base del rating simulato ed eventualmente modificare la sua politica finanziaria quando quello fosse eccessivamente gravoso. Infine, l'impresa potrebbe meglio svolgere la complessa attività di negoziazione di prestiti finanziari in quanto meglio a conoscenza delle proprie condizioni di rischio.

Qui si vuole offrire solo uno spunto al riguardo, poiché la tematica è complessa.

Si consideri la figura 20, che espone alcuni indicatori medi per classi di rating. Con opportuni procedimenti statistico-econometrici è possibile impostare una funzione che metta in relazione il giudizio di rating con gli indicatori delle imprese a cui è stato assegnato. A solo titolo di esempio, e con l'avvertenza che il ragionamento che si sta per svolgere è puramente esemplificativo, si consideri un'impresa che presenta gli indicatori di figura 18. Nella stesa figura è anche indicata la classe di rating che presenta quell'indicatore medio (confronta la figura 19).

La nostra impresa si troverebbe un rating simulato tra A e Baa.

Figura 20. La simulazione del rating

		rating atteso simulato
EBITA/Average Assets	17,72%	Aaa
Operating margin/Sales	9,82%	Ba-B
EBITA/Sales	12,08%	Ba-B
EBITA/Interest Expense	16,62X	Aaa-Aa
(Funds From Operations+Int. Exp.) /Int. Exp.	1,91X	C
Debt/EBITDA	0%	Aaa
Debt/Book Capitalization	0X	Aaa
FFO/Debt	130%	Aaa
Retained Cash Flow/Net Debt	281%	Aaa
CAPEX/Depreciation	1,12X	Ba-B
Revenue Volatility	9,20%	Aaa-Aa

A-Baa

Conclusioni

La crisi economico-finanziaria che ha travolto l'economia, e la difficoltà di accesso al mercato dei capitali legata anche all'introduzione di Basilea 2 e 3 impongono oggi più che mai alle imprese un'attenzione ai risultati economico-finanziari. Sembra quasi banale l'osservazione ma non è più sufficiente accontentarsi di guardare ai risultati in termini di sviluppo del fatturato o incremento di utili. È necessario introdurre un sistema di valutazione dei risultati che sia in grado di cogliere l'andamento della gestione dell'impresa sia nella sua area caratteristica sia in quella finanziaria, e soprattutto il grado di rischiosità operativa e finanziaria cui è sottoposta l'azienda.

Gli argomenti presentati in questo capitolo evidenziano le modalità con cui si costruiscono gli indicatori di bilancio, partendo dal bilancio dell'impresa, e forniscono tutti gli strumenti per dare una chiara rappresentazione dei risultati conseguiti nelle diverse aree aziendali, consentendo di individuare le principali aree di criticità. E questo rappresenta il primo passo per orientare l'impresa alla soluzione dei problemi. E non solo. Confrontando gli indicatori dell'impresa analizzata con quelli dei concorrenti è possibile sviluppare un approccio critico rispetto al business di riferimento, facendo scaturire delle domande fondamentali: La strategie e il modello di business sono adeguati? Perché i concorrenti hanno un rendimento maggiore? Ecco allora che da dati e valutazione del passato si trova lo stimolo per riflessioni che impattano sul futuro dell'azienda.

Infatti partendo dall'analisi dei dati del passato è possibile costruire modelli di simulazione per valutare l'impatto sui risultati dell'impresa, dell'applicazione di possibili opzioni strategiche. In tal senso l'analisi di bilancio assume un ruolo fondamentale per valutare le prospettive future dell'azienda.

Infine il capitolo mette in evidenza come i sistemi di rating si basino sulla valutazione di indicatori di bilancio. Allora avere la visione chiara e la conoscenza dei propri risultati consente di "giocare

d'anticipo" e di calcolare un proprio rating per presentarsi agli occhi delle banche in modo diverso e di poter anche contrattare condizioni più favorevoli nei tassi d'interesse.

Bibliografia

Brunetti G., Coda V., Favotto F., *Analisi, previsioni, simulazioni economico-finanziarie d'impresa*, Etas Libri, 1999

Bubbio A., *Il sistema degli indici di bilancio e i flussi finanziari*, Edizioni Unicopli Milano, 1984

De Vecchi C., *Analisi di bilancio*, Giappichelli Editore, 1993

Fridson M., Alvarez F., *Financial Statement Analysis: A Practitioner's Guide*, Wiley, 2002

Invernizzi G., Molteni M., *Analisi di bilancio e diagnosi strategica*, Etas Libri, 1990

Paganelli O., *Analisi di bilancio – Indici e flussi*, Utet Libreria, 1981

Penman S., *Financial Statement Analysis and Security Valuation*, McGraw-Hill, 2007

Sostero U., Ferrarese P., *Analisi di bilancio - Strutture formali, indicatori e rendiconto finanziario*, Giuffrè Editore, 2000

White G. I., Sondhi A. C., Dov F., *The Analysis and Use of Financial Statements*, Wiley, 2003