FINANCE

TOOLS

ANALISI DI BILANCIO



Impreditore SMART next to you

Sommario

Che cos'è l'analisi di bilancio? 3

LA RICLASSIFICAZIONE DELLO STATO PATRIMONIALE 5
La riclassificazione secondo il modello finanziario 5
La riclassificazione secondo il modello funzionale o di pertinenza gestionale 7
Aggregati messi in luce dalla riclassificazione 10

LA RICLASSIFICAZIONE DEL CONTO ECONOMICO 12
La riclassificazione a costo del venduto 14
La riclassificazione a valore aggiunto 16
La riclassificazione a costi fissi e costi variabili 18
I tre modelli a confronto 19

L' ANALISI DEI MARGINI 21
Introduzione all'analisi per indici 21
L'analisi dei margini 22
Valore della produzione e cagr 22
Il valore aggiunto 24
Il costo del lavoro 25
Ebitda o mol (margine operativo lordo) 26
Ebit o reddito operativo 27

LE LEVE E L'EFFETTO FORBICE 29
L'effetto forbice 29
La leva operativa 30
La leva finanziaria 32
La leva complessiva 33

L' ANALISI DELLA LIQUIDITÀ E DEGLI INVESTIMENTI 35
L' analisi della liquidità 35
Margine di tesoreria 35
Incidenza del capitale circolante netto 37
Analisi del ciclo del circolante 38
Tempo medio di incasso 39
Tempo medio di pagamento 40
Tempo medio di giacenza delle scorte 41
La politica di investimento 42

L' EQUILIBRIO FINANZIARIO E L'ANALISI DELLA SOLIDITÀ 44
La composizione delle fonti e degli impieghi 44
La correlazione tra fonti e impieghi 47
La correlazione tra fonti e redditività 49

L'ANALISI DELLA REDDITIVITÀ 51
La redditività della gestione operativa 51
Il roe 53
Il leverage 54
L' incidenza della gestione extra-caratteristica 55

LE PERFORMANCE FINANZIARIE 57
Il rendiconto finanziario 57
Come si costruisce il rendiconto finanziario 58
Cash flow della gestione corrente 58
Cash flow della gestione degli investimenti 61
Cash flow operativo 63
Cash flow della gestione accessoria/straordinaria 64
Cash flow della gestione finanziaria 64
Cash flow complessivo 66

ANALISI DI BILANCIO

CHE COS'È L'ANALISI DI BILANCIO?

Il bilancio è il documento che raccoglie le informazioni sull'**assetto** e sull'**andamento delle *performance* aziendali** e quindi essere in grado di leggerlo ed interpretarlo correttamente è indispensabile sia per i soggetti interni all'azienda che per quelli esterni.

Per i **soggetti interni**, il proprio bilancio, è infatti un utilissimo strumento di **controllo della gestione**, fondamentale per capire l'impatto delle scelte strategiche ed inoltre, mettendolo a confronto con quello di altre aziende, si può capire in che posizione ci si trova rispetto alla concorrenza.

Per i **soggetti esterni** invece è un valido aiuto per capire con chi si ha a che fare, i rischi che si corrono intraprendendo quel rapporto; si pensi ad esempio ai finanziatori che si chiedono se sia opportuno o meno concedere credito a quell'azienda: le loro scelte sono fatte guardando quanto emerge dai bilanci. Si deve essere quindi in grado di comprendere cosa racconta un bilancio perché è un fondamentale **strumento comunicativo e gestionale.**

Il bilancio redatto secondo la normativa vigente è un'ottima fonte informativa per l'analisi della gestione aziendale e dei risultati prodotti in termini reddituali e finanziari; ma Conto Economico, Stato Patrimoniale e Nota Integrativa non sono gli strumenti più efficaci a questo scopo. Le informazioni presentate secondo questi prospetti standardizzati non permette infatti di mettere in risalto gli aspetti caratteristici dell'azienda né le differenze o similitudini con altre imprese.

Quindi l'**analisi di bilancio** è una tecnica che attribuisce un significato ai numeri che compaiono nel bilancio e permette di estrarre le informazioni necessarie a comprendere quattro aspetti vitali di un'impresa:

- **Solidità patrimoniale**: composizione equilibrata delle fonti di finanziamento (passivo patrimoniale) rispetto agli impieghi (attivo patrimoniale);
- **Redditività**: capacità dell'azienda di remunerare adeguatamente i fattori produttivi impiegati nella gestione;
- **Liquidità**: capacità dell'azienda di far fronte con le sue forze agli impegni presi nei confronti dei finanziatori esterni;
- **Efficienza**: capacità dell'azienda di raggiungere il massimo risultato con i mezzi a disposizione.

Questi aspetti, anche se trattati separatamente, sono fra loro strettamente collegati: la maggior parte dei fatti aziendali può essere infatti letta ricorrendo a tutte le prospettive.

Inoltre, bisogna fare attenzione ad un aspetto importante: questi **dati** se presi in termini assoluti non permettono una visione completa, per farlo **devono essere messi in relazione** con almeno una tra queste dimensioni: quella **temporale** e quella **spaziale**.

Con **dimensione temporale** si intende la necessità di interpretare i dati non di un solo esercizio, che non è sufficiente per comprendere la gestione aziendale e anche perché i dati di un singolo

esercizio possono essere “sporcati” da eventi particolari e quindi fuorvianti, ma di una serie storica così da comprendere l’evoluzione dei fatti aziendali e i trend positivi o negativi.

La **dimensione spaziale** fa riferimento al contesto in cui si trova l’azienda, quindi significa effettuare il confronto con i competitors, aziende simili o con le medie di settore così da contestualizzare i dati emersi ed osservare eventuali punti di forza o di debolezza.

Sintetizzando, per poter effettuare una corretta analisi di bilancio è necessario seguire degli **step** che sono:

1. Attenta lettura del bilancio d’esercizio e ricerca, in nota integrativa, di quali sono stati i criteri seguiti nella sua costruzione e verifica dell’attendibilità di tali valori;
2. Riclassificazione dello stato patrimoniale e del conto economico;
3. Redazione del rendiconto finanziario;
4. Costruzione degli indici di bilancio più significativi;
5. Interpretazione degli indici di bilancio e dei flussi finanziari.

LA RICLASSIFICAZIONE DELLO STATO PATRIMONIALE

La riclassificazione dello stato patrimoniale permette di individuare la composizione del capitale investito, la composizione delle fonti di finanziamento e la correlazione fra impieghi e fonti.

Lo stato patrimoniale è strutturato in moda da esprimere le **attività e le passività dell'impresa**, mette in correlazione gli **investimenti effettuati** (suddiviso in attivo immobilizzato e attivo circolante) e le **fonti di finanziamento** necessarie per sostenerli, ed evidenzia il **patrimonio netto** dell'azienda.

ATTIVO		PASSIVO	
A)	**CREDITI VERSO SOCI per versamenti ancora dovuti**	**A)**	**PATRIMONIO NETTO**
B)	**IMMOBILIZZAZIONI**	I.	Capitale sociale
I.	Immateriali	II.	Riserve
II.	Materiali	VIII.	Utile (perdita) a nuovo
III.	Finanziarie	IX.	Utile (perdita) dell'esercizio
C)	**ATTIVO CIRCOLANTE**	**B)**	**FONDI PER RISCHI E ONERI**
I.	Rimanenze	**C)**	**TFR**
II.	Crediti	**D)**	**DEBITI**
III.	Attività finanziarie		
IV.	Disponibilità liquide		
D)	**RATEI E RISCONTI ATTIVI**	**E)**	**RATEI E RISCONTI PASSIVI**

Così com'è strutturato risulta inadeguato ai fini dell'analisi delle performance aziendali, per uno studio approfondito dello stato di salute di un'azienda è indispensabile riclassificare le voci dello stato patrimoniale utilizzando **due modelli**:

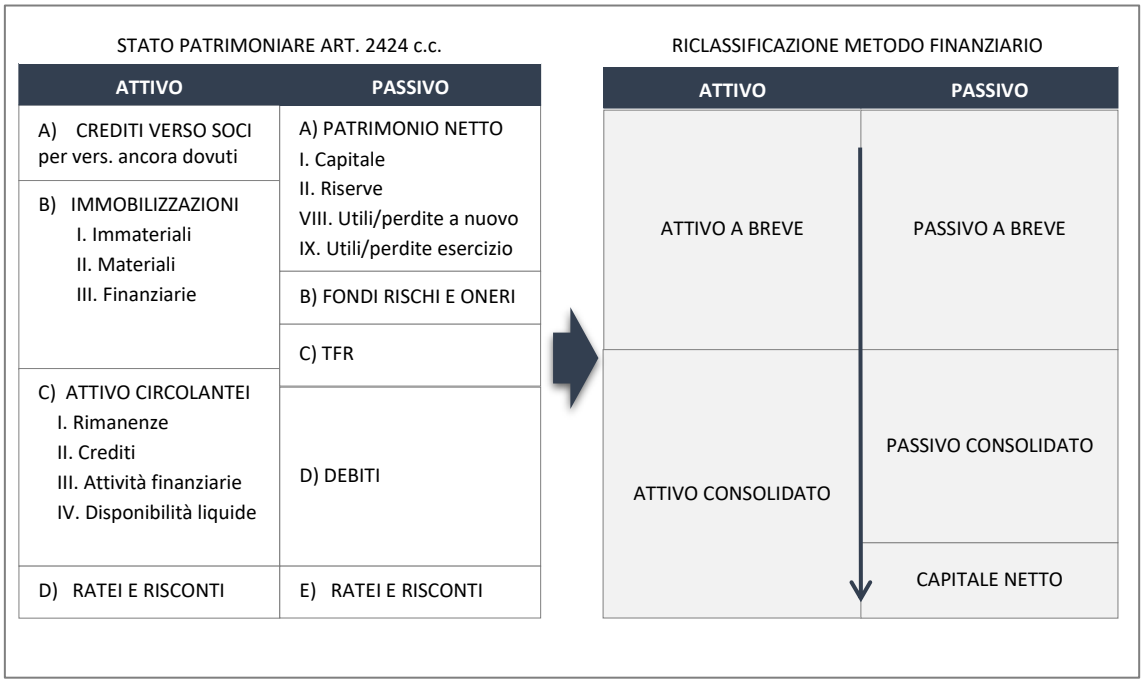
1. Il **modello finanziario** che riclassifica le voci secondo il criterio di liquidità/esigibilità;
2. Il **modello funzionale** o di **pertinenza gestionale** che riclassifica le voci tenendo conto delle aree gestionali.

LA RICLASSIFICAZIONE SECONDO IL MODELLO FINANZIARIO

Il modello finanziario ragg**ruppa le poste attive e passive di bilancio in funzione della loro capacità di convertirsi in moneta**: le attività sono esposte in funzione del loro grado di liquidità, mentre le passività secondo il loro grado di esigibilità. Questo metodo evidenzia quindi la capacità di far fronte agli **impegni di breve termine.**

L'elemento discriminante è quindi il **tempo**, l'obiettivo infatti è quello di raggruppare le poste di attivo e passivo secondo i loro tempi di trasformazione in moneta. Ogni attività o passività che si trasforma o estingue **entro 12 mesi** viene definita **a breve, oltre i 12 mesi** viene definita invece **consolidata**.

Questo modello di riclassificazione è piuttosto semplice e snello e consente di accertare l'esistenza dell'equilibrio finanziario tra fonti ed impieghi, cioè se ci sia corrispondenza tra le scadenze temporali degli investimenti e dei finanziamenti.



L'attivo patrimoniale è suddiviso in due aggregati:

- **Attivo a breve**
- **Attivo consolidato**

Le **attività a breve** sono costituite dalle disponibilità immediate e dagli investimenti in essere la cui realizzazione avverrà non oltre i 12 mesi; le **attività consolidate** comprendono tutti gli investimenti che verranno realizzati nel lungo periodo.

È importante sottolineare come questa distinzione deve essere effettuata **privilegiando l'aspetto sostanziale su quello formale**, quindi guardando oltre quelli che sono i tradizionali parametri normativi.

Con la stessa logica, anche le voci del passivo patrimoniale sono suddivise in due aggregati:

- **Passivo a breve**
- **Passivo consolidato e Capitale netto**

Le passività a breve comprendono tutti i finanziamenti da terzi destinati ad essere **rimborsati entro l'esercizio successivo**; le **passività consolidate** comprendono tutti i finanziamenti da terzi

destinati ad essere **rimborsati oltre l'esercizio successivo**. Il capitale netto comprende le quote dei soci.

ATTIVO A BREVE	**Liquidità immediate**	Comprendono poste che sono già moneta (cassa e saldi c/c) e altre attività in tutto assimilabili alla moneta perché immediatamente liquidabili (titoli di stato, azioni e obbligazioni di aziende quotate nei mercati ufficiali)
	Liquidità differite	Comprendono i crediti di qualsiasi natura che si prevede vengano incassati entro la fine dell'esercizio successivo (principalmente si fa riferimento ai crediti v/clienti per la fornitura di prodotti). Rientrano in questo aggregato anche le immobilizzazioni finanziarie liquidabili entro 12 mesi
	Magazzino	Vengono tra queste inserite le rimanenze finali di esercizio e gli anticipi a fornitori. Si tratta ovviamente di poste il cui grado di liquidità è inferiore rispetto a quelle precedenti. Non sarebbero da includere in questo aggregato le rimanenze di magazzino considerate obsolete o che per via di scelte operative non saranno utilizzate entro l'esercizio successivo
ATTIVO CONSOLIDATO	**Immobilizzazioni materiali**	Beni di uso durevole destinati ad essere impiegati nell'attività d'impresa per più esercizi (impianti e macchinari, attrezzature, mobili e arredi, ecc.)
	Immobilizzazioni immateriali	Costi i cui benefici economici non si esauriscono in un solo periodo, ma in un lungo arco temporale di più esercizi (marchi, brevetti, ricerche, pubblicità, ecc.)
	Immobilizzazioni finanziarie	Attività finanziarie che potranno essere riscosse o smobilizzate in più esercizi (partecipazioni, crediti in imprese controllate, collegate, ecc.)

PASSIVO A BREVE	**Passivo a breve**	Comprende tutti i debiti con scadenza entro i 12 mesi, fra cui gli scoperti di c/c, i debiti v/fornitori, i debiti v/dipendenti, il fondo imposte e le quote di debiti a lungo termine che saranno liquidati nell'esercizio successivo (comprese le quote TFR e le rate dei mutui o altri prestiti)
PASSIVO CONSOLIDATO	**Passivo consolidato**	Comprende tutti i debiti che non comporteranno esborsi finanziari nel breve periodo. Si fa riferimento ad esempio ai mutui, alle obbligazioni, ai debiti v/soci per somme prestate alla società. Questa voce comprende anche il TFR.
	Capitale netto	Comprende il capitale sociale, le riserve e gli utili d'esercizio che non sono stati diversamente destinati. Le perdite, se conseguite, saranno ovviamente sottratte.

LA RICLASSIFICAZIONE SECONDO IL MODELLO FUNZIONALE O DI PERTINENZA GESTIONALE

A differenza del criterio finanziario che aggrega le poste in base al tempo, il criterio funzionale **aggrega le poste dello stato patrimoniale per aree gestionali**:

- Gestione caratteristica;
- Gestione accessoria;
- Gestione finanziaria.

Partendo dallo stato patrimoniale civilistico, le voci dell'**attivo** sono ricollocate secondo il loro impiego, mentre quelle del **passivo** in relazione al **tipo di investimento** per le quali sono state utilizzate.
Quindi questo metodo cerca di isolare le poste che riguardano la **gestione caratteristica**, attinente quindi al core business dell'azienda rispetto a quelle che sono considerabili **accessorie**.

STATO PATRIMONIARE ART. 2424 c.c.

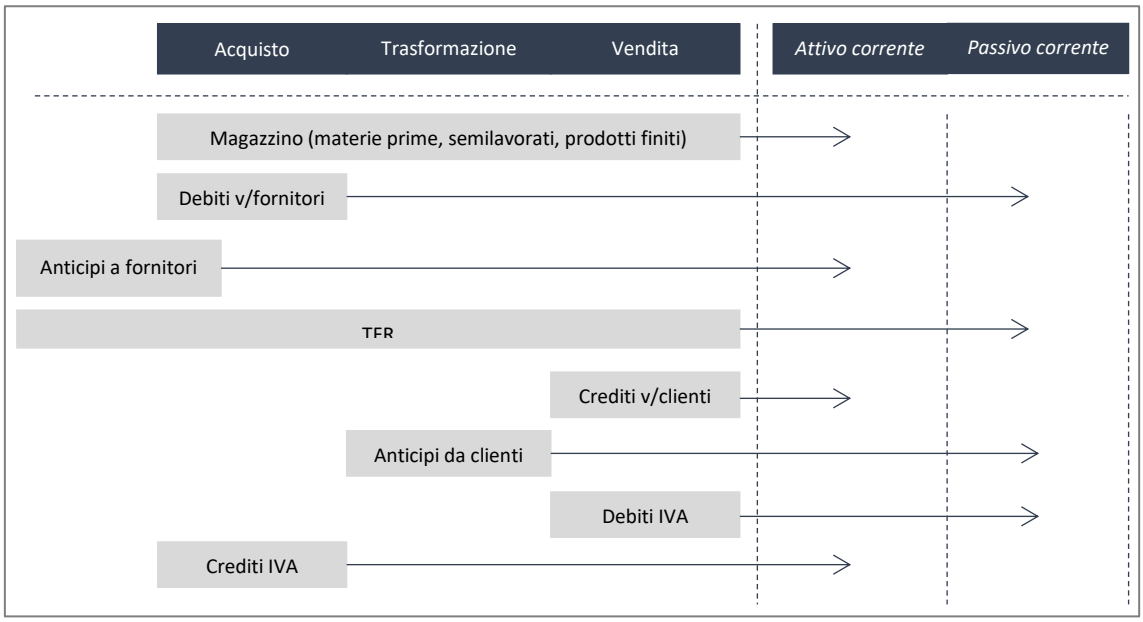
ATTIVO	PASSIVO
B) CREDITI VERSO SOCI per vers. ancora dovuti	A) PATRIMONIO NETTO I. Capitale II. Riserve VIII. Utili/perdite a nuovo IX. Utili/perdite esercizio
B) IMMOBILIZZAZIONI I. Immateriali II. Materiali III. Finanziarie	B) FONDI RISCHI E ONERI
	C) TFR
C) ATTIVO CIRCOLANTEI I. Rimanenze II. Crediti III. Attività finanziarie IV. Disponibilità liquide	D) DEBITI
D) RATEI E RISCONTI	E) RATEI E RISCONTI

RICLASSIFICAZIONE METODO FUNZIONALE

ATTIVO	PASSIVO
ATTIVITÀ CORRENTI	PASSIVITÀ CORRENTI
ATTIVITÀ IMMOBILIZZATE OPERATIVE	PASSIVITÀ FINANZIARIE
ALTRE ATTIVITÀ NON OPERATIVE	CAPITALE NETTO
CASSA	

Questo metodo di riclassificazione si fonda sul concetto che la solvibilità di un'impresa dipende dalla sua ca**pacità di generare le risorse necessarie per far fronte ai fabbisogni finanziari scaturiti dall'attività**. La riclassificazione per aree è molto interessante perché permette di fare una prima valutazione su quali sono stati gli effetti finanziari delle decisioni aziendali.

Le voci di stato patrimoniale che concorrono a formare l'**attivo ed il passivo corrente** sono tutte quelle riconducibili all'attività caratteristica dell'azienda, cioè quella che fa riferimento al ciclo **acquisto-trasformazione-vendita.**



Una precisazione va fatta sull'utilizzo del termine "**corrente**" che in questo metodo non si riferisce al momento di scadenza, come nel metodo finanziario, ma esclusivamente alla **gestione tipica dell'attività.**

Gli **impieghi** sono quindi suddivisi in:

- Attività operative correnti (la cui trasformazione in denaro avviene entro i 12 mesi) ed immobilizzate (oltre i 12 mesi);
- Attività non operative.

Mentre le **fonti** in:

- Passività correnti;
- Passività finanziarie;
- Capitale netto.

ATTIVITÀ OPERATIVE	**Attività correnti**	Comprendono tutti gli investimenti relativi al ciclo operativo legati al *core business* dell'impresa. Si fa riferimento a: scorte di magazzino, crediti v/clienti (al netto dei fondi di pertinenza), anticipi a fornitori, tutte le altre attività correnti e ratei e risconti correnti.
	Attività immobilizzate	Comprendono tutti gli investimenti strutturali legati al *core business* dell'impresa: immobili per attività operativa, impianti e macchinari, attrezzature, marchi e brevetti, spese ricerca e sviluppo, partecipazioni operative, altre immobilizzazioni operative.
ATTIVITÀ NON OPERATIVE	**Attività non operative**	Comprendono tutte le voci che non riguardano l'attività operativa aziendale. Si fa ad esempio riferimento a: titoli negoziabili, immobilizzazioni non operative, altre attività non operative, ratei e risconti non operativi.
	Cassa	Cassa e altre attività liquide

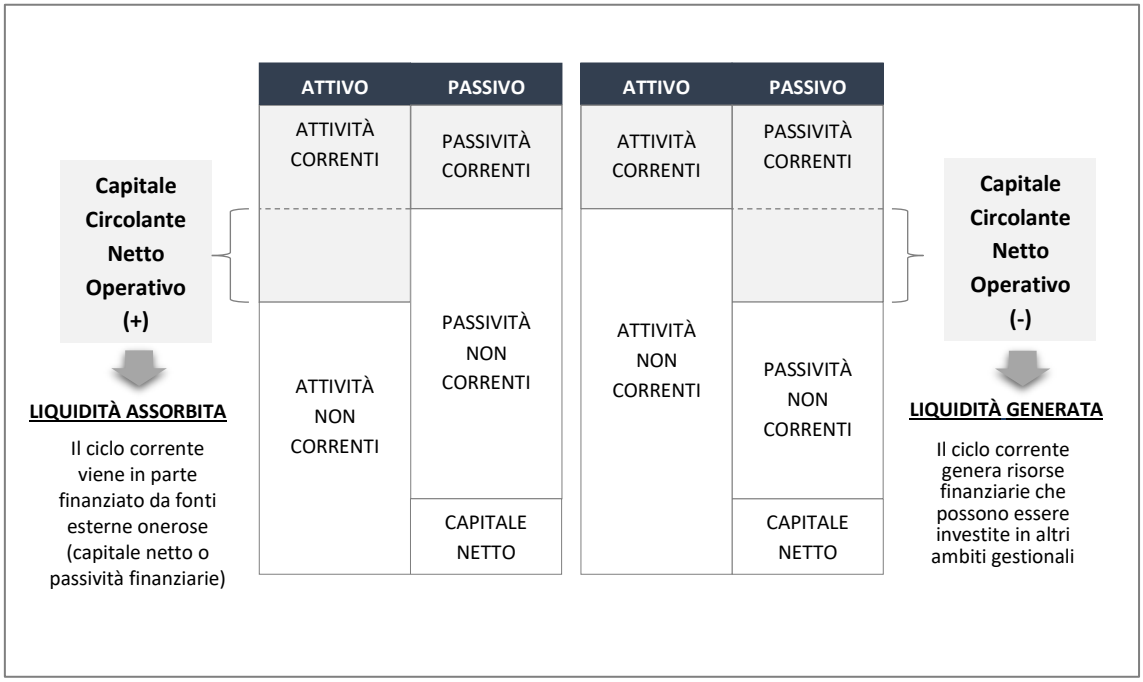
MEZZI DI TERZI	**Passività correnti**	Riguardano tutti i debiti contratti per la realizzazione del ciclo operativo dell'impresa. Sono passività correnti: debiti v/fornitori, debiti v/dipendenti, debiti v/istituti previdenziali, fondo TFR, debiti tributari, anticipi da clienti, altre passività correnti, ratei e risconti correnti.
	Passività finanziarie	Riguardano tutti i debiti di natura finanziaria, cioè contratti nei confronti di terzi perché i mezzi propri non sono sufficienti a coprire gli investimenti necessari per lo svolgimento dell'attività dell'impresa. La loro esistenza è comunemente correlata alla corresponsione di oneri finanziari. Sono passività finanziarie: debiti v/banche, mutui, obbligazioni, prestiti da soci, altri debiti finanziari.
MEZZI PROPRI	**Capitale netto**	È la fonte di finanziamento proveniente dai soci o dal risultato della gestione dell'impresa: capitale sociale, riserve, utile/perdita a nuovo, utile/perdita d'esercizio.

AGGREGATI MESSI IN LUCE DALLA RICLASSIFICAZIONE

La riclassificazione funzionale permette, attraverso un'ulteriore riaggregazione delle macro-voci, di apprezzare alcuni confronti tra impieghi e fonti al fine di determinare:

- Il capitale circolante netto operativo (**CCNO**)
- Il capitale investito netto operativo (**CINO**)
- Il capitale investito netto (**CIN**)
- La posizione finanziaria netta (**PFN**)

Partendo dalla riclassificazione funzionale quindi **il capitale circolante netto operativo (CCNO)** è dato dalla differenza tra le attività correnti e le passività correnti e, se positivo, rappresenta l'investimento o, se negativo, il finanziamento determinato dalla gestione corrente.



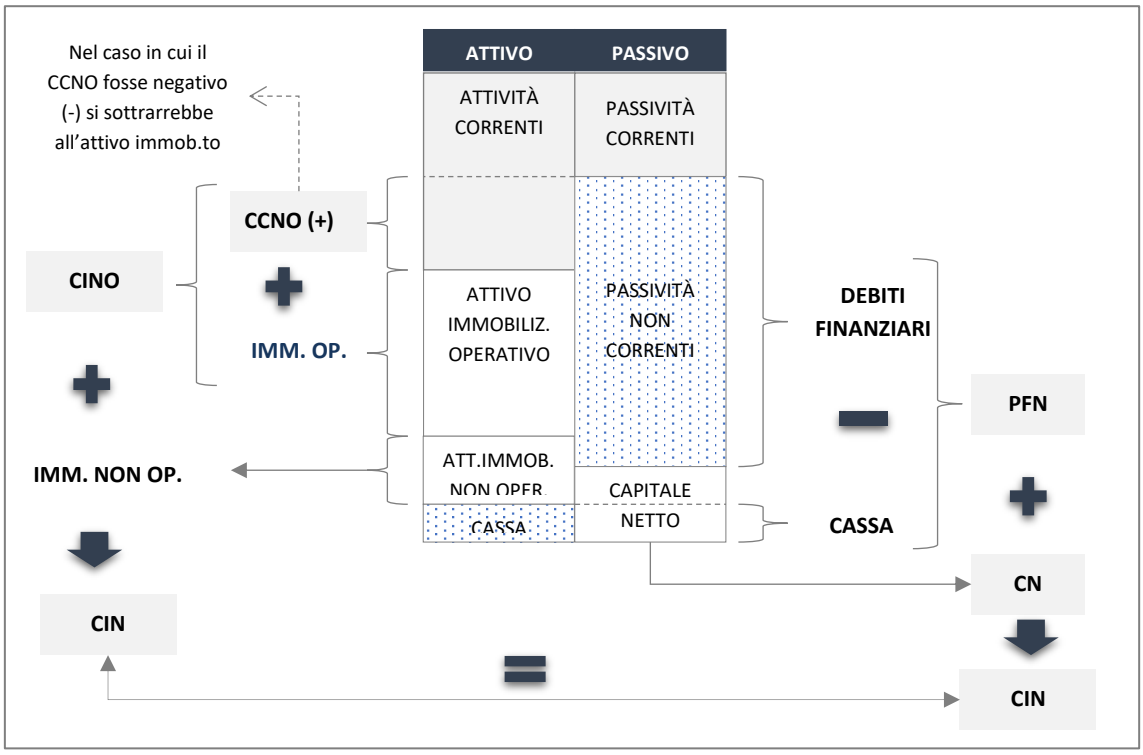
Un **valore negativo di CCNO** identifica che la gestione del ciclo acquisto-trasformazione-vendita genera risorse finanziarie, cioè che l'impresa riesce ad incassare i crediti commerciali prima della somma di tempo tra il pagamento ai fornitori (tempi medi di incasso < tempi medi di pagamento) e al tempo di rimanenza in magazzino dei beni. Un classico esempio di imprese che godono di un CCNO positivo sono quelle che operano nella GDO che incassano le vendite per contanti hanno rimanenze brevi e pagano con dilazione i fornitori.

Un **valore positivo di CCNO** indica invece che il ciclo acquisto-trasformazione-vendita assorbe liquidità, quindi nel caso in cui si incassano i crediti commerciali dopo aver pagato i fornitori e di conseguenza le aziende che si trovano in questa situazione sono costrette a finanziare la gestione caratteristica attraverso il ricorso a finanziamenti e quindi con maggiori costi.

La dimensione e il segno del CCNO sono molto importanti ai fini dell'analisi aziendale, infatti rappresenta l'area della gestione che risente in modo più forte delle scelte di breve termine.

Aggiungendo al capitale circolante netto l'attivo immobilizzato operativo si determina il **capitale investito netto operativo (CINO)**. Tale valore evidenzia tutti gli impieghi relativi all'attività caratteristica dell'azienda (sia correnti che strutturali) escludendo tutto ciò che è considerato extra-caratteristico (cioè finanziario o accessorio).
Nel caso in cui l'azienda abbia anche investimenti in attività accessorie, sommando queste al CINO si determina il **capitale investito netto (CIN)**, cioè l'ammontare complessivo degli investimenti in azienda indipendentemente dalla loro destinazione.
Il CIN rappresenta inoltre il fabbisogno finanziario richiesto dall'attività aziendale, che deve essere coperto con l'utilizzo dei debiti finanziari a breve e medio lungo termine e dall'apporto dei soci.

La **posizione finanziaria netta (PFN)** è un valore molto importante sia per la costruzione di alcuni indici finanziari, sia per la valutazione d'azienda; questa fa riferimento alla differenza tra le passività finanziarie e le attività finanziarie (che spesso fanno riferimento alla sola cassa).
Questo indicatore esprime la capacità di copertura delle passività finanziarie in relazione alle disponibilità liquide, immediate e differite: un **valore positivo** indica uno che le passività finanziarie sono superiori alla liquidità potenzialmente disponibile in via immediata. È, pertanto, un indicatore del debito finanziario complessivo dell'azienda e permette di osservare sia il livello complessivo dell'indebitamento, sia la solidità della struttura patrimoniale, quando viene raffrontato con mezzi propri (PFN/Mezzi propri).



LA RICLASSIFICAZIONE DEL CONTO ECONOMICO

Per rendere agevole la comprensione delle logiche di formazione del risultato di esercizio non ci si può fermare alla lettura del Conto Economico redatto secondo la normativa, è necessario scavare più a fondo e procedere con una riclassificazione. Grazie a questa sarà possibile, infatti, riconoscere da dove proviene il risultato finale e capire se un'azienda si trova in condizioni economiche buone o si trova in crisi. Ci sono diversi modelli di riclassificazione, ognuno con pregi e difetti e nessuno è meglio dell'altro, ma sono complementari fra loro e ciascuno si adatta ad esigenze diverse; sta all'analista scegliere quello che reputa più appropriato.

La riclassificazione del Conto Economico è sostanzialmente finalizzata a **suddividere le aree della gestione in base alla loro pertinenza gestionale** e di conseguenza rendere più comprensibili le **logiche di formazione del risultato d'esercizio**.

I principali raggruppamenti del conto economico previsti dall'art. 2425 c.c., integrato dall'art. 2423-*ter* c.c. sono:

	CONTO ECONOMICO
A	Valore della produzione
B	Costi della produzione
	Differenza tra valori e costi di produzione (A-B)
C	Proventi ed oneri finanziari
D	Rettifiche di valore attività finanziarie
E	Proventi e oneri straordinari
	Risultato prima delle imposte (A-B+/-C+/-D+/-E)
22	Imposte sul reddito d'esercizio
23	**Utile (perdite) dell'esercizio**

Il conto economico riclassificato è lo strumento essenziale per **valutare la redditività aziendale** sotto **tre diversi profili**:

- La produttività dell'attività caratteristica;
- La redditività della gestione caratteristica;
- La redditività delle gestioni aziendali diverse da quella caratteristica.

Con **gestione caratteristica** si intendono quelle attività che identificano la funzione tipica dell'azienda individuata nell'**oggetto sociale**.

Ad esempio, nelle **imprese industriali** la gestione caratteristica è costituita dalle fasi acquisto-trasformazione-vendita.

Oltre la gestione caratteristica si possono individuare altre tre aree aziendali in cui ricondurre le varie voci; una di queste è la **gestione finanziaria** che comprende le operazioni di reperimento del capitale necessario a finanziare l'attività aziendale (e che genera oneri finanziari) e legate all'investimento delle risorse in eccedenza (che genera proventi finanziari).

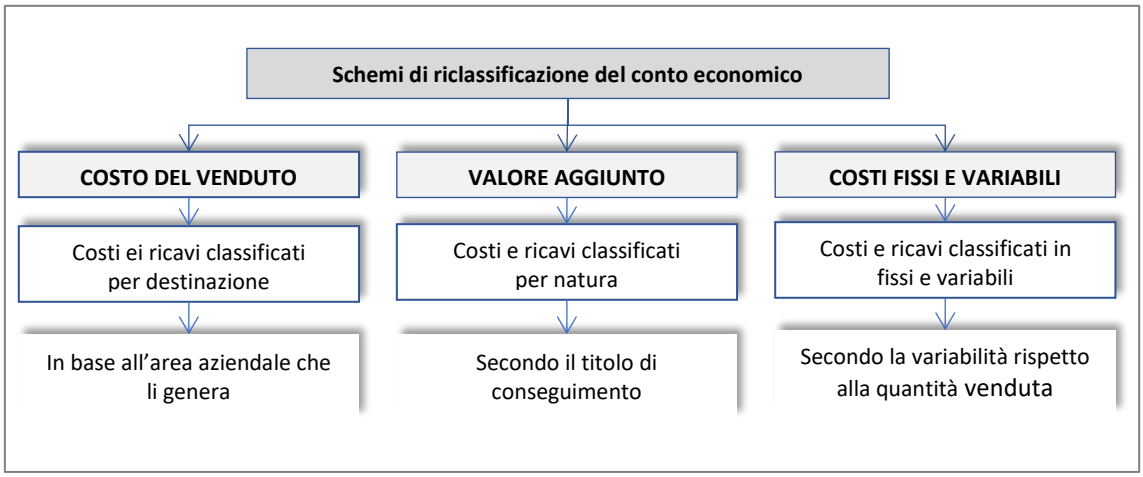
La **gestione accessoria** è costituita da quelle operazioni svolte con una certa **continuità** che però non costituiscono l'obiettivo principale aziendale. Ad esempio, possiamo pensare alle attività immobiliari con immobili non strumentali, mobiliari (titoli), partecipazioni o attività marginali o temporanee.

Infine, la **gestione straordinaria**, costituita da quelle attività che hanno carattere di eccezionalità, cioè che sono realizzate *una tantum*. Un classico esempio sono le plusvalenze o minusvalenza da cessione di immobilizzazioni (a condizione che le cessioni di immobilizzazioni non siano il core business dell'azienda).

I **modelli di riclassificazioni** del conto economico sono tre:

- Riclassificazione a **costo del venduto**;
- Riclassificazione a **valore aggiunto**;
- Riclassificazione a **costi fissi e costi variabili**.

Da sottolineare come **non esista un metodo "migliore",** ciascuno fornisce informazioni differenti e complementari per la conoscenza dell'andamento economico dell'azienda.



LA RICLASSIFICAZIONE A COSTO DEL VENDUTO

Questo modello **aggrega le voci di costi e ricavi per destinazione**, imputandoli alle diverse aree gestionali, quindi permette di **separare la parte prettamente caratteristica**, che nello schema si trova al di sopra del **reddito operativo**, dalle altre, che si trovano al di sotto.

CONTO ECONOMICO A COSTO DEL VENDUTO con individuazione delle diverse aree gestionali	
+ Fatturato	**GESTIONE CARATTERISTICA:**
- Costo del venduto:	
+ Rimanenze inziali	
+ Acquisti materie prime e semilavorati	
+ Energia	
+ Costo del lavoro	***Area produttiva***
+ Ammortamenti (beni destinati alla produzione)	
+ Canoni leasing (beni destinati alla produzione)	
+ Costo delle trasformazioni effettuate da terzi	
+ Altri costi industriali	
- Rimanenze finali	
= Risultato lordo industriale	
- Costi commerciali e distributivi	***Area commerciale***
- Costi amministrativi e generali	***Area amministrativa***
= REDDITO OPERATIVO	
+ Proventi finanziari	**GESTIONE FINANZIARIA**
- Oneri finanziari	
+ Proventi accessori	**GESTIONE ACCESSORIA**
- Oneri accessori	
= Risultato di competenza	
+ Proventi straordinari	**GESTIONE STRAORDINARIA**
- Oneri straordinari	
= REDDITO PRIMA DELLE IMPOSTE	
- Imposte d'esercizio	
= REDDITO D'ESERCIZIO	

Lo schema permette di individuare dei **risultati intermedi** molto importanti per la valutazione della gestione; questi sono:

- Risultato lordo industriale;
- Reddito operativo;
- Risultato di competenza;
- Risultato prima delle imposte;
- Reddito d'esercizio.

Il primo risultato che si incontra è il **risultato lordo industriale**, indicatore molto interessante soprattutto per le imprese industriali perché, sottraendo dal fatturato i costi dei fattori produttivi impiegati per la realizzazione del prodotto mette in mostra il margine dell'attività industriale in senso stretto.

Nel **costo del venduto** rientrano quindi i soli costi strettamente collegati all'attività di trasformazione delle materie prime e dei semilavorati in prodotti finiti, quindi in sostanza i fattori produttivi, il capitale umano e gli asset.

Nelle **aziende commerciali o di servizi** il costo del venduto, pur avendo un peso minore rispetto alle aziende di produzione, è costituito dai costi necessari per la realizzazione dell'attività tipica (approvvigionamento, energia, lavoro, etc.).

Se a questo risultato sottraiamo i costi di natura commerciale e distributivi e i costi amministrativi e generali si raggiunge il **reddito operativo** (o **EBIT** – Earnings Before Interest and Taxes).

Questi costi riguardano sempre l'area caratteristica dell'azienda, ma non sono imputabili al ciclo produttivo in senso stretto. I **costi commerciali** sono, ad esempio, le provvigioni, le retribuzioni ai manager e al personale dell'area commerciale, i costi di pubblicità, i costi di trasporto, gli ammortamenti e tutti gli altri costi relativi ai beni strumentali impiegati per l'attività commerciale e distributiva.

I **costi amministrativi e generali** sono invece, ad esempio, le retribuzioni della dirigenza e al personale non addetto all'attività produttiva o commerciale, gli ammortamenti e tutti gli altri costi relativi ai beni strumentali impiegati per l'attività amministrativa e generale.

Avere un **EBIT positivo** è di fondamentale importanza perché significa che la gestione caratteristica è in grado di generare risorse economiche che devono essere in grado di remunerare il capitale investito dalla proprietà, con la ripartizione degli utili, e dai finanziatori, con il pagamento degli interessi e per pagare le imposte d'esercizio. Al contrario, se la **gestione operativa è negativa per più periodi consecutivi**, significa non solo che l'azienda non è in grado di produrre risorse attraverso la propria attività tipica, ma addirittura le assorbe. Un **EBIT negativo** anche in presenza di risultati positivi, può compromettere l'operatività dell'azienda.

Per arrivare al **risultato di competenza** si dovrà sommare al reddito operativo il saldo delle gestioni **accessoria** e **finanziaria.**

Ultimo step prima di arrivare al reddito ante-imposte **è l'imputazione dei costi e ricavi della gestione straordinaria**.

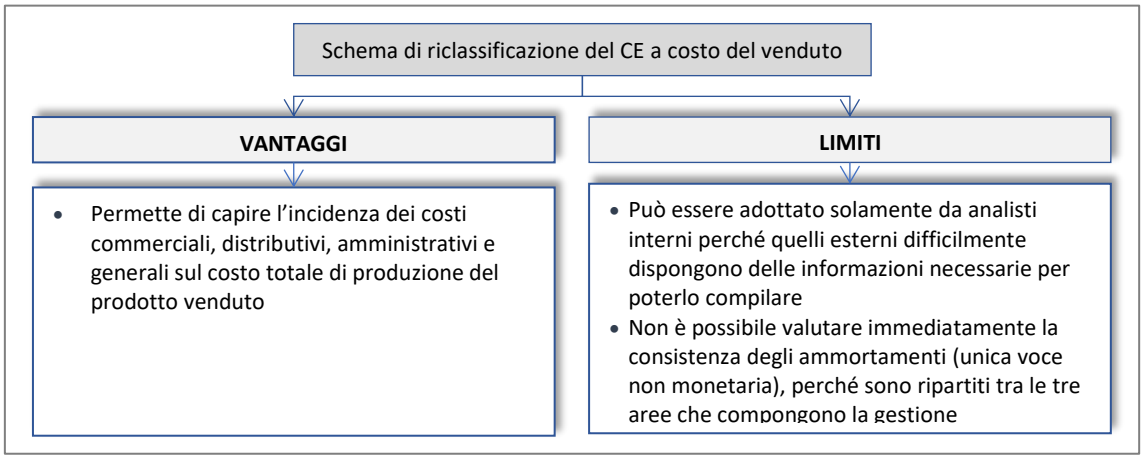
Un risultato positivo o negativo d'esercizio non è automaticamente un segnale di buono o cattivo stato di salute dell'azienda; prima di esprimere un qualsiasi giudizio è necessaria un'accurata analisi dei risultati ottenuti per verificare da cosa sono stati influenzati.

Pensiamo ad esempio al caso di un'azienda con reddito operativo positivo nel tempo, ma che registra una minusvalenza straordinaria importante, dovuta ad una politica di dismissione.

Se ci si fermasse al risultato d'esercizio si direbbe che l'azienda non è in buono stato, ma facendo partire l'analisi dalla gestione caratteristica la valutazione cambia.

Possiamo tranquillamente affermare che il dato fondamentale sul quale concentrarci è innanzitutto la **redditività della gestione operativa.**

Questo schema presenta dei vantaggi, ma anche dei limiti:

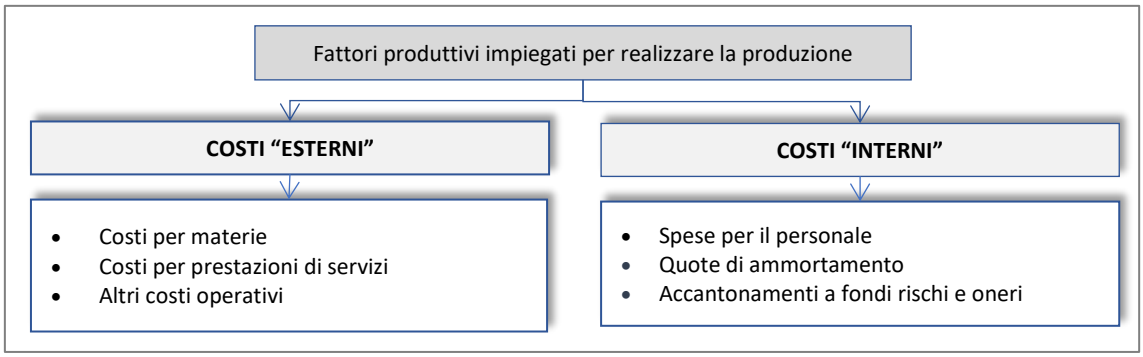


LA RICLASSIFICAZIONE A VALORE AGGIUNTO

Nello schema di riclassificazione a valore aggiunto **i costi sono riaggregati per natura**, cioè facendo riferimento al tipo di fattore produttivo impiegato nell'impresa.
Per comprendere il funzionamento del modello ci si deve concentrare sui **fattori utilizzati nel ciclo operativo**:

- Materie prime e servizi;
- Capitale umano;
- Assets materiali e immateriali.

Questi fattori possono essere suddivisi in **interni ed esterni**, che generano rispettivamente costi interni e costi esterni.



Questo schema permette l'individuazione due **risultati operativi intermedi** molto interessanti per l'azienda:

- Il valore aggiunto;
- Il margine operativo lordo.

CONTO ECONOMICO riclassificato a VALORE AGGIUNTO con individuazione delle diverse aree gestionali		
+	Fatturato	GESTIONE CARATTERISTICA
+/-	Variazione delle scorte di prodotti e semilavorati	
+	Lavori in economia	
=	**VALORE DELLA PRODUZIONE DELL'ESERCIZIO**	
-	Acquisti di materie prime e semilavorati	
-	Costi per servizi	
-	Altri costi di acquisto esterni	
+/-	Variazione delle scorte di materie prime	
=	**VALORE AGGIUNTO**	
-	Costo del personale	
=	**MARGINE OPERATIVO LORDO (EBITDA)**	
-	Ammortamenti	
=	**REDDITO OPERATIVO**	
+	Proventi finanziari	GESTIONE FINANZIARIA
-	Oneri finanziari	
+	Proventi accessori	GESTIONE ACCESSORIA
-	Oneri accessori	
=	**RISULTATO DI COMPETENZA**	
+	Proventi straordinari	GESTIONE STRAORDINARIA
-	Oneri straordinari	
=	**RISULTATO PRIMA DELLE IMPOSTE**	
-	Imposte d'esercizio	
=	**REDDITO D'ESERCIZIO**	

Il **valore aggiunto** rappresenta la **capacità dell'azienda di creare ricchezza**, cioè aggiungere ai fattori produttivi acquistati dall'esterno ed impiegati nell'attività caratteristica. Questo risultato è pari alla differenza fra i ricavi operativi (il valore della produzione) e i costi di acquisto dei fattori impiegati per la realizzazione della produzione.

Altro importante aggregato è il **margine operativo lordo** (**MOL** o **EBITDA** – *Earnings Before Interests, Taxes, Depreciation and Amortization*) che si ottiene sottraendo al valore aggiunto i costi relativi al personale (costo del lavoro, oneri sociali, TFR, etc.).

Questo indicatore è utile sia dal punto di vista finanziario che economico, infatti:

- **Esprime la differenza tra ricavi e costi monetari** (che generano variazioni finanziarie) legati al ciclo produttivo aziendale di acquisto-trasformazione-vendita;
- **Evidenzia la quantità di risorse economiche prodotte dall'attività caratteristica** disponibili per il reintegro del capitale fisico consumato nella produzione, per la remunerazione del capitale finanziario e per il pagamento delle imposte.

Importante osservare come, non considerando ammortamenti e accantonamenti, il MOL non risente delle politiche di bilancio.

L'**EBITDA** non deve essere solo considerato in termini assoluti, è importante analizzarlo anche come **percentuale sul fatturato** anche per confrontare questo dato con quello delle imprese competitor. Non è possibile individuare una percentuale standard di EBITDA per tutte le aziende perché varia molto in base al settore e al periodo storico.

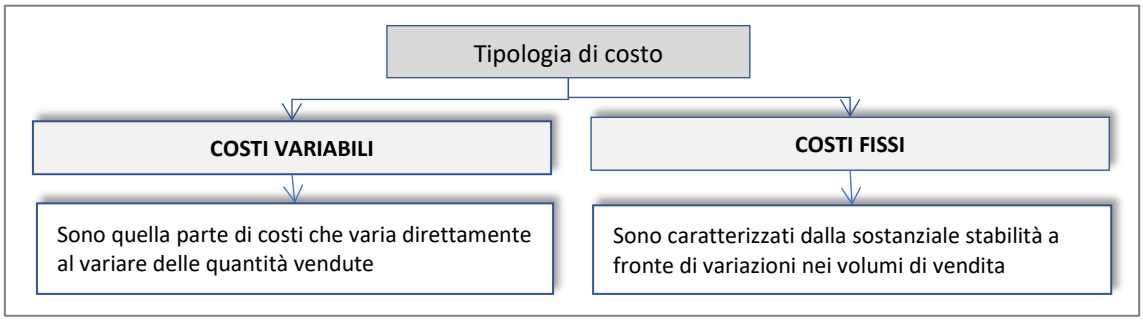
Sottraendo dall'EBITDA le quote di ammortamento e gli accantonamenti si ottiene il **reddito operativo**; da questo punto in poi lo schema di riclassificazione a valore aggiunto coincide con quello a costo del venduto.

LA RICLASSIFICAZIONE A COSTI FISSI E COSTI VARIABILI

Lo schema di riclassificazione del conto economico a costi fissi e costi variabili è un ottimo strumento per lo studio della redditività aziendale, in quanto permette di determinare un'informazione di fondamentale importanza nelle scelte di pianificazione e programmazione della gestione: il **margine di contribuzione**.

Il margine di contribuzione si ottiene sottraendo dal valore della produzione i costi variabili sostenuti per generarla, quindi identifica il **risultato generato dal ciclo operativo, al netto dei costi fissi** che sono, per la maggior parte, di struttura.

Sottraendo poi dal margine di contribuzione i costi fissi di produzione si ottiene il **reddito operativo** già analizzato nei precedenti schemi di riclassificazione.



CONTO ECONOMICO riclassificato a COSTI FISSI E VARIABILI con individuazione delle diverse aree gestionali	
+ **Ricavi netti**	**GESTIONE CARATTERISTICA**
- **Costi variabili:**	
+ Consumi di materie (RI + Acquisti - RF)	
+ Lavorazioni di terzi	
+ Altri costi variabili di produzione	
+ Costi variabili commerciali (Provvigioni, Spese trasporto, ecc.)	
= **MARGINE LORDO DI CONTRIBUZIONE**	
- **Costi fissi:**	
+ Costi del lavoro diretto	
+ Ammortamenti industriali diretti	
+ Altri costi industriali diretti (Energia, Manutenzioni, Assicurazioni, ecc.)	
+ Costi fissi commerciali	
+ Costi fissi amministrativi	
= **REDDITO OPERATIVO**	
+ Proventi finanziari	**GESTIONE FINANZIARIA**
- Oneri finanziari	
+ Proventi accessori	**GESTIONE ACCESSORIA**
- Oneri accessori	
= **Risultato di competenza**	
+ Proventi straordinari	**GESTIONE STRAORDINARIA**
- Oneri straordinari	
= **REDDITO PRIMA DELLE IMPOSTE**	
- Imposte d'esercizio	
= **REDDITO D'ESERCIZIO**	

Questo modello è molto utile perché permette di comprendere il **livello di flessibilità dell'azienda** in relazione all'incidenza dei costi variabili sul totale dei costi e pianificare la quantità di prodotti da produrre per raggiungere il punto di pareggio.
Limite di tale modello è che non tutti i costi sono sempre oggettivamente distinguibili tra fissi e variabili.

In alcuni casi gli analisti esterni semplificano la riclassificazione considerando variabili solo i costi per materie prime e parte dei costi per servizi.

I TRE MODELLI A CONFRONTO

La tabella che segue mette a confronto i tre diversi modelli di riclassificazione del conto economico.
Come si può desumere dallo schema non esiste uno modello di riclassificazione del conto economico in assoluto preferibile rispetto agli altri, anzi, le **informazioni** che ne emergono sono **complementari**.

COSTO DEL VENDUTO	VALORE AGGIUNTO	COSTI FISSI E COSTI VARIABILI
+ Ricavi netti	**+** Valore della produzione	**+** Ricavi netti
- Costo del venduto	- Costi esterni	- Costi variabili
= Risultato lordo industriale	**= Valore Aggiunto**	**= Margine lordo di contribuz.**
- Costi commerciali e distributivi	- Costo del personale	- Costi fissi
- Costi amministrativi e generali	**= Margine Operativo Lordo**	
	- Ammortamenti e svalutazioni	
	- Accantonamenti	

=	**REDDITO OPERATIVO (EBIT)**
+	Proventi finanziari
-	Oneri finanziari
+	Proventi accessori
-	Oneri accessori
=	**Risultato di competenza**
+	Proventi straordinari
-	Oneri straordinari
=	**REDDITO PRIMA DELLE IMPOSTE**
-	Imposte d'esercizio
=	**REDDITO D'ESERCIZIO**

Tutti e tre i modelli permettono di valutare l'incidenza delle quattro aree gestionali (caratteristica, accessoria, finanziaria e straordinaria) al conseguimento del risultato d'esercizio. L'unica **gestione che i tre modelli analizzano in maniera diversa è quella caratteristica**, in quanto:

- Lo schema a costo del venduto ha come principale obiettivo quello di evidenziare il margine economico dell'attività industriale in senso stretto e l'incidenza dell'area commerciale e dell'area amministrativa;
- Lo schema a valore aggiunto mette in evidenza quanto valore l'azienda è stata in grado di aggiungere ai fattori produttivi acquistati all'esterno e impiegati nell'attività caratteristica attraverso il suo operato;
- Lo schema a costi fissi e variabili vuole mettere in evidenza la capacità dell'azienda di raggiungere il punto di pareggio attraverso il calcolo del margine di contribuzione.

Attenzione al **livello di approfondimento delle informazioni**: in relazione a quello che si trova all'interno del bilancio pubblicato secondo la normativa, l'unico schema di riclassificazione che può essere utilizzato dall'**analista esterno** è quello a **valore aggiunto**. La riclassificazione di costi secondo gli altri due schemi, infatti, presenta un livello di dettaglio e un fabbisogno informativo maggiori, da risultare complessa anche da parte dagli analisti interni.

L' ANALISI DEI MARGINI

Dopo aver riclassificato il Conto Economico e lo Stato Patrimoniale si può iniziare la vera e propria analisi dei valori di bilancio con cui si indaga la dinamica delle gestioni passate per migliorare le gestioni future; quello che si cerca di scoprire è lo stato di salute aziendale, valutando le performance delle diverse aree nello spazio e nel tempo.
Questa attività ha inizio con l'analisi dei margini ricavabili dal Conto Economico.

INTRODUZIONE ALL'ANALISI PER INDICI

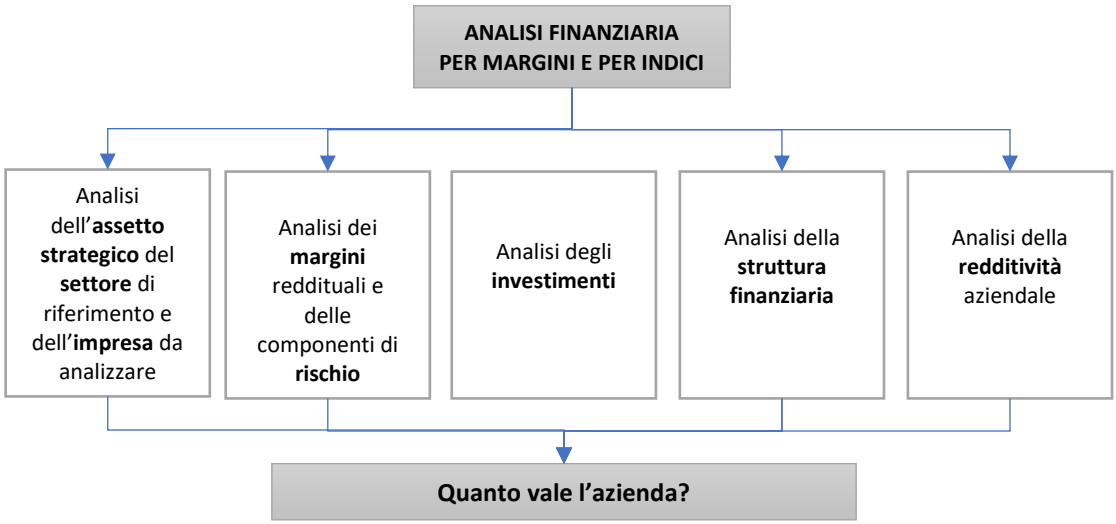
Una volta effettuata la riclassificazione dei prospetti di bilancio, si procede alla **costruzione degli indici**. L'analisi per indici è un potente strumento che permette di cogliere le relazioni esistenti tra la situazione reddituale e la situazione **patrimoniale e finanziaria.**

Gli **indici di bilancio** sono delle grandezze economiche, patrimoniali e finanziarie, combinate in modo da fornire **informazioni** interessanti, ma non definitive, in quanto **vanno collegate ad altre indicazioni**, ad esempio quelle derivanti dall'**analisi dei flussi finanziari**, così da creare un **sistema di quozienti** che sia in grado di mostrare la dinamica delle gestioni aziendali trascorse, esprimere giudizi fondati in merito allo stato di salute dell'unità produttiva analizzata, formulare previsioni sull'evoluzione futura.

Quello che si cerca di scoprire è lo stato di **salute aziendale**, valutando le *performance* delle diverse aree nello spazio e nel tempo.

L'analisi delle *performance* non può prescindere dall'inquadramento dell'**assetto strategico** dell'impresa e del **settore** in cui si trova. In particolare, gli **ambiti che possono influenzare i risultati sono**:

- L'andamento del settore e del mercato di riferimento;
- La concorrenza;
- La scelta del modello di business;
- I clienti;
- Il sistema produttivo;
- Il sistema di *marketing*;
- Le risorse umane.



Ognuno di questi ambiti sarà approfondito nei prossimi articoli.

L'ANALISI DEI MARGINI

Se un'azienda vende i propri beni o servizi ad un prezzo inferiore ai costi di produzione che ha sostenuto, si troverà sicuramente ad affrontare problematiche sia di tipo economico che finanziario e dovrà rivedere l'intera gestione aziendale. Ma allo stesso tempo avere dei margini positivi non è sinonimo di buoni risultati e di creazione di valore: è sempre necessario quindi andare più a fondo nelle analisi.

Obiettivo di queste analisi è quindi quello di comprendere le **reali motivazioni economiche** che determinano l'evoluzione dei margini e comprendere il **grado di rischio** che possa amplificare o smorzare la volatilità dei ricavi di vendita attraverso l'**analisi delle leve**.

In sostanza l'obiettivo è rispondere ad un semplice interrogativo: l'**azienda è in grado di generare margini di reddito adeguati?**

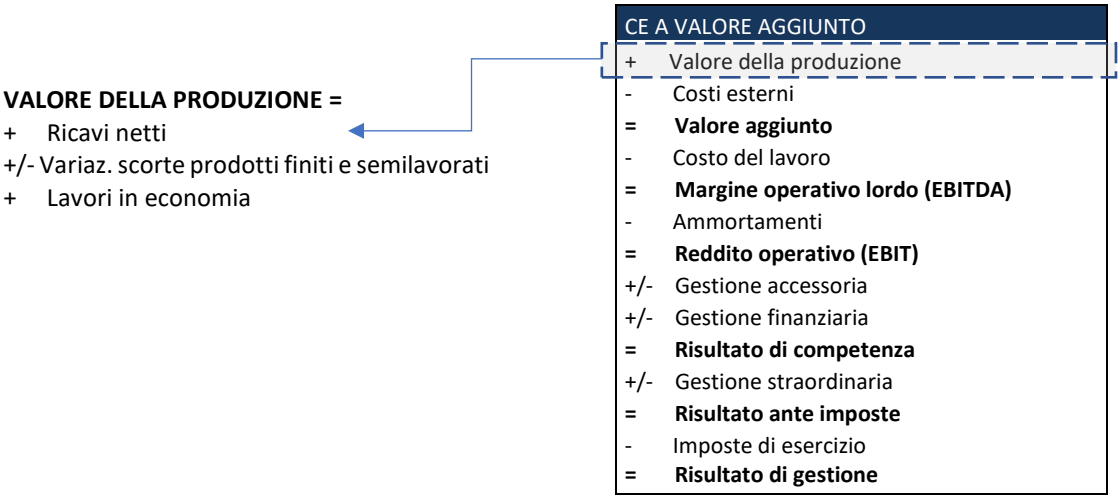
Un ottimo punto di partenza è il conto economico riclassificato a valore aggiunto (visto nel precedente articolo) e altri dati ricavabili dalla nota integrativa (e.g. numero dipendenti, investimenti etc.).

VALORE DELLA PRODUZIONE E CAGR

L'analisi del trend di crescita dei ricavi è il punto d'inizio di ogni analisi finanziaria, **osservare un trend storico** fornisce ottime informazioni per verificare se l'azienda è in espansione, in stagnazione o in contrazione e con quale velocità.

L'aggregato di partenza è il valore della produzione, che comprende tutti i proventi della gestione aziendale che non abbiano natura finanziaria, accessoria o straordinaria. Questo è composto dai ricavi dell'attività caratteristica, dai prodotti non ancora venduti e dai lavori in

economia ed è quindi interessante confrontare l'andamento dei ricavi di vendita rispetto all'andamento del valore della produzione ed analizzare eventuali scostamenti. Una crescita del valore della produzione superiore alla crescita dei ricavi può ad esempio dipendere da una sovrapproduzione (produzione per il magazzino) oppure dalla sopravvalutazione del valore del magazzino o dei costi capitalizzati per lavori in economia.



Uno strumento utile per misurare l'andamento storico dei ricavi è il **CAGR** (Compounded Annual Growth Rate) che sintetizza il tasso di crescita al quale il fatturato è cresciuto costantemente nel corso del tempo.

Se consideriamo $Ricavi_T$ il livello di ricavi più recente del periodo analizzato e $Ricavi_t$ come quello più lontano:

$$\boldsymbol{CAGR} = \left(\frac{Ricavi_T}{Ricavi_t}\right)^{1/T-t} - 1$$

In sostanza uniforma i diversi tassi di crescita annuali in un unico valore medio. Nel caso del fatturato è come se si fosse sviluppato ad un ritmo costante.

$$CAGR = \left(\frac{Ricavi_T}{Ricavi_t}\right)^{1/T-t} - 1$$

CE A VALORE AGGIUNTO	
+	Valore della produzione:
	+ Ricavi netti
	+/- Variazione scorte prodotti finiti e semilavorati
	+ Lavori in economia
-	Costi esterni
=	**Valore aggiunto**
-	Costo del lavoro
=	**Margine operativo lordo (EBITDA)**
-	Ammortamenti
=	**Reddito operativo (EBIT)**
+/-	Gestione accessoria
+/-	Gestione finanziaria
=	**Risultato di competenza**
+/-	Gestione straordinaria
=	**Risultato ante imposte**
-	Imposte di esercizio
=	**Risultato di gestione**

Un esempio:

	2011	2012	2013	2014
RICAVI AZIENDA A	15.000	16.500	14.000	19.000
VAR. % ANNUA		10%	-15%	36%
CAGR				**8%**
RICAVI AZIENDA B	15.000	15.500	14.000	10.000
VAR. % ANNUA		3%	-10%	-29%
CAGR				**-13%**

IL VALORE AGGIUNTO

Il valore aggiunto rappresenta la differenza tra i ricavi di vendita ed i costi sostenuti per acquistare da terzi i fattori produttivi necessari per la realizzazione della propria attività. Questo esprime la capacità dell'azienda di aggiungere ricchezza ai fattori produttivi attraverso l'attività operativa.

È particolarmente utile per le imprese di tipo industriale in quanto permette di analizzare quanta parte dell'attività produttiva è svolta internamente all'impresa: infatti maggiore è il valore aggiunto, maggiori sono le operazioni svolte interamente.

Un'azienda che esternalizza parte della produzione avrà costi esterni più elevati, mentre una che produce all'interno avrà maggiori costi per il personale e ammortamenti più elevati. Di

conseguenza c'è un forte legame tra la struttura produttiva e la rischiosità operativa: una struttura con un grado di integrazione verticale alto (cioè che produce internamente) dovrà fare i conti con una rischiosità operativa elevata, dovuta alla presenza di pesanti costi fissi.

Interessante può essere anche analizzare l'andamento del valore aggiunto nell'arco di più anni per osservare eventuali modifiche dell'assetto produttivo.

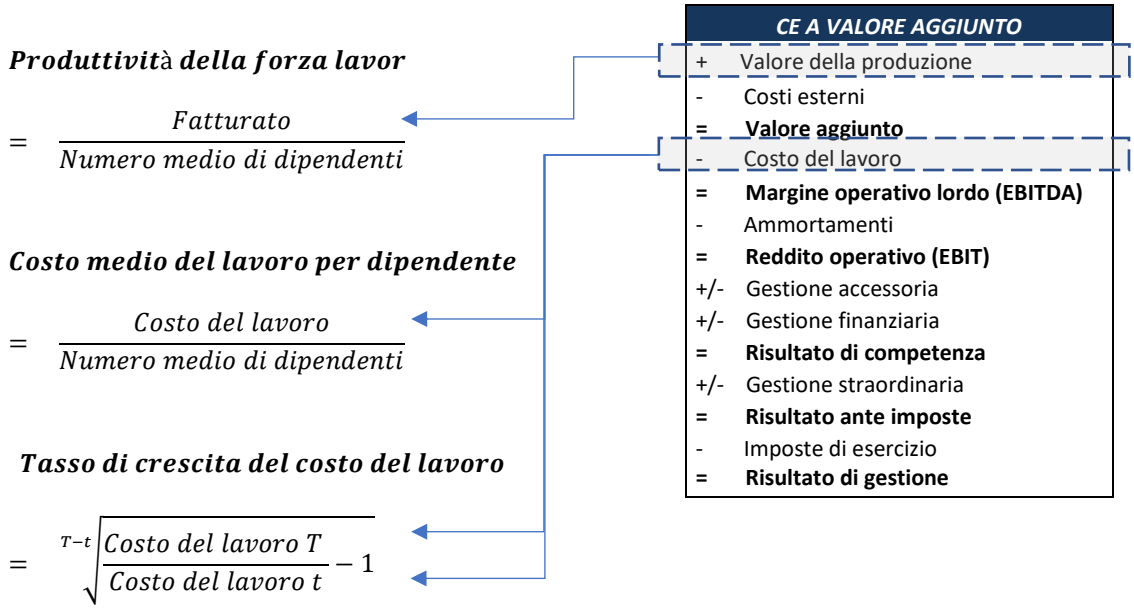
VALORE AGGIUNTO =
+ Valore della produzione
– Costi esterni

CE A VALORE AGGIUNTO	
+	Valore della produzione
-	Costi esterni:
	- Materie prime, sussidiarie, di consumo e merci
	- Costi per servizi
	- Costi per godimento beni di terzi
	- Var. rim. materie prime, suss. di cons
	- Oneri diversi di gestione (caratteristici)
=	**Valore aggiunto**

IL COSTO DEL LAVORO

Utilizzare in modo efficiente la forza lavoro è di fondamentale importanza, visto che si tratta di un costo molto rilevante per le imprese; è molto importante quindi analizzare l'incidenza rispetto ai ricavi e l'andamento nel tempo per ottenere informazioni rilevanti.

Nel breve periodo il costo del lavoro è considerato come un costo fisso e deve essere analizzato in termini di produttività, costo e tasso di crescita.



La **produttività della forza lavoro** è data dal rapporto tra il fatturato ed il numero medio di dipendenti.

Il **costo medio del lavoro** per dipendente è dato dal rapporto tra costo del lavoro e numero medio di dipendenti e da un'informazione immediata sul peso che questa voce ha nei conti aziendali ed è interessante osservare il suo andamento nel tempo con il **tasso di crescita del costo del lavoro**, calcolato con la formula del CAGR.

EBITDA O MOL (MARGINE OPERATIVO LORDO)

Il margine operativo lordo è uno degli indicatori più importanti. Evidenzia il **reddito derivante dall'attività caratteristica** aziendale dopo che sono stati coperti i costi produttivi ed il costo del lavoro. Questo valore non è influenzato di politiche contabili o voci accessorie e straordinarie, quindi al netto di ammortamenti, accantonamenti, oneri e proventi finanziari, elementi straordinari e le imposte. È però influenzato dalle politiche di magazzino (se il magazzino si incrementa, aumenta l'EBITDA).

L'EBITDA è anche usato come indicatore approssimato del cash flow operativo: non considerando i costi non monetari da un'indicazione sulla capacità dell'azienda di creare risorse finanziarie attraverso la sua gestione caratteristica.

Se un'azienda presenta un **EBITDA negativo** significa che non riesce a produrre un reddito in grado di sostenere i costi necessari per svolgere la propria attività caratteristica e di conseguenza neanche tutti gli altri costi. Se la situazione non è temporanea saranno inevitabili gravi squilibri.

Si può comprendere quanto sia importante non solo avere un **EBITDA positivo**, ma averlo sufficiente a coprire gli altri costi non operativi, uno tra tutti quello relativo ai debiti finanziari.

Per capire se l'azienda ha un EBITDA sufficiente è necessario quindi porlo a confronto con altri costi.

Un importante indice di bilancio è **l'EBITDA margin**, che evidenzia l'incidenza percentuale del margine operativo lordo sui ricavi. Più questo indice è altro, più l'azienda è in grado di produrre utili all'aumentare della produzione.

È anche molto usato per confrontare i risultati aziendali con quelli delle aziende concorrenti o in generale con quelle dello stesso settore.

EBITDA = Valore aggiunto – Costo del lavoro

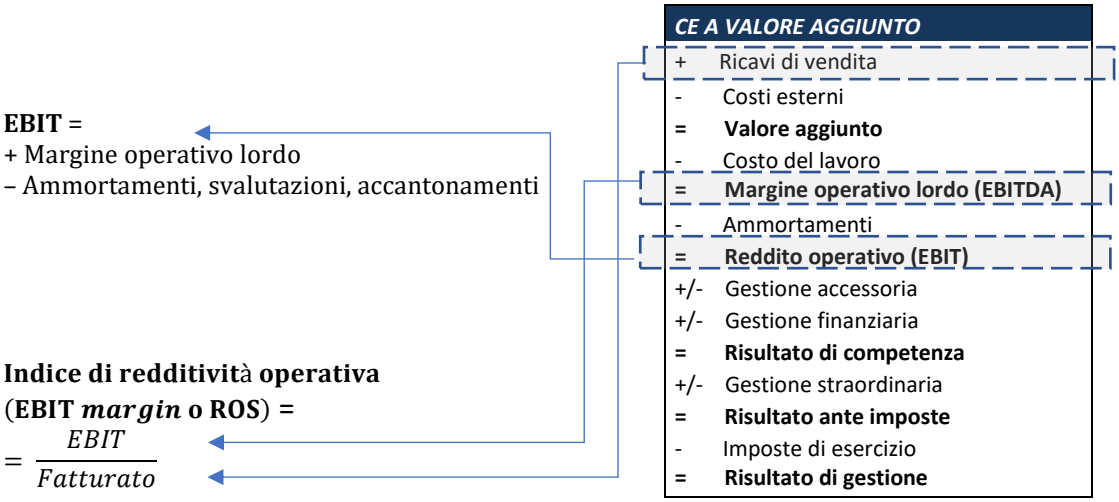
$$\textbf{EBITDA } \boldsymbol{margin} = \frac{EBITDA}{Fatturato}$$

CE A VALORE AGGIUNTO	
+	Ricavi di vendita
-	Costi esterni
=	**Valore aggiunto**
-	Costo del lavoro
=	**Margine operativo lordo (EBITDA)**
-	Ammortamenti
=	**Reddito operativo (EBIT)**
+/-	Gestione accessoria
+/-	Gestione finanziaria
=	**Risultato di competenza**
+/-	Gestione straordinaria
=	**Risultato ante imposte**
-	Imposte di esercizio
=	**Risultato di gestione**

EBIT O REDDITO OPERATIVO

L'EBIT (Earnings Before Interest and Taxes) o Margine Operativo Netto è l'ultimo indicatore utile per analizzare le performance aziendali.

Questo riassume la capacità dell'impresa di generare reddito con la sua attività caratteristica in quanto contiene tutti costi e i ricavi operativi, ma anche i **costi non monetari** come gli ammortamenti e le svalutazioni e tiene fuori gli oneri e proventi di natura finanziaria (e.g. interessi attivi e passivi), oneri e proventi straordinari, accessori e tributari.



Un importante indicatore è l'indice di redditività operativa (**EBIT margin**) o indice di redditività delle vendite (ROS Return On Sale) che, in maniera analoga all'EBITDA margin, calcola la percentuale di ricavi di vendita che diventa reddito operativo dopo avere coperto tutti i costi operativi.

LE LEVE E L'EFFETTO FORBICE

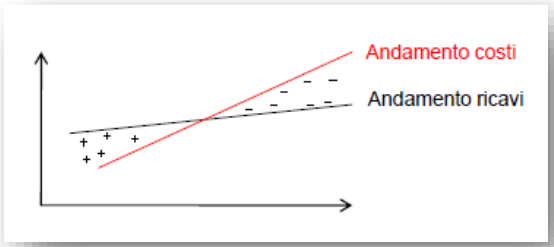
L'andamento dei ricavi e di conseguenza degli utili è chiaramente influenzato dalla struttura dei costi aziendali, quindi, anche in caso di crescita dei ricavi, è necessario analizzare come questi impattino a livello aziendale.
Questo semplice concetto può essere ulteriormente approfondito entrando nel merito del grado di leva operativa e grado di leva finanziaria, che possono amplificare le conseguenze prodotte dalle oscillazioni dei ricavi aziendali sul reddito operativo e di conseguenza sul risultato netto.

L'EFFETTO FORBICE

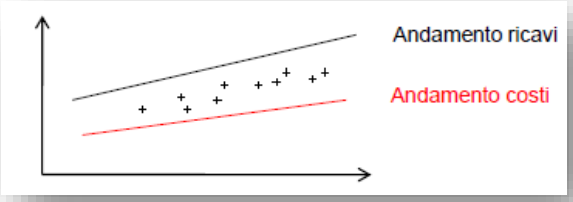
Analizzando la **dinamica dei costi e dei ricavi** all'interno di un intervallo di tempo si può notare come questi prendano la forma di una forbice i cui movimenti possono essere **convergenti** o **divergenti**.

Per esempio, ipotizziamo che ci si trovi in una situazione in cui, in un intervallo di tempo, **sia costi che ricavi** abbiano avuto un andamento crescente, ma mentre i ricavi crescono del 7% i costi aumentano dell'11%. In questo caso la crescita dei ricavi è quindi minore della crescita dei ricavi ed evidentemente, il **reddito di fine periodo** sarà **inferiore a quello dell'esercizio precedente** e se questo *trend* continuerà l'azienda si troverà sicuramente in una situazione di crisi.

Viceversa, possiamo ipotizzare una situazione in cui siano i **ricavi a crescere più dei costi** e di conseguenza l'azienda può contare in uno **sviluppo degli utili più sano**.



Il tasso di crescita dei costi è superiore alla crescita dei ricavi. **Rischio di situazione di dissesto**



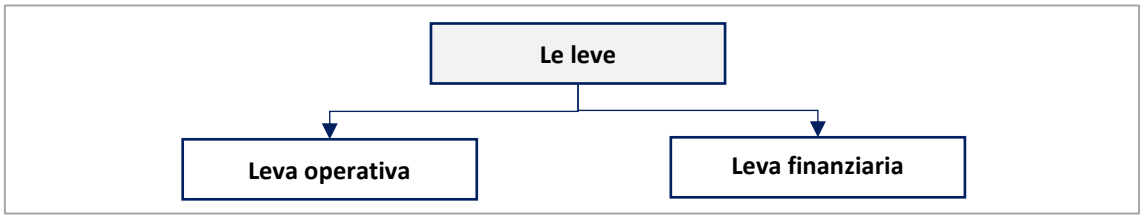
Tasso di crescita dei ricavi che eccede quello dei costi, generando un'area degli utili progressivamente crescente. **Situazione ottimale.**

Una volta esaminato l'andamento della forbice è però importante capire le cause alla base analizzando le **voci di costo e ricavo**. Le **cause** di queste **divergenze o convergenze** possono essere può essere dovuto ad una vasta gamma di fattori tra i quali, ad esempio: l'intensità della concorrenza, l'efficienza produttiva, la forza contrattuale, l'introduzione di nuove normative etc.

LA LEVA OPERATIVA

Le **conseguenze** prodotte dalle **oscillazioni dei ricavi aziendali sul reddito operativo e sul risultato netto** possono essere **amplificate da due fattori**:

- Leva Operativa;
- Leva Finanziaria.



La leva operativa **misura l'effetto che hanno i costi fissi sul risultato operativo**: maggiore è l'incidenza dei costi fissi rispetto a quelli variabili, tanto più il reddito operativo (EBIT) sarà sensibile alle variazioni dei ricavi.

Se i **costi fissi** sono **preponderanti** rispetto a quelli variabili la leva operativa sarà maggiore e quindi la **struttura dei costi** aziendali sarà **rigida** in quanto non variano al variare dei volumi e tutto questo si traduce in **maggiore rischio**.

Viceversa, se i **costi variabili** sono **maggiori** dei costi fissi la leva operativa sarà minore e quindi la **struttura dei costi** aziendali sarà **flessibile**.

La leva operativa è calcolata come:

$$\boldsymbol{Grado\ di\ Leva\ Operativa} = \frac{Margine\ di\ Contribuzione}{Reddito\ Operativo}$$

o come:

$$\boldsymbol{Grado\ di\ Leva\ Operativa} = \frac{\Delta\%\ Reddito\ Operativo}{\Delta\%\ Ricavi}$$

CE A COSTI FISSI E VARIABILI	
+	Ricavi di vendita
-	Costi variabili
	- *Consumi*
	- *Lavorazioni di terzi*
	- *Altri costi variabili*
=	**Margine lordo di contribuzione (MC)**
-	Costi fissi
	- *Costo del lavoro*
	- *Ammortamenti*
	- *Altri costi fissi*
=	**Reddito operativo (EBIT)**
+/-	Gestione accessoria
+/-	Gestione finanziaria
=	**Risultato di competenza**
+/-	Gestione straordinaria
=	**Risultato ante imposte**
-	Imposte di esercizio
=	**Risultato di gestione**

È una grandezza che consente di **valutare l'andamento aziendale in termini di flessibilità operativa** e gli **elementi che la influenzano** sono:

- i prezzi di vendita
- i volumi
- i costi variabili
- i costi fissi

Il ***mix* costi fissi/variabili dipende** in modo rilevante **dal settore** cui l'azienda appartiene; elevati costi fissi sono tipici di settori ad alta intensità di capitale e/o di fattore lavoro.

Un esempio:

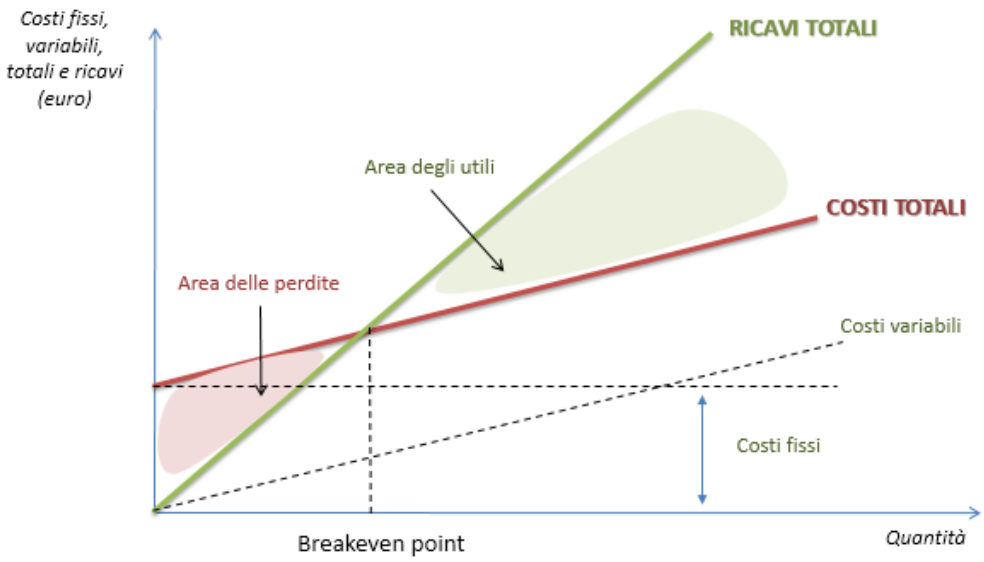
	CASO A			CASO B		
	n	n+1	Δ%	n	n+1	Δ%
Ricavi	100.000	95.000	-5%	100.000	95.000	-5%
Costi variabili	- 30.000	- 28.500		- 30.000	- 28.500	
Margine di contribuzione (MC)	70.000	66.500		70.000	66.500	
Costi fissi	- 10.000	- 10.000		- 60.000	- 60.000	
Reddito operativo (EBIT)	**60.000**	**56.500**	**-5,8%**	**10.000**	**6.500**	**-35,0%**
G.L.O.	**1,2**			**7,0**		

Si può notare che maggiore è l'incidenza dei costi fissi rispetto a quelli variabili, più sensibile sarà il reddito operativo alle variazioni dei ricavi di vendita. Cioè, a parità di altre condizioni, ad un'**incidenza dei costi fissi più elevata** corrisponde un **maggior grado di leva operativa** e quindi **un maggior rischio**.

Mentre nel caso A in cui il grado di leva operativa è pari al 1,2 per la presenza di costi fissi limitati (10.000 euro), una riduzione del 5% fatturato determina una riduzione del 5,8% del reddito operativo; nel caso B in cui il grado di leva operativa è pari al 7 per costi fissi più elevati (60.000 euro), una riduzione del 5% del fatturato determina una riduzione del reddito operativo del 35%. In caso di riduzione del fatturato il caso B è molto più rischioso del caso A.

Questo concetto può essere riassunto nel famoso **diagramma** "***Breakeven Point***" in cui si rappresenta la **relazione tra fatturato, costi variabili, costi fissi e reddito operativo**.

Il breakeven point o punto di pareggio non è altro che il punto di incontro tra la retta del fatturato e quella dei costi totali, **quindi il punto che divide gli utili dalle perdite.**



Interessante notare che nei pressi del punto di pareggio il grado di leva operativa è molto elevato, infatti, ad una piccola variazione del fatturato corrisponde una variazione molto elevata del reddito operativo.

LA LEVA FINANZIARIA

Il grado di leva finanziaria esprime la **sensibilità del risultato netto rispetto alle variazioni del risultato operativo**.

Il **rischio finanziario dipende dalla struttura finanziaria aziendale** i cui **fattori** più rilevanti sono:

- Il livello di indebitamento (cioè il rapporto tra debiti finanziari e mezzi propri);
- Il costo dei debiti.

Questi due fattori sono fortemente **correlati fra loro**, infatti un elevato ricorso a finanziamenti di terzi genera elevati oneri finanziari che irrigidiscono ulteriormente la struttura dei costi.

Quando il **rapporto di indebitamento è contenuto**, cioè fin quando la redditività del capitale investito supera il costo dei mezzi di terzi, **agire sulla leva finanziaria consente di accrescere il rendimento dei mezzi propri**. Ma, al crescere del livello dell'indebitamento, il rischio che l'azienda non riesca a far fronte ai suoi impegni aumenta, quindi i finanziatori saranno disposti a prestare denaro a tassi d'interesse sempre più elevati, fin quando il costo del debito supera la redditività che l'impresa è in grado di generare con l'utilizzo di questi capitali.

$$\textbf{Grado di leva finanziaria} = \frac{EBIT}{Risultato\ ante\ imposte}$$

CE A COSTI FISSI E VARIABILI	
+	Ricavi di vendita
-	Costi variabili
=	**Margine lordo di contribuzione (MC)**
-	Costi fissi
=	**Reddito operativo (EBIT)**
-	Oneri finanziari
=	**Risultato ante imposte**
-	Imposte di esercizio
=	**Risultato di gestione**

Un esempio:

	CASO A			CASO B		
	N	Δ%	N+1	N	Δ%	N+1
Reddito operativo (EBIT)	40.000	10%	44.000	40.000	10%	44.000
Oneri finanziari	- 10.000		- 10.000	- 30.000		- 30.000
Risultato ante imposte	**30.000**	**20%**	**34.000**	**10.000**	**40%**	**14.000**
G.L.F.	**1,3**			**4,0**		

Si può osservare come un **grado di leva finanziaria più elevato irrigidisce la struttura dei costi fissi** rendendo più sensibile il risultato netto alle variazioni del reddito operativo.

LA LEVA COMPLESSIVA

Il **profilo di rischio** di un'impresa è **unico** e non diviso tra operativo e finanziario e quindi è necessario sintetizzare i due concetti precedenti in un **unico indicatore: il grado di leva complessiva**.

Questo non è altro che il **prodotto tra la leva operativa e la leva finanziaria.**

$$\boldsymbol{Grado\ di\ Leva\ Complessiva} = Grado\ di\ Leva\ Operativa \times Grado\ di\ Leva\ Finanziaria$$

Il livello di **scostamento** tra il grado di leva operativa e il grado di leva finanziaria mostra il livello di incidenza degli oneri finanziari e quindi il suo **livello complessivo di indebitamento.**

	g.l.o	g.l.f	g.l.c
AZIENDA A	2,23	2,24	5,00
AZIENDA B	2,23	3,1	6,91

L' ANALISI DELLA LIQUIDITÀ E DEGLI INVESTIMENTI

L'analisi della liquidità si pone l'obiettivo di analizzare l'equilibrio finanziario per valutare il grado di solvibilità, cioè la capacità dell'azienda di fronteggiare le uscite a breve termine in modo adeguato, tempestivo e conveniente.
L'analisi degli investimenti, invece, permette di capire quali sono i flussi di cassa generati dai nuovi investimenti, qual è la condizione delle immobilizzazioni tecniche e capire la politica degli investimenti adottata dall'azienda.

L' ANALISI DELLA LIQUIDITÀ

Gli **indici di liquidità** sono calcolati con il fine di evidenziare la capacità dell'azienda di far fronte agli **impegni di breve periodo** (principalmente debiti di finanziamento e funzionamento) con l'utilizzo del capitale circolante (disponibilità liquide, crediti e rimanenze).

Per costruire gli indici di liquidità si devono mettere in relazione delle grandezze statiche, cioè le attività e passività presenti in un preciso momento, ad esempio le voci contenute nell'attivo corrente e nelle passività a breve e la dinamica delle entrate e delle uscite monetarie, cioè il momento in cui i ricavi sono effettivamente incassati ed i costi pagati.

La base di partenza per l'analisi della liquidità è lo stato patrimoniale, attraverso il quale possiamo ricavare due margini: il margine di tesoreria e l'incidenza del capitale circolante netto, che a sua volta è la base per l'analisi del ciclo commerciale (composta dalla dilazione media dei crediti e debiti commerciali, la giacenza media delle rimanenze e dalla durata del ciclo commerciale) e del ciclo finanziario (cioè la liquidità corrente e i finanziamenti a breve).

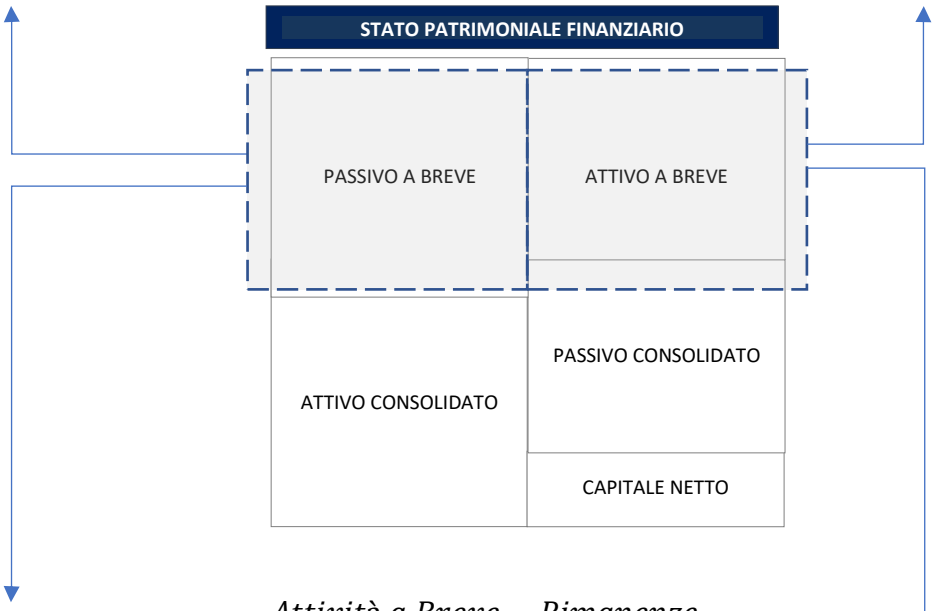
MARGINE DI TESORERIA

Il margine di tesoreria è una grandezza che evidenzia la **capacità dell'azienda di soddisfare gli impegni di breve termine con le risorse che scaturiscono dalle attività a breve e dalle attività liquide**.

Come visto nel capitolo della riclassificazione dello stato patrimoniale, l'attivo a breve è composto dalle **liquidità immediate**, cioè quelle voci che sono già liquide (cassa o saldo c/c) o sono immediatamente liquidabili, e dalle **liquidità differite**, cioè quelle attività che possono essere trasformate in liquidità in poco tempo come, ad esempio, i crediti verso clienti. Ultimo tassello per completare l'attivo a breve sono le rimanenze, ma queste non sempre sono facilmente cedibili e soprattutto è rischioso ipotizzare una loro completa liquidabilità; per questi motivi non sono comprese nel calcolo del margine di tesoreria.

Questo è calcolato come:

$$\boldsymbol{Margine\ di\ Tesoreria} = Attivo\ a\ Breve - Rimanenze - Passivo\ a\ Breve$$



$$\boldsymbol{Indice\ di\ Liquidit}\text{à} = \frac{Attività\ a\ Breve - Rimanenze}{Passività\ a\ Breve}$$

Si può scrivere anche come:

Liquidità Immediate + Liquidità Differite – Passivo a Breve

Evidentemente, per essere **giudicato positivamente**, questo margine deve essere **maggiore di zero**, che significa che l'impresa è in grado di far fronte agli impegni in scadenza senza ricorrere alle rimanenze che, come visto, possono comportare delle difficoltà.
Quando è minore di zero, invece, significa che l'impresa non è in grado di assolvere all'eventuale richiesta di rimborso dei fornitori e finanziatori.

Può essere utile trasformare questo dato espresso in valore assoluto in un **valore relativo: l'indice di liquidità** evidenzia quante volte le attività a breve liquidabili sono superiori o inferiori alle corrispondenti passività a breve. Il rapporto è positivo se superiore a 1, se minore di 1 significa che l'impresa non è in grado di far fronte agli impieghi di breve periodo.

Una variante del margine di tesoreria è l'***acid test***, che prende in considerazione **solo le attività liquide**, escludendo quindi i crediti, il cui incasso non sempre è sicuro né per valore né per tempistiche, così da misurare l'effettiva solvibilità dell'impresa.

INCIDENZA DEL CAPITALE CIRCOLANTE NETTO

Ogni azienda, nel corso degli esercizi, realizza costantemente investimenti per produrre beni o servizi da vendere sul mercato. Gli investimenti possono essere di due tipologie: in **capitale circolante operativo** e in **immobilizzazioni tecniche**.

Il ciclo acquisto-trasformazione-vendita genera il capitale circolante netto operativo (CCNO), che è formato dalle rimanenze, dai crediti commerciali e dai debiti commerciali ha come obiettivo quello di **misurare la capacità dell'azienda di far fronte agli impegni a breve termine con le disponibilità a correnti**, considerando anche le rimanenze.

$$\boldsymbol{CCNO} = Attività\ Correnti - Passività\ Correnti$$

Un **valore negativo** di questo margine significa non si sarà in grado di assolvere agli impegni di breve termine, nemmeno se si vendessero tutte le rimanenze.

Mettendo a confronto il CCNO con i ricavi aziendali si ottiene **l'incidenza del capitale circolante netto:**

$$\boldsymbol{Incidenza\ CCNO} = \frac{CCNO}{Ricavi}$$

CE A VALORE AGGIUNTO	
+	Ricavi di vendita
-	Costi esterni
=	**Valore aggiunto**
-	Costo del lavoro
=	**Margine operativo lordo (EBITDA)**
-	Ammortamenti
=	**Reddito operativo (EBIT)**
+/-	Gestione accessoria
+/-	Gestione finanziaria
+/-	Gestione straordinaria
=	**Risultato ante imposte**
-	Imposte di esercizio
=	**Risultato di gestione**

SP FUNZIONALE	
CAPITALE INVESTITO	
+	Liquidità differite gestione caratteristica
+	Rimanenze
=	*Attività correnti*
-	Passività non finanziarie a breve
=	**Capitale circolante netto operativo (CCNO)**
+	Attivo immobilizzato netto
-	Fondo Tfr
Capitale investito netto operativo (CINO)	
Capitale investito netto di gestione access.	
Capitale investito netto (CIN)	
CAPITALE ACQUISITO	
Posizione finanziaria netta (PFN)	
Capitale netto (CN)	

Se quest'indice è pari, ad esempio, a 15%, significa che il 15% del fatturato annuo dell'azienda è fermo tra le rimanenze e i crediti verso clienti, finanziati solo in parte dal passivo corrente. Quindi tanto maggiore è l'incidenza del CCNO tanto è più necessario il fabbisogno finanziario che dovrà essere coperto con risorse finanziarie esterne.

La presenza di un **circolante negativo produce** invece **riflessi finanziari positivi**, perché sta a significare che l'azienda finanzia la propria attività produttiva con debiti commerciali, non onerosi.

ANALISI DEL CICLO DEL CIRCOLANTE

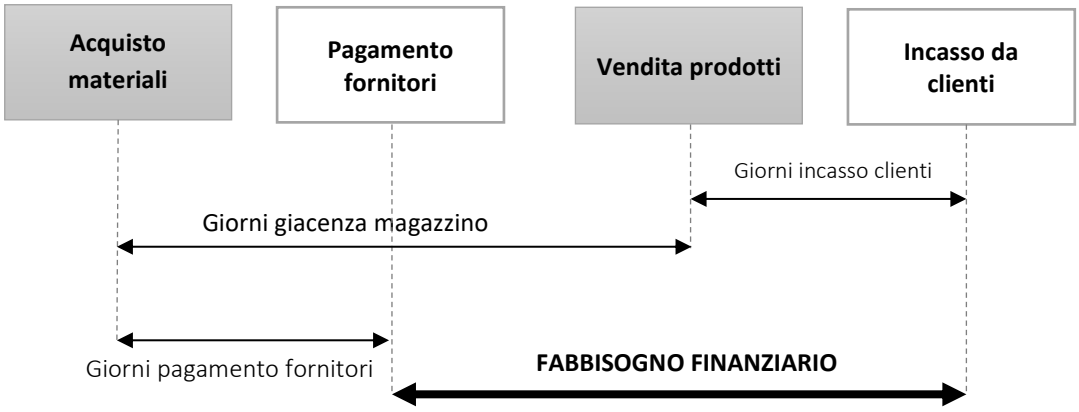
Con ciclo del circolante si intendono le dinamiche che fanno riferimento:

- all'incasso dei crediti,
- al pagamento dei debiti,
- alla rotazione delle rimanenze

e può essere diviso in **tre diversi momenti:**

- il **ciclo economico** è quello che va dall'acquisto dei fattori produttivi alla vendita dei prodotti;
- il **ciclo operativo** va dall'acquisto dei fattori produttivi all'incasso dai clienti;
- il **ciclo monetario** va dal pagamento dei fornitori all'incasso dai clienti.

Il Ciclo del circolante:



Gli **indicatori** utili a questo fine sono:

$$\boldsymbol{Durata\ del\ ciclo\ economico} = Tempo\ Medio\ di\ Gestione\ delle\ Scorte\ (TMGS)$$

$$\boldsymbol{Durata\ del\ ciclo\ operativo} = Tempo\ Medio\ Incasso\ (TMI) + TMGS$$

$$\boldsymbol{Durata\ del\ ciclo\ monetario\ (ciclo\ del\ circolante)} = TMI + TMGS - Tempo\ Medio\ Pagamento\ Fornitori\ (TMP)$$

Questa analisi è molto utile in quanto permette di **individuare il fabbisogno finanziario** generato dalla gestione dei vari cicli, oltre che dalle grandezze stock di crediti, debiti e rimanenze. La migliore ipotesi è, naturalmente, quella che prevede **tempi d'incasso più brevi dei tempi di pagamento**, perché permette di avere liquidità disponibile per far fronte ai propri impegni. Un **incremento del circolante** ha come effetto un assorbimento delle risorse, che genererà un fabbisogno finanziario che dovrà essere coperto; un **ciclo del circolante negativo** ha come effetto invece la creazione di risorse finanziarie, cioè di un surplus.

Ad esempio, pensiamo ad un'azienda abbia questo processo produttivo e di vendita: 1 aprile acquisto di 800€ di materie prime con pagamento a 30gg; in dieci giorni vengono realizzate 100 unità di prodotti; 80 sono vendute a 20€ l'una con un tempo medio di incasso pari a 40gg.

Quindi:

IMPIEGHI	
Crediti v/Clienti	1.600
Rimanenze prodotti finiti	400
Totale	**2.000**

FONTI	
Debiti v/fornitori	800
Utile	1.200
Totale	**2.000**

CONTO ECONOMICO	
Ricavi	1.600
Variazione delle rimanenze	400
Totale ricavi	**2.000**
Acquisti materie prime	800
Utile	**1.200**

Da un punto di vista economico l'azienda crea utile e la situazione è buona, ma dal punto di vista della liquidità la situazione non è altrettanto positiva: le materie prime devono essere pagate il 30 Aprile, ma a questa data non è stata ancora ricevuta la liquidità derivante dalle vendite, evento che avverrà il 20 Maggio. Per questo lasso di tempo dovranno essere trovati mezzi di finanziamento esterni per rimborsare il debito.

Gli indicatori di "durata" sono ancora più utili se analizzati in base alla loro **evoluzione temporale**; è infatti importante, dal punto di vista finanziario, verificare se il tempo medio di incasso e pagamento aumenta o diminuisce.

TEMPO MEDIO DI INCASSO

Il tempo medio di incasso sono **i giorni che intercorrono in media tra l'emissione della fattura e l'incasso della stessa.**

Quando si calcola questo indice bisogna fare **attenzione all'IVA**, infatti i crediti verso clienti hanno incorporata una parte dell'imposta, mentre il fatturato no quindi sarà necessario o scorporarla dai crediti o aggiungerla al fatturato.

$$\boldsymbol{TMI} = \frac{Crediti\ v/clienti}{Fatturato\ giornaliero + IVA}$$

$$\boldsymbol{Fatturato\ giornaliero} = \frac{Fatturato}{365}$$

L'aumento della durata dei crediti comporta un **maggiore investimento in capitale circolante** e quindi un maggiore fabbisogno finanziario che dovrà essere coperto con fonti di finanziamento esterne.

Questo indice fornisce anche delle indicazioni significative sulla **capacità competitiva** dell'azienda, infatti un'alta dilazione dei crediti potrebbe essere dovuta ad uno scarso potere contrattuale o alla loro scarsa solidità e quindi bisognerebbe porre maggiore attenzione nella selezione dei clienti. Chiaramente il **TMI dipende molto dal settore in cui l'azienda opera** (tanto che nei settori ad elevata stagionalità il TMI perde di significatività) e quindi prima di dare un giudizio è necessario confrontarlo con quello delle aziende che operano nello stesso settore.

TEMPO MEDIO DI PAGAMENTO

Il tempo medio di pagamento sono i **giorni che intercorrono in media tra l'acquisto dei beni ed il pagamento del debito**.

Anche in questo caso bisogna fare **attenzione all'IVA.**

$$\boldsymbol{TMP} = \frac{Debiti\ v/fornitori}{Acquisti\ giornalieri + IVA}$$

$$\boldsymbol{Acquisti\ giornalieri} = \frac{Acquisti}{365}$$

CE A VALORE AGGIUNTO	
+	Fatturato
-	Costi esterni
=	**Valore aggiunto**
-	Costo del lavoro
=	**Margine operativo lordo (EBITDA)**
-	Ammortamenti
=	**Reddito operativo (EBIT)**
+/-	Gestione accessoria
+/-	Gestione finanziaria
+/-	Gestione straordinaria
=	**Risultato ante imposte**
-	Imposte di esercizio
=	**Risultato di gestione**

Avere debiti verso fornitori di rilevanti dimensioni comporta un **minore investimento in capitale circolante** e, di conseguenza, un minore fabbisogno finanziario.

In più anche questo indice fornisce una **misura della competitività e del potere contrattuale** dell'azienda nei confronti dei suoi fornitori, seguendo le stesse osservazioni viste nel TMI.

TEMPO MEDIO DI GIACENZA DELLE SCORTE

Il Tempo Medio di Giacenza delle Scorte (TMGS) misura quanti giorni le rimanenze restano in magazzino prima di essere utilizzate nel processo produttivo o essere vendute.

$$\boldsymbol{TMGS} = \frac{Scorte}{Acquisti\ Giornalieri}$$

Questo indice però è troppo sintetico perché comprende al suo interno tutte le tipologie di scorte e non permette di osservare le possibili differenze.
Per farlo è **necessario scomporlo e analizzarlo nei suoi diversi aggregati**.

$$\textbf{Giacenza MP} = \frac{Scorte\ di\ materie\ prime}{Acquisti\ giornalieri}$$

$$\textbf{Giacenza SL} = \frac{Scorte\ di\ semilavorati}{Costo\ del\ venduto\ giornaliero}$$

$$\textbf{Giacenza PF} = \frac{Scorte\ di\ prodotti\ finiti}{Costo\ del\ venduto\ giornaliero}$$

CE A COSTO DEL VENDUTO	
+	Fatturato
-	Costo del venduto:
	+ Rimanenze inziali
	+ Acquisti materie prime
	+ Energia
	+ Amm.to beni per produzione
	+ Canoni leasing beni per produzione
	+ Altri costi industriali
	- Rimanenze finali
=	**Risultato lordo industriale**
-	Costi commerciali e distributivi
-	Costi amministrativi e generali
=	**Reddito operativo (EBIT)**
+/-	Gestione accessoria
+/-	Gestione finanziaria
+/-	Gestione straordinaria
=	**Risultato ante imposte**
-	Imposte di esercizio
=	**Risultato di gestione**

SP FUNZIONALE	
	CAPITALE INVESTITO
+	Liquidità differite gestione caratteristica
+	Rimanenze
=	*Attività correnti*
-	Passività non finanziarie a breve
=	**Capitale circolante netto operativo (CCNO)**
+	Attivo immobilizzato netto
-	Fondo Tfr
	Capitale investito netto operativo (CINO)
	Capitale investito netto di gestione access.
	Capitale investito netto (CIN)
	CAPITALE ACQUISITO
	Posizione finanziaria netta (PFN)
	Capitale netto (CN)

Il tempo medio di giacenza delle **materie prime** ed il tempo medio di giacenza dei **semilavorati** indicano l'**efficienza produttiva** dell'impresa, infatti, un'elevata rotazione di queste due tipologie di scorte è il risultato di un buon coordinamento tra la gestione degli acquisti e la produzione.

Il tempo medio di giacenza dei **prodotti finiti** fornisce una misura dell'**efficacia dell'attività commerciale**, anche se è molto legata al tipo di settore in cui l'impresa opera.

La somma dei giorni di giacenza di materie prime, semilavorati e prodotti finiti determina il **tempo medio complessivo di giacenza delle scorte**, cioè il periodo di tempo che intercorre dall'immagazzinaggio delle materie prime alla spedizione dei prodotti finiti.

L'analisi delle scorte di magazzino è molto importante sia in termini di volumi che di tempo medio di permanenza, perché entrambi hanno ripercussioni di tipo finanziario: una giacenza di magazzino prolungata nel tempo e con valori rilevanti è sinonimo di un **congelamento di risorse finanziarie in attività prive di redditività immediata.**

LA POLITICA DI INVESTIMENTO

Un'analisi molto interessante che si può condurre è quella relativa agli investimenti dell'azienda in **immobilizzazioni tecniche**. Questi sono definiti **CAPEX** (*CAPital EXpenditures*), cioè l'ammontare dei flussi di cassa utilizzati per acquistare gli asset utili per migliorare la capacità produttiva.

Un **basso livello di CAPEX** è indice di investimenti limitati, che potrebbe portare l'azienda a perdere la propria efficienza produttiva.

È possibile anche **confrontare il CAPEX con il valore degli ammortamenti delle immobilizzazioni tecniche**:

- se il risultato è **maggiore di 1**, quindi investimenti > ammortamenti significa che l'azienda sta effettuando **una politica di sviluppo**;
- se il risultato è **pari a1**, quindi investimenti = ammortamenti, l'azienda sta facendo una **politica di mantenimento**, cioè ripristina la capacità produttiva di volta in volta;
- se il risultato è **minore di 1**, l'azienda sta **disinvestendo** o comunque sta investendo meno del solito.

Ogni investimento deve portare ad un aumento dei flussi di cassa e, anche se non è immediato riuscire ad osservarlo, è necessario capire come il nuovo asset impatta a livello economico e finanziario. Infatti, investimenti che non sono sufficientemente redditizi devono far riflettere l'azienda se è stata fatta una corretta valutazione dell'investimento.

Un'ottima politica di investimento si ha quando i **flussi di cassa crescono allo stesso ritmo del CAPEX**, ma buona è considerata anche quando gli **investimenti sono concentrati in breve tempo e danno flussi di cassa positivi nel medio periodo.**

Un ulteriore indice interessante è quello che verifica **lo stato delle immobilizzazioni**:

$$\frac{Immobilizzazioni\ Tecniche\ Nette}{Immobilizzazioni\ Tecniche\ Lorde}$$

Se questo indice è **basso** significa che le immobilizzazioni sono per larga parte ammortizzate e, nel breve termine, l'azienda avrà buoni margini, ma forse efficienza produttiva non ottimale.

L' EQUILIBRIO FINANZIARIO E L'ANALISI DELLA SOLIDITÀ

L'analisi della solidità indaga sulle condizioni e sull'equilibrio della struttura aziendale rispetto alle caratteristiche dell'azienda e al settore in cui opera.
*Ogni azienda deve regolarmente effettuare degli investimenti in **capitale fisso** ed in **capitale circolante** e la somma delle risorse necessarie per alimentare questo ciclo rappresenta il fabbisogno finanziario aziendale; stimarlo permette di individuare e selezionare le fonti di finanziamento adeguate e le modalità di impiego di eventuali surplus.*

Per analizzare la struttura finanziaria di un'azienda si deve capire:

- *La composizione e la correlazione di fonti e impieghi;*
- *La correlazione tra impieghi e fonti;*
- *La correlazione tra fonti e redditività.*

LA COMPOSIZIONE DELLE FONTI E DEGLI IMPIEGHI

Ogni impresa ha una diversa strutturazione degli impieghi: alcune effettuano maggiori **investimenti in immobilizzazioni** (come ad esempio un'azienda manifatturiera), mentre altre in **capitale circolante**; analizzare la struttura del capitale investito permette quindi di capire come le risorse sono distribuite. Per farlo è necessario calcolare il **peso percentuale delle attività rispetto al totale,** per essere poi confrontato con la **media di settore**.

$$\frac{Attivo\ Consolidato}{Totale\ Impieghi}$$

$$\frac{Attivo\ a\ Breve}{Totale\ Impieghi}$$

Questi indici sono utili per capire percentualmente quanti investimenti sono stati effettuati in attività durature e quanti in capitale circolante. Si può dire, semplificando, che un'azienda è **rigida** quando le attività consolidate hanno un peso consistente e che è **flessibile** quando invece sono le attività a breve ad essere preponderanti

Quando si analizzano le **fonti**, invece, si cerca di capire se i **mezzi esterni** (cioè debiti di finanziamento e di funzionamento) sono in equilibrio con in **mezzi interni** (cioè il patrimonio netto).
Un' impresa si può definire **solida** se i finanziamenti presi dall'esterno sono in equilibrio con il suo patrimonio netto:

$$\boldsymbol{Rapporto\ di\ Indebitamento} = \frac{Passività\ Totali}{Patrimonio\ Netto}$$

È difficile stabilire un **valore ottimale**, questo **dipende** molto:

- dal settore in cui si opera,
- dal posizionamento competitivo
- dalla fase di vita dell'azienda.

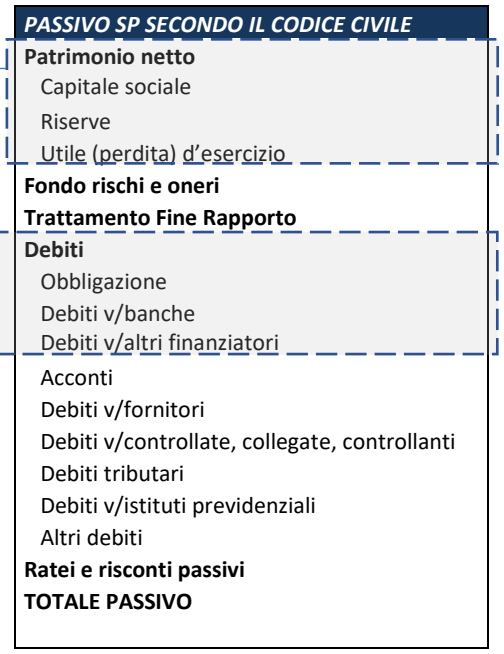
Se il **quoziente** è **< 1** il capitale proprio è maggiore rispetto a quello di terzi. Maggiore è l'incidenza del capitale proprio rispetto ai debiti, più il vantaggio competitivo dell'azienda rispetto ai propri concorrenti è elevato in quanto finanzia la propria attività attraverso la propria redditività e senza ricorrere a terzi.

Se il **quoziente** è **> 1** il capitale di terzi è maggiore rispetto a quello proprio. Maggiore è l'incidenza dei debiti rispetto al capitale proprio maggiore è la rischiosità dell'azienda in quanto a seguito di minime riduzioni di fatturato dovute a cambiamenti di mercato potrebbe trovarsi nella condizione di dover far fronte ai propri debiti con altri debiti.

Questo **indice può essere calcolato anche in altri modi**, in base allo specifico aspetto che si vuole approfondire, ad esempio:

1. Il peso dei soli debiti finanziari rispetto ai mezzi propri;
2. Il peso dei debiti finanziari a lungo termine rispetto ai mezzi propri;
3. Il rapporto Debt su Equity.

1. $$\boldsymbol{Leverage} = \frac{Debiti\ finanziari}{Capitale\ netto}$$



Mentre il **rapporto di indebitamento** indica il grado di indebitamento dell'azienda senza alcuna distinzione tra debiti finanziari e debiti funzionali, il ***leverage*** consente una misura più mirata rispetto alla struttura finanziaria, mettendo al numeratore i soli debiti finanziari.

2. $\boldsymbol{Leverage} = \frac{Debiti\ finanziari\ a\ m/l\ termine}{Capitale\ netto}$

SP FUNZIONALE
CAPITALE INVESTITO
+ Liquidità differite gestione caratteristica
+ Rimanenze
= *Attività correnti*
- Passività non finanziarie a breve
= Capitale circolante netto operativo (CCNO)
+ Immobilizzazioni tecniche
+ Immobilizzazioni immateriali
+ Immobilizzazioni finanziarie
Totale attivo fisso netto
- Fondo Tfr
Capitale investito netto operativo (CINO)
Capitale investito netto di gestione access.
Capitale investito netto (CIN)
CAPITALE ACQUISITO
Posizione finanziaria netta (PFN)
Passività finanziarie a m/l termine
Passività finanziarie nette a breve termine
Capitale netto (CN)

Questo rapporto entra ancora più nel dettaglio del precedente, infatti al numeratore vengono messi i **soli debiti finanziari a medio e lungo termine**; quindi applicando questo metodo di calcolo si evidenzia solo il grado di **indebitamento finanziario aziendale di lungo periodo**.

Il rapporto ***Debt/Equity*** è il confronto tra la Posizione Finanziaria Netta, quindi i debiti finanziari al netto delle disponibilità liquide (per essere ancora più precisi bisognerebbe sottrarre solo l'eccesso di cassa, cioè quella liquidità non necessaria per le immediate esigenze operative), ed il Patrimonio Netto.

$$\frac{\boldsymbol{D}}{\boldsymbol{E}} = \frac{PFN}{Patrimonio\ Netto}$$

Questo indica quante volte i **finanziamenti dei terzi sono superiori ai mezzi propri**: maggiore è il rapporto, maggiore è l'esposizione nei confronti dei terzi.
Questo indice è utile soprattutto nelle aziende che hanno una consistente dotazione di risorse liquide.
Generalizzando **si è in equilibrio quando il rapporto è pari a 1**. Teoricamente più basso è l'indice più l'azienda è solida; una **PFN negativa** indica un surplus finanziario, cioè debiti finanziari

inferiori alla cassa, ma può essere considerato negativamente dagli analisti in quanto è indicatore di scarsa predisposizione dell'azienda agli investimenti.

Un **valore elevato del rapporto D/E** può significare che l'azienda ha finanziato la sua crescita con debiti finanziari e quindi ha utilizzato l'effetto leva.

LA CORRELAZIONE TRA FONTI E IMPIEGHI

Per definire una situazione aziendale in equilibrio è necessario che la **durata dei finanziamenti e quella degli investimenti sia proporzionata**, cioè che gli impieghi a breve siano finanziati con fonti a breve ed investimenti a lungo termine con finanziamenti a lungo termine.

<table>
<tr><th>ATTIVO</th><th>PASSIVO</th></tr>
<tr><td>ATTIVO A BREVE</td><td>PASSIVO A BREVE</td></tr>
<tr><td rowspan="2">ATTIVO CONSOLIDATO</td><td>PASSIVO CONSOLIDATO</td></tr>
<tr><td>CAPITALE NETTO</td></tr>
</table>

Questa è una situazione ideale, ma di difficile realizzazione; spesso capita, per una varietà di motivi, che *non si riesca a mantenere questo equilibrio*. In questo caso ci possono essere **due alternative**:

- che il passivo consolidato finanzi sia l'attivo consolidato
- che quello a breve o che il passivo a breve finanzi sia l'attivo a breve che l'attivo consolidato.





Tra queste due opzioni di squilibrio è preferibile trovarsi nella prima, finanziare gli investimenti con fonti a breve scadenza è molto rischioso e comporta oneri più elevati.

Le **fonti di lungo periodo** si dividono in passivo consolidato e patrimonio netto; per capire quanta parte delle attività consolidate sono coperte con il patrimonio netto si possono calcolare due indicatori: il **margine di struttura** e l'**indice di copertura delle immobilizzazioni**.

Margine di struttura = *Capitale Netto – Immobilizzazioni*

Indice di copertura delle immobilizzazioni=

$$\frac{Capitale\ netto}{Immobilizzazioni}$$

SP FUNZIONALE

CAPITALE INVESTITO

\+ Liquidità differite gestione caratteristica
\+ Rimanenze
= *Attività correnti*
\- Passività non finanziarie a breve
= **Capitale circolante netto operativo (CCNO)**
\+ Immobilizzazioni tecniche
\+ Immobilizzazioni immateriali
\+ Immobilizzazioni finanziarie
Totale attivo fisso netto
\- Fondo Tfr
Capitale investito netto operativo (CINO)
Capitale investito netto di gestione access.
Capitale investito netto (CIN)

CAPITALE ACQUISITO

Posizione finanziaria netta (PFN)
Passività finanziarie a m/l termine
Passività finanziarie nette a breve termine
Capitale netto (CN)

Il **margine di struttura** evidenzia quanta parte delle attività è coperta dai mezzi propri e, mettendo gli stessi valori a rapporto, si trova l'indice di copertura delle immobilizzazioni. Più elevati sono questi valori più solida è la situazione in quanto l'azienda riesce a finanziare gli investimenti con i mezzi propri.

In Italia si registra una tendenziale sottocapitalizzazione e di conseguenza in molte imprese questo risultato non è raggiunto, ma non è necessariamente un sintomo di squilibri finanziari ed in questi casi può essere utile calcolare il margine di struttura secondario, dove, oltre il capitale netto, vengono presi in considerazione anche i finanziamenti a medio-lungo termine.

$$\boldsymbol{Margine\ di\ Struttura\ Secondario} = (Capitale\ Netto + Passività\ Consolidate) - Immobilizzazioni$$

$$\boldsymbol{Indice\ di\ copertura\ delle\ Immobilizzazioni} = \frac{Capitale\ Netto + Passività\ Consolidate}{Immobilizzazioni}$$

La situazione finanziaria è in **squilibrio** se il margine di struttura secondario è inferiore a 0 o l'indice di copertura delle Immobilizzazioni è inferiore a 1, evento che sta a significare che una parte degli investimenti a medio-lungo termine sono finanziati con fonti a breve.

LA CORRELAZIONE TRA FONTI E REDDITIVITÀ

L'azienda per poter rimborsare il debito contratto e, di conseguenza, continuare la propria attività nel tempo, deve essere in grado di **generare flussi di cassa della gestione corrente sufficienti** per ripagare i finanziatori così da poter contrarre nuovi finanziamenti per sostenere gli investimenti e, quindi, crescere. Se non fosse in grado di generare flussi di cassa sufficienti l'azienda dovrà richiedere nuovi finanziamenti sia per ripagare il debito già esistente sia quello necessario a finanziare nuovi investimenti; quest'ultimo è uno scenario vivamente sconsigliato.

I flussi di cassa della gestione corrente sono analizzabili dal **rendiconto finanziario**, cioè un documento che riporta i flussi di cassa in entrata e in uscita del periodo e che sarà analizzato nel dettaglio più avanti. Per ora ci limitiamo a dire il flusso di cassa della gestione corrente è pari a:

$$\boldsymbol{Flusso\ di\ cassa\ della\ gestione\ corrente} = EBITDA - Imposte\ dell'Esercizio - \Delta CCNO$$

Attenzione, si deve considerare solo la variazione del Capitale Circolante Netto Operativo rispetto all'anno precedente.

Come si può notare è strettamente legato alla redditività operativa (EBITDA – Imposte) e alla capacità dell'azienda di ottimizzare il capitale circolante netto operativo.

Un indicatore utile per valutare la capacità dell'azienda di sostenere il debito con i flussi di cassa correnti è il ***Debt Service Coverage Ratio***:

$$\boldsymbol{DSCR_t} = \frac{Flussi\ di\ cassa\ della\ gestione\ corrente_t}{Oneri\ Finanziari_t + Quota\ Capitale_t}$$

Se il **risultato è uguale a 1** significa che l'intero ammontare del flusso di cassa della gestione corrente è utilizzato per ripagare il debito e quindi è **auspicabile** che questo indice abbia un **valore superiore all'unità.**

Uno degli indici maggiormente utilizzati per verificare la capacità di far fronte al pagamento dei debiti è dato dal rapporto tra:

$$\frac{Posizione\ Finanziaria\ Netta}{EBITDA}$$

Questo esprime, semplificando, il **tempo necessario a rimborsare il debito contratto**.
Un **valore di 2** significa che il debito potrebbe essere ripagato in 2 anni se l'azienda non facesse nuovi investimenti e non pagasse le imposte sul reddito nei singoli esercizi.
Se il valore supera 3 la situazione inizia ad essere considerata critica, mentre **al di sotto di questo valore** generalmente si pensa che l'azienda possa far fronte ai propri debiti senza troppi problemi.

Un altro rapporto che può essere utile è quello che analizza la capacità di copertura degli oneri finanziari:

$$\frac{Reddito\ Operativo}{Oneri\ Finanziari}$$

Questo indica se il **reddito generato dalla caratteristica** è sufficiente a coprire il pagamento degli oneri finanziari. Anche in questo caso la **soglia limite** può essere tarata sul risultato pari a **3.**

L'ANALISI DELLA REDDITIVITÀ

*L'obiettivo di ogni azienda è quello di **creare valore** e per farlo non è sufficiente osservare se alla fine dell'esercizio ha prodotto un utile o una perdita, ma si deve analizzare se ha la capacità sistemica di produrre un reddito sufficiente sia a coprire i costi, sia a mantenere un equilibrio con gli investimenti effettuati, sia a ripagare i finanziatori interni ed esterni.*
Il reddito è una grandezza influenzata dagli amministratori attraverso le politiche contabili soggettive: ad esempio possono alterare il valore delle rimanenze, degli ammortamenti, degli accantonamenti o delle svalutazioni e rivalutazioni, quindi il reddito di esercizio non può essere considerato un valore completamente affidabile ed è quindi necessario analizzare le cause che hanno portato alla sua determinazione.

LA REDDITIVITÀ DELLA GESTIONE OPERATIVA

L'analisi della redditività può essere effettuata su diversi piani ed in particolare sarà trattata la redditività della gestione operativa e la redditività dei mezzi propri.

La redditività operativa è la capacità dell'azienda di rendere proficui gli investimenti della gestione caratteristica e inoltre, per avere **continuità**, deve essere in grado di raggiungere un grado di redditività tale da remunerare gli altri fattori produttivi, gli azionisti e i soci.

La redditività operativa **dipende**:

- Dal **reddito operativo,** cioè dalla efficienza aziendale nel ciclo acquisto-produzione-vendita;
- Dall'ammontare degli **investimenti effettuati** per la realizzazione del ciclo acquisto-produzione-vendita.

Un indicatore adatto per osservare questo fenomeno aziendale è il **ROCE**:

$$ROCE = \frac{Reddito\ Operativo}{Capitale\ Investito\ Netto\ Operativo}$$

CE A VALORE AGGIUNTO	
+	Fatturato
-	Costi esterni
=	**Valore aggiunto**
-	Costo del lavoro
=	**Margine operativo lordo (EBITDA)**
-	Ammortamenti
=	**Reddito operativo (EBIT)**
+/-	Gestione accessoria
+/-	Gestione finanziaria
+/-	Gestione straordinaria
=	**Risultato ante imposte**
-	Imposte di esercizio
=	**Risultato di gestione**

SP FUNZIONALE	
CAPITALE INVESTITO	
+	Attività correnti
-	Passività non finanziarie a breve
=	**Capitale circolante netto operativo (CCNO)**
+	Immobilizzazioni tecniche
+	Immobilizzazioni immateriali
+	Immobilizzazioni finanziarie
Totale attivo fisso netto	
-	Fondo Tfr
Capitale investito netto operativo (CINO)	
Capitale investito netto di gestione access.	
Capitale investito netto (CIN)	
CAPITALE ACQUISITO	
Posizione finanziaria netta (PFN)	
	Passività finanziarie a m/l termine
	Passività finanziarie nette a breve termine
Capitale netto (CN)	

Al numeratore si trova il Reddito Operativo, o EBIT, che esprime la redditività della gestione caratteristica, ed al denominatore il CINO, cioè il capitale che l'azienda ha utilizzato per generare i profitti, pari al capitale proprio e ai debiti finanziari.

Il ROCE assume valori percentuali e **più alto è il valore, maggiore è l'efficienza con cui si sta utilizzando il capitale.**
Se assume un valore minore di 0 perde di significatività in quanto significa che l'azienda non riesce a produrre un reddito positivo.

Il ROCE può essere **scomposto in due fattori**:

- la redditività delle vendite e
- il tasso di rotazione del capitale investito

$$ROCE = \frac{Reddito\ Operativo}{Ricavi} \times \frac{Ricavi}{Capitale\ Investito\ Netto\ Operativo}$$

La redditività delle vendite o Return On Sales (ROS) è il risultato medio per ogni unità venduta, cioè il margine ottenuto dall'azienda tramite la vendita dei suoi prodotti ed è chiaramente influenzata dalla politica di prezzo e dai volumi di vendita dal lato dei ricavi; mentre dalla parte dei costi dall'acquisizione dei fattori produttivi e dall'efficienza del processo produttivo.

Le aziende che riescono ad avere un ROS elevato sono quelle che vendono i propri prodotti ad un prezzo alto tenendo bassi i costi operativi (pensiamo ad esempio ad una grande azienda di moda).

Il *turnover* del capitale investito mette in rapporto il fatturato con gli investimenti che sono stati effettuati per produrlo e rappresenta quante volte il capitale investito è stato reintegrato dai ricavi delle vendite; mette in mostra la capacità dell'azienda di **effettuare investimenti operativi in modo efficiente**, infatti se l'azienda ha un elevato turnover vuol dire che è in grado di trarre redditività dai suoi asset. Mentre il suo reciproco, **CINO/Ricavi** esprime l'intensità di capitale, cioè quanti investimenti sono necessari per produrre un'unità di vendita: ad esempio se è pari a 0,68, significa che ogni 100 euro di capitale investito nell'azienda, 68 euro si trasformano in ricavi, quindi ci dice quanti euro sono stati prodotti per ogni euro di investimenti in attività.

Le aziende che riescono ad avere un elevato turnover sono quelle che riescono a movimentare grosse moli di vendite ottimizzando il processo produttivo (come ad esempio Wal-Mart o Zara).

Attraverso questi due indici si possono individuare quindi **due diverse politiche aziendali** per raggiungere un'adeguata redditività:

- bassi margini ed elevato tasso di rotazione del capitale investito;
- elevati margini e bassa rotazione del capitale investito.

Questi indici, per essere significativi, devono essere messi a confronto con le medie di settore, ma tendenzialmente si può dire che il **ROS** è basso se inferiore al 10/15% ed alto se superiore a 25%; mentre il ***turnover***, invece, è **basso,** se inferiore a 1 e **alto,** se superiore a 4.

IL ROE

Un altro indice molto importante è il **ROE (*Return on Equity*),** che mette in evidenza la **redditività del capitale proprio** (capitale sociale, utili non distribuiti, riserve):

$$\boldsymbol{ROE} = \frac{Utile\ d'Esercizio}{Patrimonio\ Netto}$$

Questo indice indica la **remunerazione** che l'imprenditore e i soci ricevono dall'azienda grazie all'investimento che hanno effettuato in essa: cioè quanto rende ogni euro investito.

Ad esempio, se si calcola un ROE pari al 15% significa l'utile è pari al 15% del capitale proprio e, se tutti gli utili saranno distribuiti, l'azionista riceverà il 15% di quanto investito.

Da notare come, nel caso in cui l'azienda adotti una politica di **compensi agli amministratori**, il ROE potrebbe perdere di efficacia informativa se sono presenti soci-amministratori e può essere quindi necessario sommare al risultato d'esercizio la remunerazione effettiva ai soci.

È evidente come, nel caso non sia presente utile, ma una **perdita**, il ROE perde totalmente di significatività e si dovrà capire da cosa è dovuta questa mancanza di redditività.

Il ROE è un indice che può essere utilizzato per capire se è **conveniente investire in un'azienda**: per far sì che un'impresa sia attraente il ROE deve essere almeno pari almeno alla redditività che gli azionisti potrebbero ottenere da investimenti alternativi aventi pari livello di rischio.

Se ad esempio un soggetto voglia investire nel settore tessile, sceglierà l'azienda che ha la capacità di generare un ROE più elevato.

Oltre questo si dovrà anche tener conto del **rischio dell'investimento**, cioè la differenza con il tasso degli investimenti privi di rischio, che ha come **riferimento il tasso dei titoli di stato a medio-lungo termine**. Se i titoli di Stato rendessero il 6%, all'investitore non converrebbe investire in un'azienda che ha un ROE pari al 6% perché il suo rischio non sarebbe ripagato. Naturalmente più il rischio aumenta, più è elevato il premio che l'investitore si aspetta di ottenere.

Il ROE è **influenzato da quattro elementi**:

$$\boldsymbol{ROE} = Redditività\ della\ Gestione\ Operativa\ (ROCE) \times Leverage \times Incidenza\ della\ Gestione\ Extra\ Caratteristica \times Incidenza\ Investimenti\ Operativi$$

IL LEVERAGE

Il *leverage* **collega la struttura finanziaria dell'impresa con la redditività globale**: più un'impresa ricorre al capitale di terzi per finanziarsi, più avrà un leverage elevato.

$$\boldsymbol{Leverage} = \frac{Totale\ Impieghi}{Capitale\ Proprio}$$

Questo indice è il risultato del rapporto tra il totale degli impieghi della gestione caratteristica e il capitale proprio e spiega come le imprese possano avere un ROE minore del ROCE.

Se l'indice assume un **valore >1** significa che l'azienda fa ricorso al capitale di terzi e si produce l'effetto moltiplicativo del ROCE; se assume **valori =1** significa che l'impresa finanzia tutti i suoi impieghi con in capitale proprio e l'effetto moltiplicativo del ROCE non si produce.

Quindi se il ***leverage* è >1** ci sarà un aumento di redditività, ma allo stesso tempo ci saranno maggiori debiti, che significano un aumento del rischio e più oneri finanziari che andranno a colpire i margini della gestione non caratteristica.

In linea di massima si può affermare che l'azienda si trova in uno stato di **squilibrio** quando il leverage assume **valori superiori a 3**, anche se questo dato, come sempre, va confrontato con la **media di settore**.

La logica dietro **l'effetto moltiplicativo del *leverage*** sta nel fatto che un'azienda che si indebita per investire nell'attività caratteristica riceverà un effetto positivo sulla redditività quando sarà

in grado di ottenere un rendimento maggiore al costo del debito. Se consideriamo "*i*" il tasso sui finanziamenti si può osservare come nel caso in cui il **ROCE sia > di *i,*** il ROE aumenta al crescere dell'incidenza dell'indebitamente; mentre se il **ROCE è < di *i***, il ROE diminuisce al crescere dell'indebitamento.

L'effetto leva può agire anche negativamente, riducendo la redditività del capitale proprio, questo accade quando il costo del debito è superiore alla redditività del capitale investito.

Quindi per stilare un giudizio sulla redditività di un'azienda è importante a**nalizzare congiuntamente il ROE e il ROCE**: un'azienda che presenta un ROCE non molto alto ed un ROE molto elevato, anche se può sembrare un'azienda molto solida, in realtà sfrutta in maniera aggressiva l'effetto leva e questo significa che è molto esposta verso i finanziatori esterni, quindi non è un'impresa con un basso rischio.

Al contrario, un'impresa con un ROCE più alto e un ROE anche decisamente più basso della precedente, significa che ha una redditività del capitale investito maggiore e non ha debiti, quindi presenta un livello di rischio più basso.

La **leva finanziaria** può essere vista come l'elemento che collega il ROE al ROCE ed è possibile scomporre la formula nel seguente modo:

$$\boldsymbol{ROE} = ROCE + (ROCE - i) \times \frac{PFN}{PN}$$

La formula mostra che **l'effetto leva è strettamente legato a due fattori**:
- La differenza tra il ROCE e il tasso d'interesse medio sui finanziamenti (ROCE-*i*);
- La struttura finanziaria adottata per finanziare il capitale investito (PFN/PN).

Da questa formula si può capire come nel caso in cui l'azienda riesca a mantenere la redditività del capitale più elevata rispetto al costo del capitale di terzi, **sarà conveniente utilizzare il debito per finanziare le proprie attività operative**; in caso contrario per gli azionisti **non sarà conveniente** finanziare l'azienda con capitale di debito in quanto all'aumento dell'indebitamento si accompagna una riduzione del capitale netto.

Naturalmente, anche nel caso in cui l'effetto leva sia positivo, è saggio garantire un margine di sicurezza, assicurandosi **un giusto *mix* di fonti di finanziamento** e avendo sempre a mente quanto sia più sicuro il capitale proprio rispetto a quello di terzi.

L' INCIDENZA DELLA GESTIONE EXTRA-CARATTERISTICA

Il ROE, oltre che dalla redditività del capitale investito, è influenzato dal **tasso di incidenza della gestione non caratteristica**, cioè il contributo della gestione patrimoniale, finanziaria, straordinaria e tributaria che determina la differenza tra il reddito operativo e il reddito netto.

$$\boldsymbol{IGEC} = \frac{Utile\ d'Esercizio}{EBIT}$$

Questo indice può avere un effetto **moltiplicatore sul ROE**, se l'attività non caratteristica aziendale ha un risultato positivo; mentre avrà un effetto **demoltiplicatore** se è ha un risultato negativo

Quando il leverage ha un effetto positivo, ad un maggiore indebitamento corrisponde un miglioramento del ROE, ma, allo stesso tempo, corrisponde anche aumento degli oneri finanziari che portano ad un peggioramento dell'incidenza della gestione extra-caratteristica, quindi il ROE cresce se l'effetto moltiplicativo dell'indebitamento sarà maggiore dell'effetto negativo dovuto al peggioramento dell'incidenza della gestione extra-caratteristica.

LE PERFORMANCE FINANZIARIE

La finalità del rendiconto finanziario è quella di mettere in evidenza i movimenti finanziari aziendali avvenuti durante l'anno e, grazie a questo, è possibile analizzare la capacità dell'azienda di produrre o assorbire liquidità.

IL RENDICONTO FINANZIARIO

Per avere una visione completa dell'azienda è necessario completare l'analisi con la **lettura delle dinamiche finanziarie avvenute durante l'anno** che causano la generazione o l'assorbimento di risorse.

Lo strumento ideale per compiere questa analisi è il rendiconto finanziario.

Secondo l'OIC 10, il rendiconto finanziario "è un prospetto contabile che presenta le variazioni, positive o negative, delle disponibilità liquide avvenute in conto esercizio".

Questo è un **documento integrativo del bilancio, obbligatorio per le società che emettono titoli sui mercati regolamentati o che per due esercizi consecutivi superano due dei seguenti limiti**:

- Totale attivo di bilancio: 4.400.000 euro;
- Totale ricavi: 8.800.000 euro;
- Dipendenti medi: n. 50

Per tutte le altre imprese è facoltativo e quindi troppo spesso non viene redatto, ma è indispensabile per avere una completa informativa aziendale e capire le dinamiche attraverso le quali l'azienda produce e utilizza le disponibilità liquide.

L'importanza di redigere il rendiconto finanziario è chiara quando si pensa ai **limiti degli schemi classici di bilancio:**

- lo **stato patrimoniale** mette in relazione situazioni patrimoniali a date diverse, ma senza evidenziare gli accadimenti dell'esercizio;
- il **conto economico** è redatto secondo il principio di competenza e quindi i costi e i ricavi sono imputati all'esercizio indipendentemente dal fatto che i corrispettivi siano stati pagati o incassati nel periodo di competenza.

La **logica finanziaria**, invece, considera i **flussi di cassa** (cioè i movimenti monetari) in entrata ed in uscita avvenuti durante l'esercizio seguendo il **principio di cassa**.

Se un'impresa vende 100 euro di prodotti, ma a fine esercizio 20 euro sono crediti v/clienti, significa che il flusso di cassa in entrata è pari ad 80 euro.

In sostanza il **risultato economico è un dato "potenziale**", non è detto che si trasformi effettivamente in cassa, mentre la **liquidità è un risultato oggettivo**, che non può essere contaminato.

Il rendiconto finanziario, però, non è utile soltanto per calcolare la liquidità complessivamente generata o assorbita durante l'esercizio in quanto questa è facilmente accertabile mettendo a

confronto le disponibilità liquide di due esercizi consecutivi: se ad esempio il bilancio dell'anno 2019 è chiuso con disponibilità liquide pari a 5.000 euro e quello del 2020 con 7.000 euro, il cash flow complessivo è pari a +2.000 euro, cioè è stata creata liquidità, ma non sappiamo quali sono le cause di questa variazione.

Il rendiconto finanziario è quindi lo strumento che consente di v**erificare se il risultato economico si tramuta effettivamente in un risultato finanziario** ed il suo fine è quello di

- misurare la liquidità creata o assorbita dalla gestione,
- valutare la capacità dell'impresa di generare risorse,
- capire l'entità del suo fabbisogno finanziario,
- comprendere i movimenti patrimoniali avvenuti nel tempo
- misurare l'allineamento fra i risultati economici e i flussi finanziari.

COME SI COSTRUISCE IL RENDICONTO FINANZIARIO

Gli **elementi necessari** per redigere il rendiconto finanziario sono: il conto economico riclassificato dell'esercizio (deve mettere in evidenza l'EBITDA), lo stato patrimoniale dell'esercizio e quello dell'anno precedente, anche questi riclassificati.

Il principio di base è quello di scomporre la variazione totale del periodo in **flussi di cassa generati da diverse aree gestionali**, in genere rappresentate da:

- Flusso di cassa della gestione corrente;
- Flusso di cassa della gestione degli investimenti;
- Flusso di cassa della gestione accessoria/straordinaria;
- Flusso di cassa della gestione finanziaria.

Naturalmente questo schema non è l'unico utilizzabile, se le esigenze di analisi lo richiedono le aree possono aumentare spacchettando quelle base.

CASH FLOW DELLA GESTIONE CORRENTE

Il flusso di cassa della gestione corrente corrisponde alle risorse generate o assorbite dalle operazioni tipiche di gestione, cioè dal ciclo di acquisto-trasformazione-vendita, formato dalla gestione degli incassi e pagamenti commerciali e dalla gestione delle scorte di magazzino.

Per calcolare questo flusso si può partire da due risultati di conto economico diversi: l'EBITDA (o Margine Operativo Lordo) o il Reddito Netto.

GESTIONE CORRENTE	
	Reddito Netto
+	Interessi Passivi
+	Ammortamenti
+/-	Plusvalenze/Minusvalenze sui disinvestimenti operativi
=	**Flusso di cassa corrente (autofinanziamento)**

GESTIONE CORRENTE	
	EBITDA
-	Imposte dell'Esercizio
=	**Flusso di cassa corrente (autofinanziamento)**

Una volta trovato il flusso di cassa corrente (autofinanziamento) si dovrà tenere presente che non tutti i costi e ricavi vengono pagati ed incassati nel corso dell'esercizio, ma possono essere concesse dilazioni (sia verso i propri clienti, sia concesse dai fornitori): i mancati incassi e i pagamenti non effettuati sono inseriti nelle voci di Stato Patrimoniale "Crediti v/Clienti" e "Debiti v/Fornitori".

In generale, si dovrà inserire la variazione di tutti i crediti e debiti di natura non finanziaria (quindi esclusi quelli di finanziamento) e si dovrà tener conto della variazione delle scorte di magazzino: l'aumento del valore delle rimanenze comporta un assorbimento di liquidità e quindi l'azienda dovrà necessariamente tenerne conto quando programma gli acquisti e la produzione.

Schematizzando, dovranno essere effettuate le seguenti rettifiche:

GESTIONE CORRENTE	
-	Aumento dei Crediti v/Clienti
+	Riduzione dei Crediti v/Clienti
+	Aumento dei Debiti v/Fornitori
-	Riduzione dei Debiti v/Fornitori
-	Aumento delle Rimanenze
+	Riduzione delle Rimanenze
+/-	Plusvalenze/Minusvalenze sui disinvestimenti operativi
=	**Variazione del Capitale Circolante Netto**

Per capire meglio questa logica proviamo a fare un esempio:

STATO PATRIMONIALE	2019	2020
Crediti v/clienti	100.000	140.000
Rimanenze	20.000	10.000
Debiti v/fornitori	180.000	200.000

CONTO ECONOMICO	2020
EBITDA	50.000
Imposte d'esercizio	10.000

RENDICONTO FINANZIARIO	2020
EBITDA	50.000
- Imposte d'esercizio	(10.000)
Flusso di cassa corrente	**40.000**
+/- Var. Crediti v/clienti	(40.000)
+/- Var. Rimanenze	10.000
+/- Var. Debiti v/fornitori	20.000
= Var del CCN	**(10.000)**
FLUSSO DI CASSA DELLA GESTIONE CORRENTE	**30.000**

Si può notare come tra il 2020 ed il 2019 ci sia un aumento dei Crediti v/Clienti, una diminuzione delle Rimanenze ed un aumento dei Debiti v/Fornitori.

Nel Rendiconto Finanziario queste dinamiche si traducono nella **variazione del CCNC** (Capitale Circolante Netto Commerciale) e, se il **risultato è negativo** (cioè il CCNC iscritto nello stato patrimoniale aumenta), comporta un investimento, cioè una riduzione di cassa, mentre **se positivo** una liberazione di liquidità. In questo caso la voce Crediti v/Clienti ha assorbito liquidità, mentre le voci Rimanenze e Debiti v/Fornitori l'hanno creata, il risultato è un assorbimento di cassa pari a 10.000 euro.

Si può paragonare il CCNC ad una spugna, che cresce di dimensione assorbendo liquidità: quando si concede credito, ad esempio se si adotta la politica di aumento delle dilazioni di pagamento, magari per conquistare qualche nuovo cliente, aumentano i crediti v/clienti ed in sostanza quello che sta succedendo è che l'azienda sta finanziando i propri clienti e, per farlo senza rischi, deve essere in grado di sopportare questo assorbimento di liquidità.

La liquidità si riduce anche quando diminuiscono delle poste nel passivo, come succede ad esempio nel caso dei debiti v/fornitori: infatti l'unico modo per farli diminuire è facendo uscire cassa.

Quindi in generale l'assorbimento della liquidità può derivare da:

- incremento dell'attivo;
- decremento del passivo;
- costi.

Al contrario, la spugna viene spremuta e restituisce liquidità quando il capitale circolante si riduce, cioè quando, ad esempio, si riescono ad ottenere tempi di pagamento più lunghi o si riducono le scorte di magazzino.

In generale la **creazione della liquidità può derivare da**:

- Decremento dell'attivo;
- Incremento del passivo;
- Ricavi

In questo caso il rendiconto finanziario ci mostra che la variazione del capitale circolante è negativa ed ha assorbito liquidità per 10.000 euro, che sommata al flusso di circolante della gestione corrente, derivato dall'EBITDA, in questo caso positivo, crea liquidità per 30.000 euro.

CASH FLOW DELLA GESTIONE DEGLI INVESTIMENTI

Il secondo step per la costruzione del rendiconto finanziario prende in esame la gestione degli investimenti e dei disinvestimenti, cioè **se e quanto l'azienda ha investito risorse finanziarie in immobilizzazioni operative**.

Questo flusso è il saldo tra le uscite finanziarie sostenute per acquistare nuove immobilizzazioni operative e le entrate derivanti dalla cessione di queste.

Per determinarlo si deve osservare la **variazione delle immobilizzazioni al lordo del fondo di ammortamento**, cioè si deve confrontare il valore delle immobilizzazioni iscritto nello stato patrimoniale (il valore iscritto è al netto del fondo ammortamento) di due anni consecutivi e a questo sommare l'ammortamento dell'esercizio, ricavabile dal conto economico.

GESTIONE DEGLI INVESTIMENTI
+/- Variazione Immobilizzazioni operative nette
- Ammortamenti dell'esercizio
= Variazione immobilizzazioni operative lorde

Una **variazione positiva** delle immobilizzazioni operative lorde significa che sono stati effettuati nuovi investimenti e questo provoca un flusso negativo, cioè un assorbimento di liquidita; una **variazione negativa** significa che sono stati effettuati dei disinvestimenti e questo comporta un flusso positivo, cioè una generazione di liquidità.

Prendiamo questo esempio:

STATO PATRIMONIALE	2019	2020
Immobilizzazioni Materiali	200.000	249.000
Immobilizzazioni Immateriali	3.000	2.500
Immobilizzazioni Finanziarie	0	0

CONTO ECONOMICO	2020
Amm.ti Immob. Materiali	(1.000)
Amm.ti Immob. Immateriali	(500)

RENDICONTO FINANZIARIO	2020
+/- Var. Immob. Materiali	(49.000)
+/- Var. Immob. Immateriali	500
+/- Var. Immob. Finanziarie	0
- Ammortamenti	(1.500)
CASH FLOW GESTIONE INVESTIMENTI	**(50.000)**

Il valore delle immobilizzazioni materiali iscritte a bilancio è aumentato di 49.000 euro, mentre quello delle immobilizzazioni immateriali è diminuito di 500 euro, ma da un'analisi più approfondita si nota che la diminuzione del valore delle immobilizzazioni immateriali è totalmente dovuto all'ammortamento di periodo, quindi in questo caso non ci sono uscite finanziarie.

Queste dinamiche sono facilmente comprensibili nel cash flow della gestione degli investimenti che mostra come nel corso dell'anno sono stati effettuati investimenti, che si traducono in uscita di cassa, per 50.000 euro.

Se nell'esercizio si rilevano **plus/minusvalenze derivanti dalla cessione di immobilizzazioni** dovranno essere prese in considerazione nel rendiconto finanziario, così come le **rettifiche patrimoniali** che provocano una variazione del valore delle immobilizzazioni, anche se non comportano alcun movimento di cassa.

Considerando anche queste ipotesi, il flusso di cassa della gestione degli investimenti si determina:

GESTIONE DEGLI INVESTIMENTI	
+/-	Variazione delle Immobilizzazioni lorde
+	Plusvalenze da cessione immobilizzazioni operative
-	Minusvalenze da cessione immobilizzazioni operative
+	Svalutazioni di immobilizzazioni operative
-	Rivalutazioni di immobilizzazioni operative
=	**Cash Flow della Gestione degli Investimenti**

CASH FLOW OPERATIVO

La **somma dei due flussi trovati**, quello derivante dalla gestione corrente e quello derivante dalla gestione degli investimenti, conduce al cash flow della gestione operativa, che comprende tutte le movimentazioni di cassa della gestione operativa dell'impresa, quindi è esclusa la parte finanziaria.

GESTIONE OPERATIVA
EBITDA
- Imposte dell'Esercizio
= Flusso di cassa corrente (Autofinanziamento) (1)
- Aumento dei Crediti v/Clienti
+ Riduzione dei Crediti v/Clienti
+ Aumento dei Debiti v/Fornitori
- Riduzione dei Debiti v/Fornitori
- Aumento delle Rimanenze
+ Riduzione delle Rimanenze
= Variazione del Capitale Circolante Netto (2)
(1) + (2) = Cash Flow della Gestione Corrente (3)
+/- Var. delle Immobilizzazioni lorde
+ Plusvalenze da cessione immobilizzazioni operative
- Minusvalenze da cessione immobilizzazioni operative
+ Svalutazioni di immobilizzazioni operative
- Rivalutazioni di immobilizzazioni operative
= Cash Flow della Gestione degli Investimenti (4)
(3) + (4) = Cash Flow Operativo

RENDICONTO FINANZIARIO	2020
EBITDA	50.000
- Imposte dell'Esercizio	(10.000)
= Flusso di Circolante della Gestione Corrente	**40.000**
+/- Var. Crediti v/Clienti	(40.000)
+/- Var. Rimanenze	10.000
+/- Var. Debiti v/Fornitori	20.000
= Variazione del CCNC	**(10.000)**
Cash Flow della Gestione Corrente	***30.000***
+/- Var. Imm.ni Materiali	(49.000)
+/- Var. Imm.ni Immateriali	500
+/- Var. Imm.ni Finanziarie	0
- Ammortamenti	(1.500)
= Cash Flow della Gestione degli Investimenti	***(50.000)***
Cash Flow Operativo	***(20.000)***

Riprendendo i dati dell'esempio si vede che il flusso di cassa della gestione operativa sia negativo, quindi l'azienda, durante l'anno, non ha generato abbastanza liquidità per coprire l'investimento effettuato senza ricorrere a mezzi di finanziamento esterni.

Con questo flusso, se messo a paragone con i ricavi aziendali, è possibile calcolare un indice molto interessante:

$$\frac{Cash\ Flow\ Operativo}{Ricavi}$$

Questo permette di osservare per ogni euro di ricavi quanta liquidità viene prodotta o assorbita dalla gestione operativa.

Se ipotizziamo che l'azienda dell'esempio precedente ha ricavi per 500.000 euro, quest'indice sarà pari a:

$$\frac{(\mathbf{20.000})}{\mathbf{500.000}} = (\mathbf{0,04})$$

Cioè per ogni euro di ricavi, la gestione operativa assorbe liquidità per 4 centesimi.

CASH FLOW DELLA GESTIONE ACCESSORIA/STRAORDINARIA

In quest'area si inseriscono tutti i **movimenti che non riguardano il core *business* dell'azienda**. È necessario tenere separate le due sottocategorie, così da riuscire a vedere i flussi derivanti dalla gestione accessoria e quelli dalla gestione straordinaria.

GESTIONE ACCESSORIA E STRAORDINARIA	
+/-	Risultato della gestione accessoria
-	Variazione del CCNC non operativo
+/-	Flusso di cassa della gestione degli investimenti non operativi
=	**Cash Flow della Gestione Accessoria**
+/-	Risultato della gestione straordinaria
=	**Cash Flow della Gestione Straordinaria**

CASH FLOW DELLA GESTIONE FINANZIARIA

Il flusso di cassa della gestione finanziaria è il **saldo tra i debiti di finanziamento rimborsati durante l'anno** (che provocano un'uscita di cassa) e l'ammontare di quelli contratti (che producono un'entrata di cassa). Oltre alla gestione dell'accensione e rimborso dei debiti finanziari, dovranno essere anche inserite le scelte di investimento delle attività liquide in

eccesso in altre attività finanziarie, a questo deve poi essere sommato o sottratto il saldo tra gli oneri e proventi finanziari.

GESTIONE FINANZIARIA	
+/-	Proventi e Oneri finanziari
+	Accensione nuovi debiti
-	Rimborso debiti
+	Aumenti di capitale sociale a pagamento
	Rimborsi di capitale sociale e pagamento dividendi
=	**Cash Flow della Gestione Finanziaria**

In quest'area può essere anche inserito il **flusso monetario riconducibile alla gestione del patrimonio netto.**

Il patrimonio netto può aumentare attraverso gli utili e le immissioni di capitale e si può ridurre con le perdite e le distribuzioni di utili, ma bisogna ricordare che nel calcolo del flusso di cassa di dovrà rettificare l'eventuale utile o perdita d'esercizio per riuscire ad isolare le variazioni di cassa dovute alla gestione del patrimonio netto.

Ritornando all'esempio, ipotizziamo innanzitutto che l'azienda non abbia effettuato movimentazioni riguardanti il patrimonio netto, che abbia preso un mutuo per 60.000 euro e che abbia un saldo negativo tra oneri e proventi finanziari per 18.000 euro.

Nel rendiconto finanziario questo si traduce come un aumento di liquidità per 42.000 euro.

STATO PATRIMONIALE	2019	2020
Debiti v/Banche a lungo	120.000	180.000

CONTO ECONOMICO	2020
Proventi Finanziari	1.000
Oneri Finanziari	(19.000)

RENDICONTO FINANZIARIO	2020
+/- Var. Debiti v/Banche a lungo	60.000
+ Proventi finanziari	1.000
- Oneri finanziari	(19.000)
CASH FLOW GESTIONE FINANZIARIA	**42.000**

CASH FLOW COMPLESSIVO

Il flusso di cassa generato o assorbito nell'esercizio è ricavabile dalla somma algebrica tra **i flussi delle varie gestioni.**

GESTIONE COMPLESSIVA	
+/-	Cash Flow della Gestione Corrente
+/-	Cash Flow della Gestione Investimenti
+/-	Cash Flow della Gestione Accessoria/Straordinaria
+/-	Cash Flow della Gestione Finanziaria
=	**Cash Flow Complessivo**

Riprendendo l'esempio:

RENDICONTO FINANZIARIO	2020
Cash Flow della Gestione Corrente	30.000
Cash Flow della Gestione degli Investimenti	(50.000)
Cash Flow della Gestione Operativa	***(20.000)***
Cash Flow della Gestione Finanziaria	42.000
CASH FLOW COMPLESSIVO	**2.000**

Da questo schema, molto semplificato, possiamo subito capire quali gestioni hanno prodotto cassa e quali invece l'hanno assorbita. Si nota immediatamente che c'è stato un aumento delle disponibilità liquide per 2.000 euro, in parte grazie ai margini creati dall'azienda ed in parte dovuto alla gestione finanziaria, in questo caso dovuti all'aumento dell'indebitamento bancario utilizzato per coprire un nuovo investimento operativo da 50.000 euro.

RENDICONTO FINANZIARIO	
	EBITDA
-	Imposte dell'Esercizio
=	**Flusso di cassa Corrente (autofinanziamento)**
-	Aumento dei Crediti v/Clienti
+	Riduzione dei Crediti v/Clienti
+	Aumento dei Debiti v/Fornitori
-	Riduzione dei Debiti v/Fornitori
-	Aumento delle Rimanenze
+	Riduzione delle Rimanenze
=	**Variazione del Capitale Circolante Netto**
=	**Cash Flow della Gestione Corrente**
+/-	Variazione delle Immobilizzazioni lorde
+	Plusvalenze da cessione immobilizzazioni operative
-	Minusvalenze da cessione immobilizzazioni operative
+	Svalutazioni di immobilizzazioni operative
-	Rivalutazioni di immobilizzazioni operative
=	**Cash Flow della Gestione degli Investimenti**
=	**Cash Flow Operativo**
+/-	Risultato della gestione accessoria
-	Variazione del CCN non operativo
+/-	Flusso di cassa della gestione degli investimenti non operativi
=	**Cash Flow della Gestione Accessoria**
+/-	Risultato della gestione straordinaria
=	**Cash Flow della Gestione Straordinaria**
+/-	Proventi e Oneri finanziari
+	Accensione nuovi debiti
-	Rimborso debiti
+	Aumenti di capitale sociale a pagamento
-	Rimborsi di capitale sociale e pagamento dividendi
=	**Cash Flow della Gestione Finanziaria**
=	**CASH FLOW COMPLESSIVO**

Il Rendiconto Finanziario può essere costruito con questo schema, molto utile per capire se la variazione della cassa proviene da voci di conto economico o dalla gestione patrimoniale. Infatti, l'**EBITDA** dovrebbe essere la prima fonte di liquidità, che può essere aumentata o diminuita dalla spugna rappresentata dalla variazione del CCNC.

I flussi di cassa derivanti dalla gestione degli investimenti e dalla gestione finanziaria possono aumentare o diminuire la liquidità complessiva, ma bisogna fare attenzione perché, ad esempio, un disinvestimento non può essere considerato come una fonte ordinaria di liquidità, così come eventuali poste di natura straordinaria o aumenti di capitale a pagamento, mentre una gestione finanziaria negativa può essere un segnale positivo, perché significa che l'azienda sta rimborsando i propri debiti, ma anche se fosse positiva (quindi aumenta l'indebitamento) a fronte di un aumento degli investimenti operativi, può essere considerato un buon segnale.

Quindi è necessario costruire il rendiconto nel miglior modo possibile, ma è ancora più importante saperlo **leggere e interpretare**, sia riguardo le variazioni avvenute nell'anno, sia attraverso una **lettura orizzontale**, che comprenda più anni.

Imprenditore
SMART

next to you