



ORDINE DEI DOTTORI COMMERCIALISTI
E DEGLI ESPERTI CONTABILI DI GENOVA

«Analisi di Bilancio»

Genova, 18 Marzo 2019

Relatore:



Dott. Ilaria M. Novella Avegno
ilariaavegno@hotmail.com





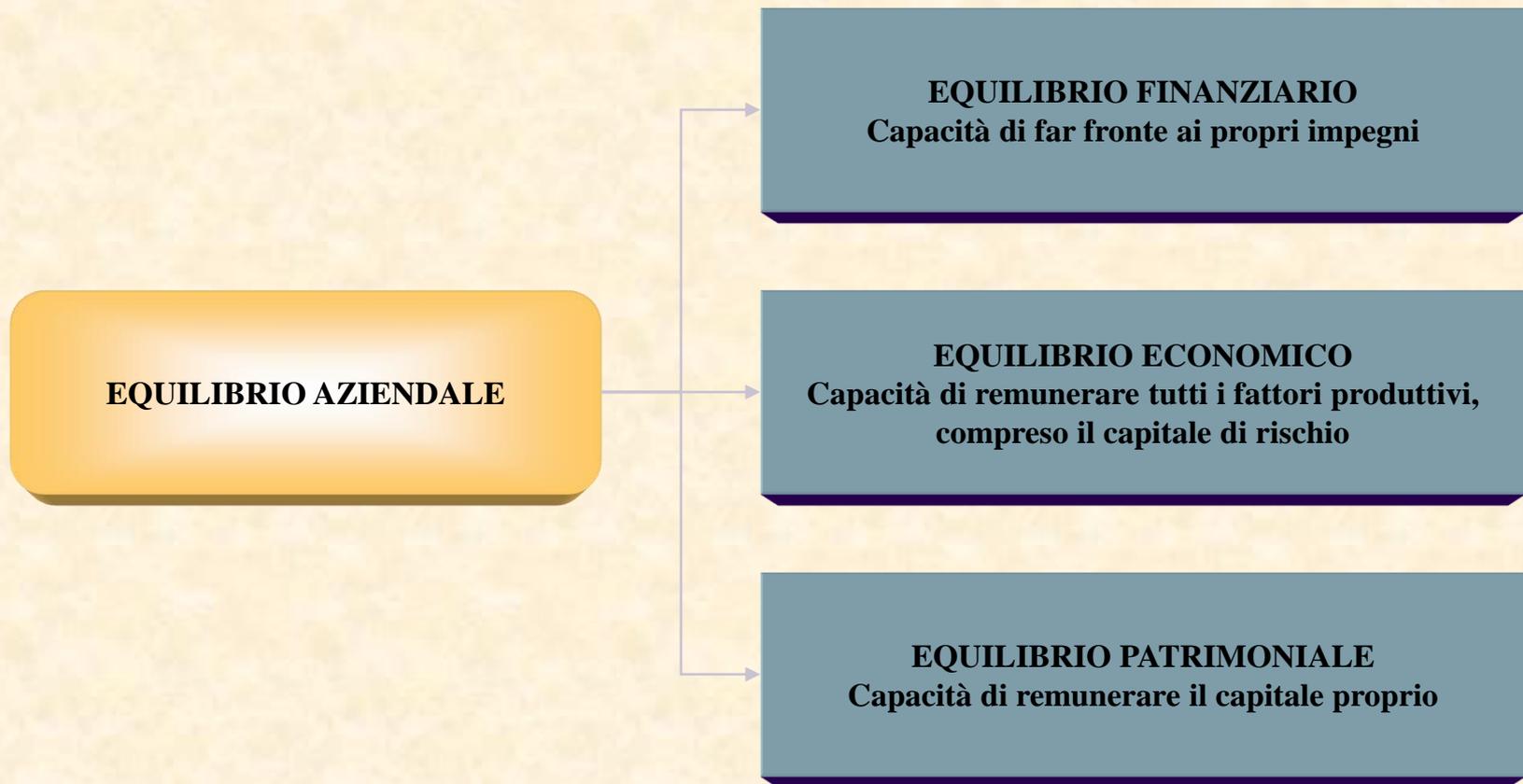
ORDINE DEI DOTTORI COMMERCIALISTI
E DEGLI ESPERTI CONTABILI DI GENOVA

Analisi di Bilancio

- ✓ Informazioni desumibili dall'analisi di bilancio
- ✓ Riclassificazione dei prospetti di Stato Patrimoniale
- ✓ Indicatori patrimoniali
- ✓ Tecniche di analisi finanziaria
- ✓ Indicatori finanziari
- ✓ Riclassificazione del Conto Economico
- ✓ Indicatori economici
- ✓ Cenni sui principali indicatori per la valutazione d'Azienda



Relazioni tra il sistema aziendale e l'equilibrio



Le informazioni che si possono evincere analizzando il bilancio

Analisi economiche: risultato netto, redditività operativa e netta, Ebit (earning before interest and taxes), Ebitda (EBIT depreciation & amortization).

Analisi finanziarie: rapporto di indebitamento, struttura finanziaria, situazione finanziaria, leva finanziaria, cash flow e free cash flow.

Analisi patrimoniali: composizione degli investimenti, composizione dei finanziamenti, CCN e margini di struttura.



Schema dello stato patrimoniale

- Art.2424 C.C.
- Tavola di sintesi

| ATTIVO | PASSIVO |
|--|--|
| a) Crediti vs soci per versamenti dovuti | a) Patrimonio netto |
| b) Immobilizzazioni | b) Fondi Rischi e Oneri |
| 1. Imm. Immateriali 2. Imm. Materiali 3. Imm. Finanziarie | c) T.F.R. |
| c) Attivo circolante (con indicazione separata degli importi esigibili oltre l'esercizio successivo) | d) Debiti (con indicazione separata dei debiti esigibili oltre l'esercizio successivo) |
| d) Ratei e risconti | d) Ratei e risconti |

Riclassificazione dello stato patrimoniale secondo il criterio finanziario a liquidità crescente

| | |
|------------------------|------------------------------|
| Attività Immobilizzate | Capitale netto |
| Imm. Immateriali nette | Capitale sociale |
| Imm. Materiali nette | Riserve |
| Imm. Finanziarie nette | Reddito netto dell'esercizio |
| Attività circolanti | Debiti a medio lungo termine |
| Scorte | Debiti a breve termine |
| Liquidità differite | |
| Liquidità immediate | |
| TOTALE IMPIEGHI | TOTALE FONTI |

Correlazione tra impieghi e fonti

IMPIEGHI

FONTI

| | | | | |
|-----------------------------|-------------------|---|---------------------------------------|--------------------------|
| CAP.CIRCOLANTE LORDO | | LIQUIDITÀ IMMEDIATE E DIFFERITE 800 | PASSIVITÀ CORRENTI 600 | CAPITALE DI TERZI |
| | C.C.N. 700 | RIMANENZE 500 | PASSIVITÀ CONSOLIDATE 1.200 | |
| CAPITALE FISSO | | ATTIVITÀ IMMOBILIZZATE | CAPITALE NETTO 500 | CAPITALE PROPRIO |

**=CAPITALE INVESTITO
NETTO**

=CAPITALE ACQUISITO



Le informazioni finanziarie e patrimoniali fornite dal bilancio

- **Struttura finanziaria e patrimoniale:** insieme delle relazioni che si instaurano tra i diversi fondi attivi e passivi di bilancio ed il capitale totale, considerato come investimenti o finanziamenti complessivi e concerne:
 - il grado di indipendenza finanziaria;
 - la composizione degli impieghi e delle fonti (rigidità/elasticità del capitale investito);
 - la solidità patrimoniale

- **La situazione finanziaria:** le relazioni tra le diverse classi di investimenti e le corrispondenti classi di finanziamenti; l'attitudine a far fronte economicamente e tempestivamente alle uscite richieste dalla gestione, ossia la possibilità di ottenere i mezzi finanziari necessari allo svolgimento della gestione di funzionamento, in ogni istante ed in modo economico.
 - solvibilità;
 - liquidità;
 - condizioni di copertura del capitale investito
 - condizioni di ritorno del capitale in forma liquida



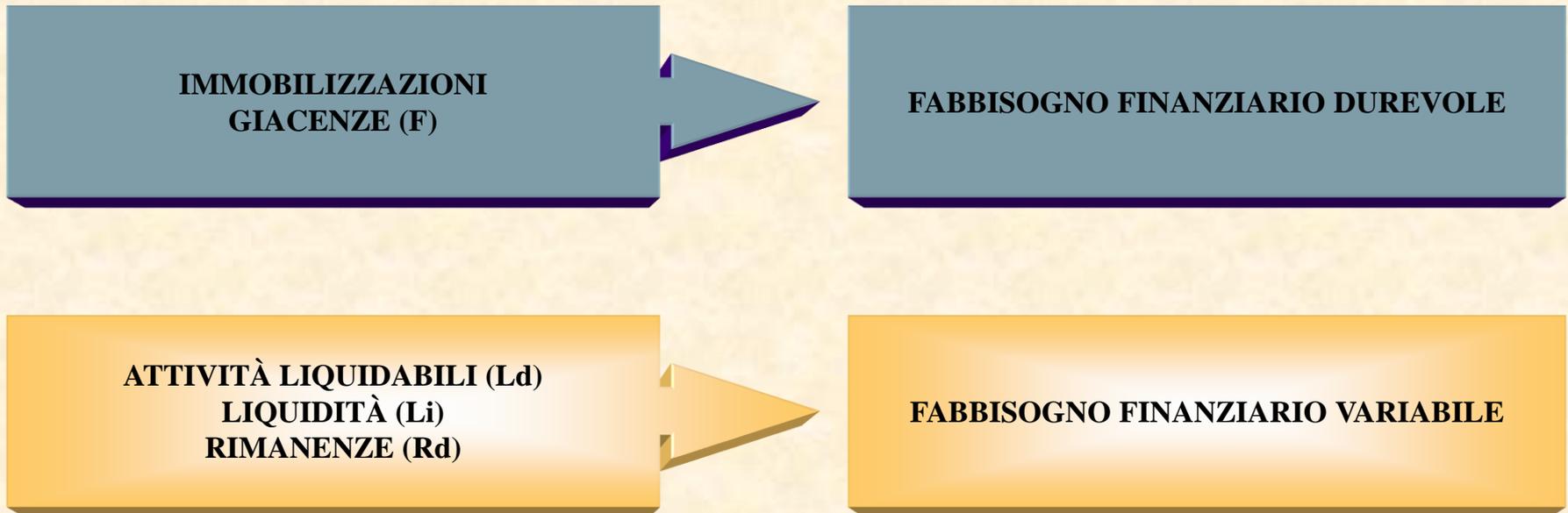
Fabbisogno finanziario

- ❑ “È rappresentato dal totale delle attività nette del bilancio ed esprime l'ammontare dei mezzi finanziari necessari per la vita di un'azienda”

- ❑ Può essere osservato sotto due aspetti:
 - natura = aspetto qualitativo
 - ammontare = aspetto quantitativo

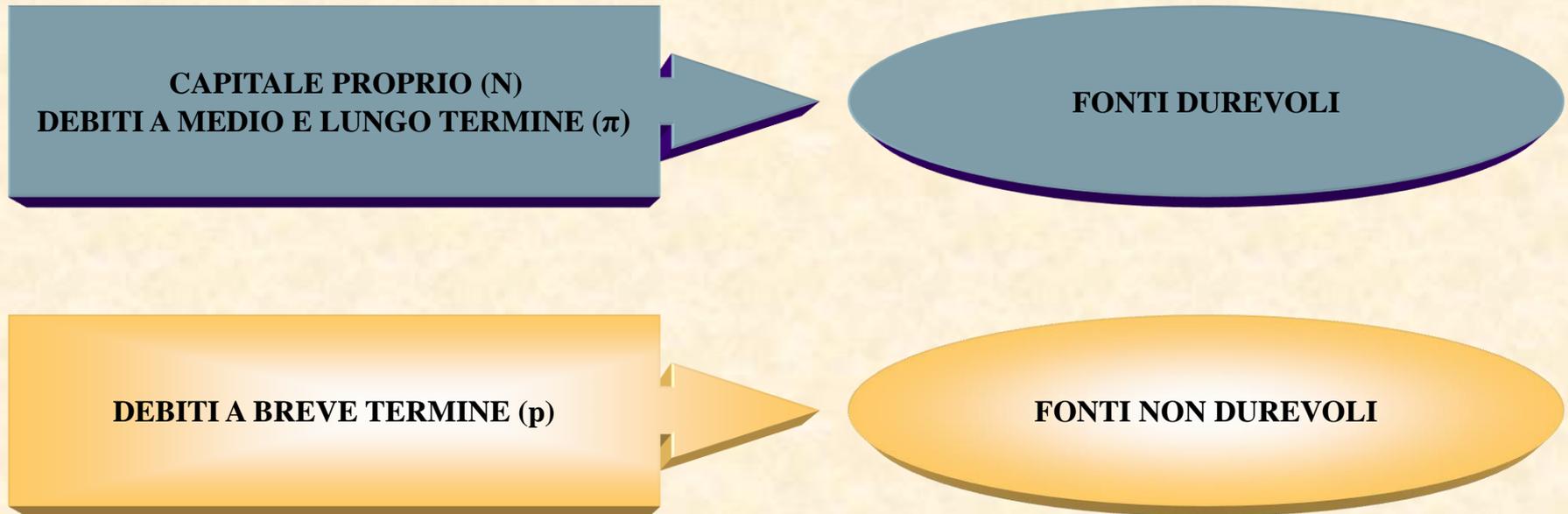
- ❑ la sua entità dipende dalla natura e dall'entità delle operazioni in corso
 - capacità produttiva fissa
 - volume di affari annuo
 - velocità di circolazione del capitale investito

- Il fabbisogno finanziario è rappresentato da:



Fonti di copertura del fabbisogno finanziario

Sono rappresentate dal totale delle passività dl bilancio e dal capitale netto



Le informazioni patrimoniali fornite dal bilancio

- Immobilizzazioni

Fixed assets

- Disponibilità

Current assets

- Totale investimenti

Total assets

- Capitale di terzi

Current and non current liabilities

- Capitale proprio

Shareholders' funds

- Totale finanziamenti

Tot shareholders' funds and liabilities

L'attenzione si focalizza sulla composizione degli Investimenti e dei Finanziamenti

L'analisi della situazione finanziaria

- La situazione finanziaria viene esaminata attraverso i seguenti raffronti, denominati **margini finanziari**, tra classi di impieghi e fonti per individuare lo stato di equilibrio/squilibrio finanziario:

- Capitale circolante netto = $\text{CCL}-p = (li+rd+ld)-p = (N + \pi)-F$
- Margine di struttura = $N-F$
- Margine di tesoreria = $(Li+ld)-p$

Ed attraverso i relativi quozienti, denominati **indici finanziari**:

- Indice di disponibilità= CCL/p
- Indice di copertura delle immobilizzazioni= N/F
- Indice di liquidità = $(Li+ld)/p$

L'analisi della struttura patrimoniale (impieghi)

- L'analisi della struttura finanziaria mette in evidenza la composizione degli impieghi e delle fonti di finanziamento:

Gli indici di composizione degli impieghi mettono in risalto il peso percentuale delle varie classi dell'attivo sul totale del **capitale investito (K)**:

- Peso del capitale immobilizzato: $F/K*100$
- Peso del capitale circolante: $CCN/K*100$

Offrono indicazioni sul grado di liquidità o rigidità del capitale investito nell'attività aziendale.

L'analisi della struttura patrimoniale (Fonti)

Gli indici di composizione delle fonti mettono in rilievo il peso percentuale delle varie classi del passivo sul totale del capitale acquisito (**K**):

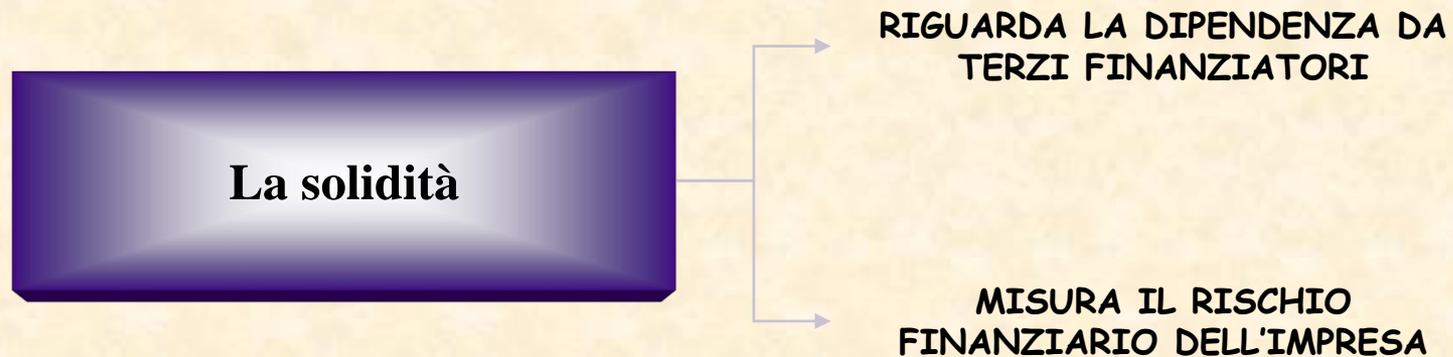
1. peso del capitale proprio (**N**): $\mathbf{N/K*100}$
2. Peso delle passività consolidate (π): $\mathbf{\pi/K*100}$
3. Peso delle passività correnti (**p**): $\mathbf{p/K*100}$

Evidenziano il grado di rigidità dei finanziamenti, osservati rispetto alla loro durata ed il grado di indipendenza finanziaria da terze economie.

La solidità aziendale

SOLIDITÀ

capacità dell'impresa di perdurare nel tempo adattandosi alle mutevoli condizioni esterne ed interne:



Tecniche di analisi finanziaria

- L'analisi dei flussi integra con informazioni di tipo dinamico-finanziarie quelle statico-finanziarie ed economiche fornite da margini ed indici.

Collegamenti fra margini ed indici

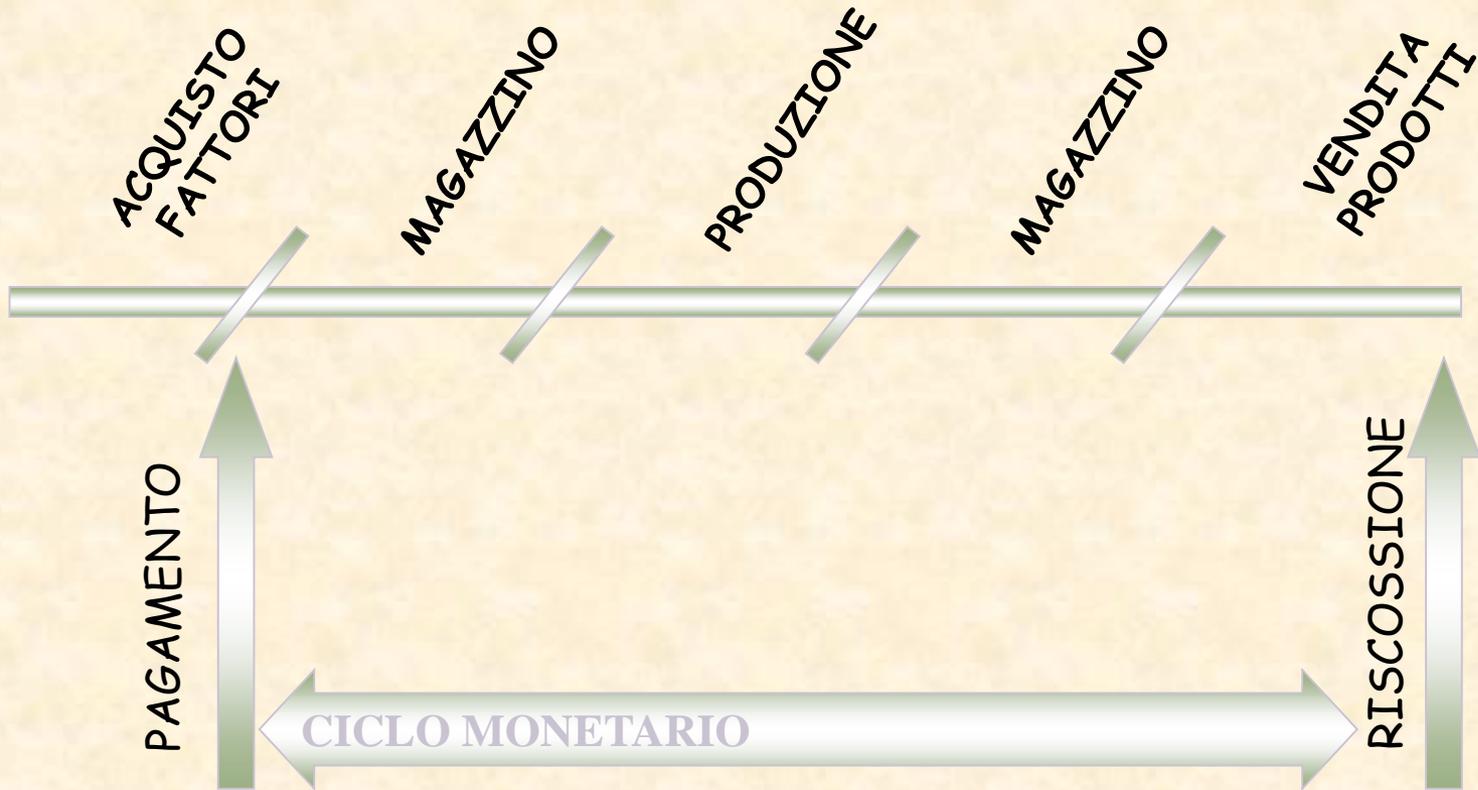
- Analisi sullo stato patrimoniale

| MARGINI | | INDICI | |
|---|----------------|---|------------------------|
| Margine di struttura | $N-F$ | Quoziente di copertura immobilizzazioni | $\frac{N}{F}$ |
| Margine di tesoreria | $(Li+Ld)-p$ | Quoziente di liquidità | $\frac{Li+Ld}{p}$ |
| Capitale circolante netto o margine di struttura secondario | $(Li+Ld+RD)-p$ | Quoziente di disponibilità | $\frac{(Li+Ld+RD)}{p}$ |

Ciclo monetario

- ❑ E' un coordinato insieme di indici che si utilizza per misurare il periodo di tempo intercorrente tra l'uscita monetaria collegata all'acquisizione di fattori produttivi e l'entrata monetaria relativa alle vendite dei prodotti o delle prestazioni.
- ❑ Consente di valutare eventuali crisi o tensioni di liquidità dovute a sfasamenti tra il periodo degli incassi e quello dei pagamenti.

Ciclo monetario



Il flusso di cassa della gestione reddituale

Risultato economico

+ Ammortamenti

+ Accantonamenti al F.do TFR e rischi

+ Altri ricavi non finanziari

= **Reddito spendibile**

+/- Variazioni in aumento/diminuzione dei debiti a breve

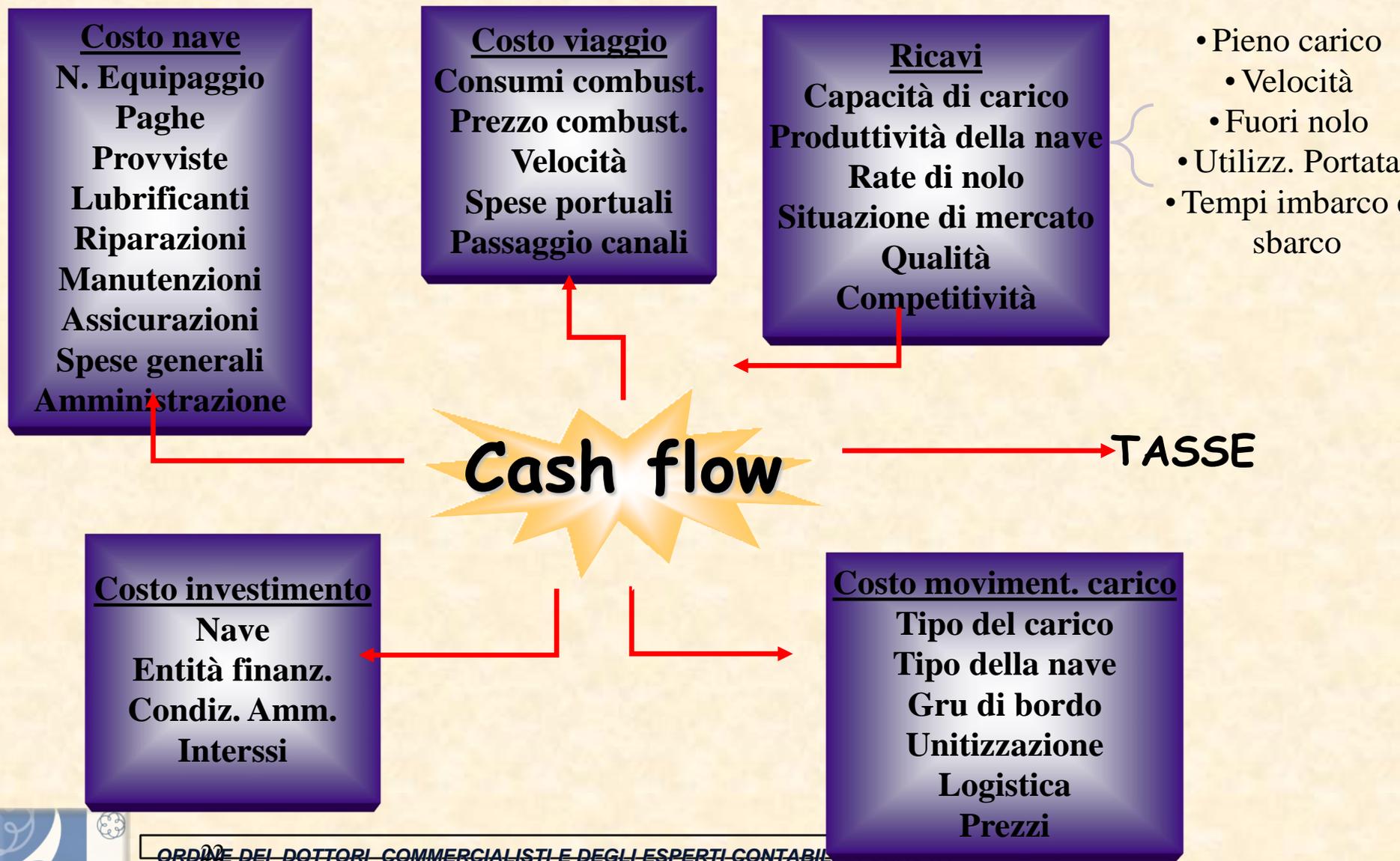
+/- Variazioni in diminuzione/aumento dei crediti a breve

+/- Variazioni in diminuzione/aumento delle rimanenze

= **Cash flow della gestione reddituale**



Il cash flow dell'impresa di navigazione



Conto economico

- ❑ Mentre lo Stato Patrimoniale rappresenta ciò che l'azienda ha a disposizione, il Conto Economico esprime cosa l'azienda genera da quello di cui dispone
- ❑ • Esso è costituito da tutti i costi e da tutti i ricavi che interessano l'impresa
- ❑ durante un dato arco di tempo, normalmente un anno
- ❑ – In particolare, essendo redatto in base al principio di competenza economica, il Conto Economico di un esercizio riporta tutti e soli i costi e i ricavi di competenza di quell'esercizio
- ❑ • Dal Conto Economico si ricava l'utile di esercizio come differenza fra ricavi e costi

Schema di conto economico

□ (D.Lgs.127/91)

| | <u>L.</u> | <u>%</u> |
|---|-----------|----------|
| Ricavi di vendita | | |
| Variazione delle scorte di prodotti finiti, semilavorati e in corso | | |
| Incremento di immobilizzazioni | | |
| Altri ricavi e proventi | | |
| A) = Valore della produzione | | 100 |
| B) – Costi della produzione | | |
| = Differenza fra valori e costi della produzione | | |
| C) Proventi e oneri finanziari | | |
| D) Rettifiche di valore di attività finanziarie | | |
| E) Proventi e oneri straordinari | | |
| = Risultato prima delle imposte | | |
| - Imposte sul reddito | | |
| = Utile / Perdita dell'esercizio | | |

Riclassificazione del conto economico

Conto economico a valore aggiunto:

1. A valore aggiunto lordo e netto
2. A valore aggiunto e MOL

Conto economico a valore e costi della produzione venduta:

1. **A costo del venduto**
2. A margini di contribuzione

Riclassificazione del conto economico a costi e ricavi del venduto

▣ Ricavi netti di vendita

Costi di esercizio

Reddito lordo

costi commerciali e amministrativi

Risultato operativo della gestione caratteristica

Ricavi- costi gestione extracaratteristica

Risultato operativo gestione extracaratteristica

Risultato operativo gestione complessiva

OF netti

Reddito ordinario corrente

Ricavi- costi gestione straordinaria

Reddito straordinario

Reddito globale lordo

Imposte

Reddito netto

Analisi delle aree gestionali di redditività

- ▣ Aree Gestionali
 - AREA OPERATIVA
 - AREA ATIPICA
 - AREA FINANZIARIA
 - AREA STRAORDINARIA
 - AREA TRIBUTARIA

- ▣ Capitale investito nelle diverse aree

▣ IMPIEGHI

- ▣ K_0
- ▣ K_a
- ▣ K_1

- ▣ K

FONTI

- DEBITI A BREVE
- DEBITI A MEDIO LUNGO

- CAPITALE NETTO

- K



Le informazioni economiche fornite dal conto economico

- ▣ **La struttura economica:** i caratteri dei componenti positivi e negativi di reddito generati attraverso la gestione aziendale. Riclassificando il CE è possibile comprendere l'origine e le determinanti del risultato d'esercizio per stabilire il contributo delle "diverse" gestioni (caratteristica, atipica, finanziaria, straordinaria e tributaria).

La situazione economica: la redditività della gestione aziendale, ossia la capacità dell'impresa di produrre reddito, ossia la capacità del flusso di ricavi dell'esercizio di remunerare congruamente tutti i fattori produttivi in esso utilizzati, compreso il capitale monetario attinto con vincolo di pieno rischio.

La situazione economica

- ▣ La constatazione di un risultato economico positivo, capiente come remunerazione del capitale di rischio, non è una condizione sufficiente a definire "positiva" la situazione economica.
- ▣ Occorre analizzare l'origine del reddito per stabilire il contributo delle "diverse" gestioni (caratteristica, finanziaria, atipica, straordinaria e tributaria).

Analisi dei risultati

▣ AREA OPERATIVA

▣ Risultato operativo

▣ + area atipica

▣ Risultato corrente

▣ ± area finanziaria

▣ Risultato ordinario

▣ ± area straordinaria

▣ ± area tributaria

▣ Risultato netto

La redditività operativa

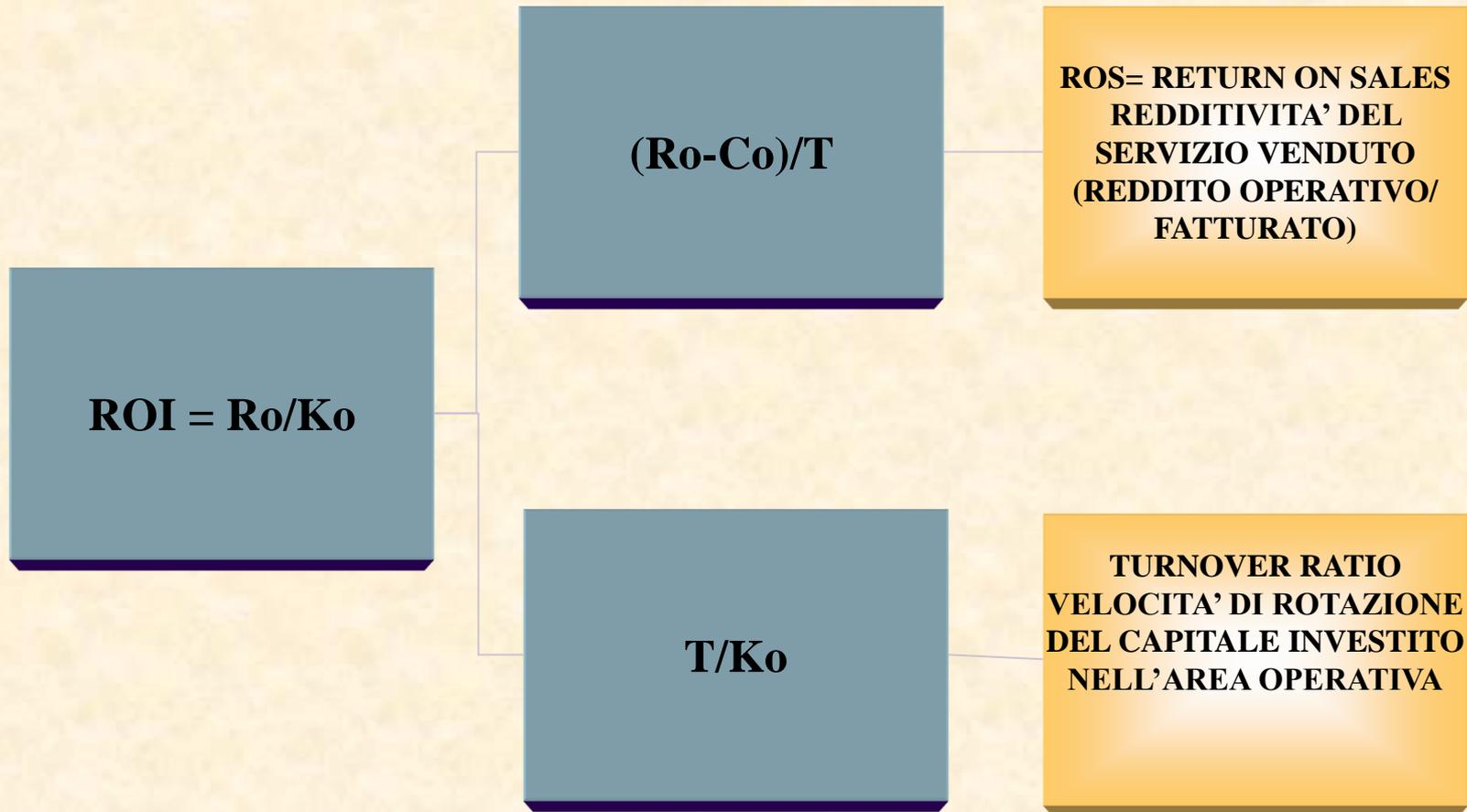
Esprime la redditività del capitale investito nell'area operativa ed è l'attitudine dell'impresa a remunerare in modo congruo gli investimenti utilizzati nella gestione caratteristica, indipendentemente dalla fonte di finanziamento.

E' misurata dal ROI (return on investment): $Ro/Ko = Ro/Vendite * Vendite/Ko$

Misura la capacità della gestione tipica di generare reddito e remunerare il capitale in essa investito (proprio e di terzi). Consente la formulazione di giudizi sull'operato degli organi di governo dell'impresa che utilizzano capitali nella gestione caratteristica, prescindendo dalle fonti di finanziamento utilizzate.



Analisi del ROI



La redditività globale o netta

Misura la redditività del capitale investito nell'impresa dalla proprietà, ossia la remunerazione del capitale di pieno rischio e va confrontato con il rendimento di investimenti alternativi per valutare la convenienza a mantenere risorse investite nell'impresa.

E' rappresentata dal ROE (return on equity)

Dipende da numerosi fattori, infatti:

$$\text{ROE} = \text{Rn/N} = \text{Ro/K} * \text{K/N} * \text{Rn/Ro}$$

Il segno algebrico dipende dal risultato economico (prescindendo da deficit patrimoniale).

Calcolo del ROI e ROE

| Analisi di redditività | 2007 | 2006 | 2005 | 2004 | 2003 | 2002 | 2001 | 2000 |
|---|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Valore della produzione (Turnover) | 2.164.280.000 | 1.929.302.000 | 1.606.098.000 | 1.398.320.000 | 1.249.242.000 | 1.142.934.000 | 1.133.906.000 | 1.102.433.000 |
| Reddito Operativo gestione caratteristica | 104.942.000 | 140.481.000 | 161.375.000 | 93.255.000 | 70.595.000 | 65.559.000 | 87.640.000 | 72.017.000 |
| RN-RO | 39.904.000 | 48.422.000 | 90.049.000 | 58.445.000 | 56.303.000 | 48.020.000 | 51.293.785 | 56.222.000 |
| Reddito Netto | 65.038.000 | 92.059.000 | 71.326.000 | 34.810.000 | 14.292.000 | 17.539.000 | 36.346.215 | 15.795.000 |
| Capitale Proprio (N) | 657.089.000 | 575.366.000 | 427.771.000 | 358.045.000 | 288.364.000 | 320.096.000 | 278.748.000 | 259.005.000 |
| Passività correnti (p) | 697.050.000 | 612.155.000 | 477.865.000 | 425.753.000 | 370.520.000 | 387.322.000 | 378.955.000 | 409.849.000 |
| Passività consolidate (π) | 781.303.000 | 689.919.000 | 570.591.000 | 592.866.000 | 628.286.000 | 632.505.000 | 723.891.000 | 751.066.000 |
| Capitale investito (K) | 2.135.442.000 | 1.877.440.000 | 1.476.227.000 | 1.376.664.000 | 1.287.170.000 | 1.339.923.000 | 1.381.594.000 | 1.419.920.000 |
| ROI (RO/K) | 5% | 7% | 11% | 7% | 5% | 5% | 6% | 5% |
| ROE (RN/N) | 10% | 16% | 17% | 10% | 5% | 5% | 13% | 6% |

Analisi del ROI e ROE

| ROI= R.Op/Val.Prod x Val.Prod/Cap.Inv. (%) | 2007 | 2006 | 2005 | 2004 | 2003 | 2002 | 2001 | 2000 |
|---|------|------|------|------|------|------|------|------|
| RO/PDZ (ROS) | 5% | 7% | 10% | 7% | 6% | 6% | 8% | 7% |
| PDZ/K | 1,01 | 1,03 | 1,09 | 1,02 | 0,97 | 0,85 | 0,82 | 0,78 |
| ROI | 5% | 7% | 11% | 7% | 5% | 5% | 6% | 5% |

| RO/K*K/N*RN/RO | 2007 | 2006 | 2005 | 2004 | 2003 | 2002 | 2001 | 2000 |
|----------------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| RO/Ko | 5% | 7% | 11% | 7% | 5% | 5% | 6% | 5% |
| Ko/N | 3,25 | 3,26 | 3,45 | 3,84 | 4,46 | 4,19 | 4,96 | 5,48 |
| RN/RO | 0,62 | 0,66 | 0,44 | 0,37 | 0,20 | 0,27 | 0,41 | 0,22 |
| ROE | 10% | 16% | 17% | 10% | 5% | 5% | 13% | 6% |

La leva finanziaria

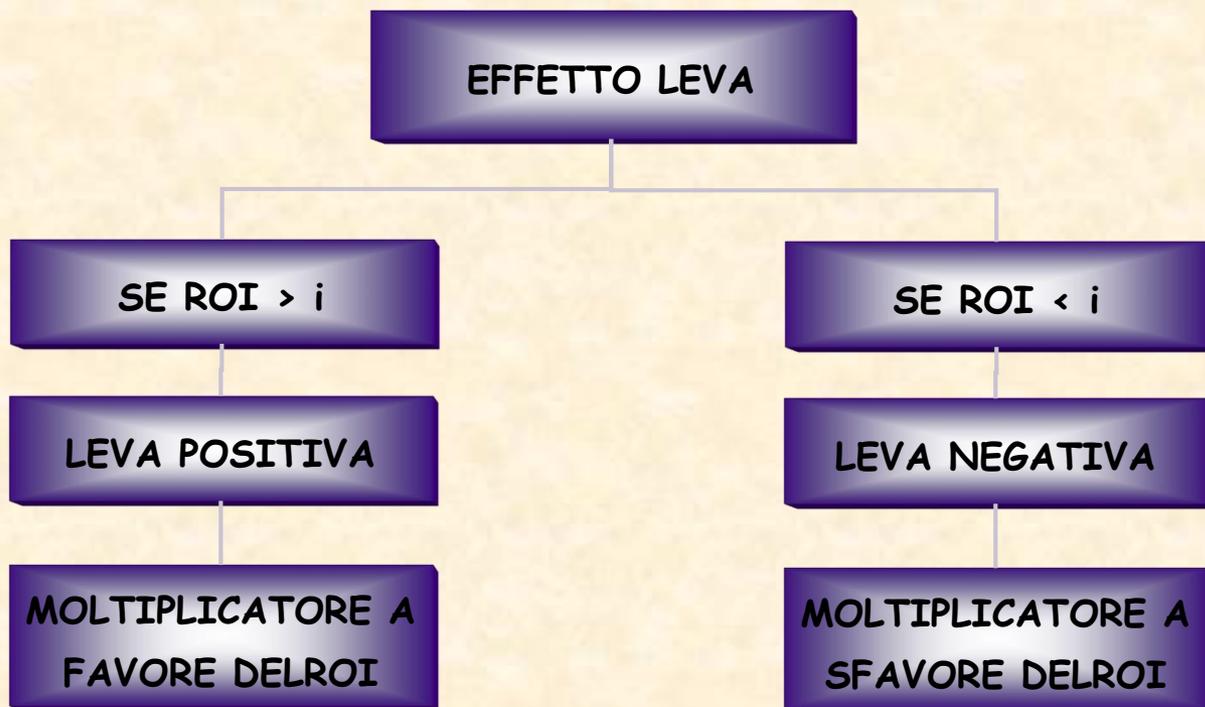
Se l'impresa impiega il capitale ritraendone un rendimento (ROI) superiore al costo finanziario (i) si genera un effetto leva positivo che porta il rendimento del capitale proprio (ROE) al di sopra del capitale investito (ROI), con un divario tanto maggiore quanto più elevato è il grado di indebitamento. Se ($\text{ROI} < i$) si genera un effetto leva negativo che deprime il ROE al di sotto del ROI, il fenomeno è amplificato dalla crescita dell'indebitamento.

Il ROE dipende anche dalla composizione delle fonti di finanziamento: se ($\text{ROI} > i$) è possibile provocare aumenti di ROE semplicemente incrementando il capitale di credito (a parità di tutte le altre condizioni), la formulazione matematica è la seguente:

$$\text{ROE} = [\text{ROI} + (\text{ROI} - i) * (p + \pi) / N] * (1 - t)$$

Effetto leva

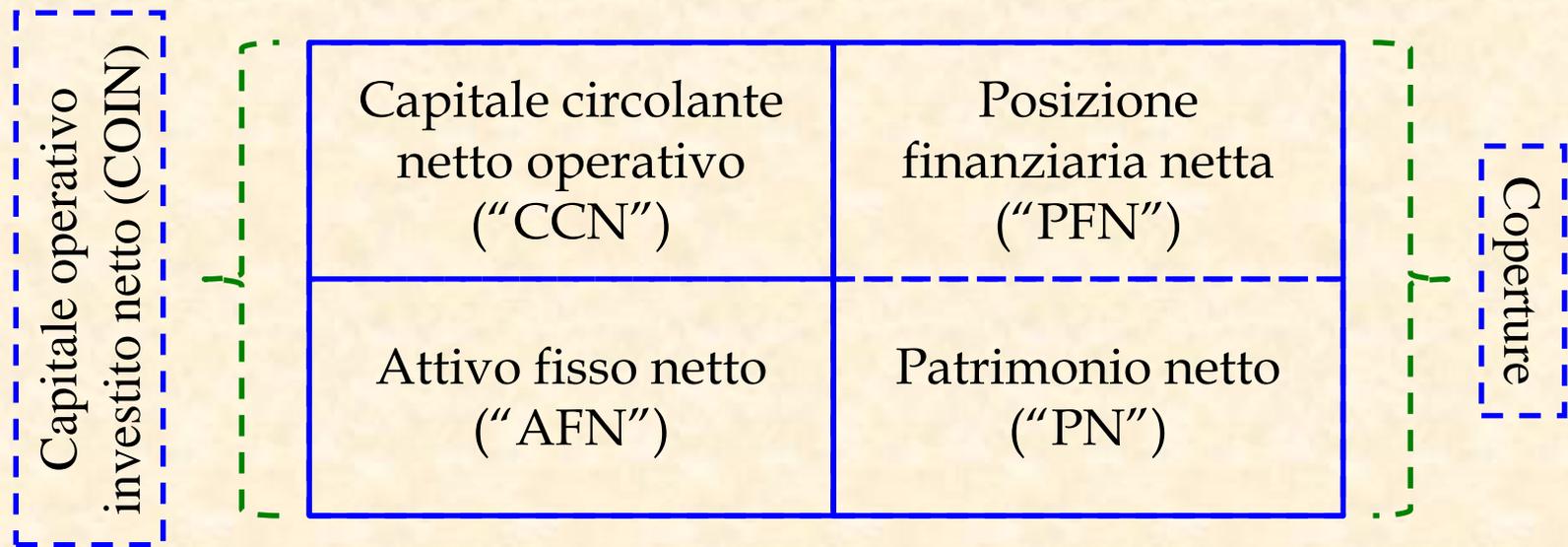
Relazione tra ROE e ROI:



Gli indicatori economico-finanziari nella valutazione d'azienda.

Ai fini delle valutazioni d'azienda è opportuno disporre di prospetti riclassificati di Stato Patrimoniale e di Conto Economico (sia consuntivi sia prospettici).

Lo Stato Patrimoniale è opportuno sia riclassificato secondo il criterio della **pertinenza gestionale**, al fine di assicurare una rigorosa distinzione tra la gestione **operativa** e quella **finanziaria**.



I debiti operativi, in quanto forma di finanziamento "fisiologica" e non onerosa dell'attività operativa, sono portati a riduzione del capitale investito, mentre le attività finanziarie vanno a rettificare l'indebitamento finanziario.

Il Conto Economico è opportuno sia riclassificato a **ricavi e costo del venduto**, al fine di evidenziare il contributo alla formazione del reddito delle diverse aree di gestione aziendali, assicurando la distinzione tra gestione **operativa** e **finanziaria**.

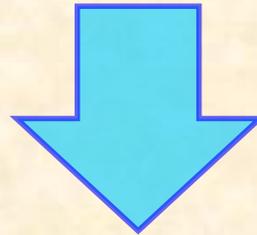
| | | |
|---|------------|---------------------------------|
| Ricavi netti | xxx | } Gestione operativa |
| - Costo del Venduto (CdV) | xxx | |
| <i>Reddito Operativo della Gest. Caratt.</i> | xxx | } Gestione finanziaria |
| ± Proventi netti di gestione accessoria | xxx | |
| <i>Reddito Operativo (Ebit)</i> | xxx | } Gestione straordinaria |
| - Oneri finanziari (OF)* | xxx | |
| <i>Reddito Ordinario (o Risultato lordo di competenza)</i> | xxx | } Gestione tributaria |
| ± Componenti straordinari | xxx | |
| <i>Reddito prima delle Imposte (RAI)</i> | xxx | |
| - Imposte | xxx | |
| <i>Reddito netto</i> | xxx | |

I riclassificati di Stato Patrimoniale e di Conto Economico supportano la determinazione del **Flusso di cassa di gestione operativa**.

| | | |
|--|---|------------|
| <i>Reddito Operativo (Ebit)</i> | | <i>xxx</i> |
| + | Ammortamenti | <i>xxx</i> |
| + | Accant. fondi rischi e oneri | <i>xxx</i> |
| + | Altri comp. negativi non monetari | <i>xxx</i> |
| - | Altri comp. positivi non monetari | <i>xxx</i> |
| <i>Flusso di CCN di gestione operativa corrente</i> | | <i>xxx</i> |
| +/- | Δ crediti commerciali | <i>xxx</i> |
| +/- | Δ rimanenze di magazzino | <i>xxx</i> |
| +/- | Δ debiti commerciali | <i>xxx</i> |
| +/- | Δ altre poste circolanti operative | <i>xxx</i> |
| <i>Flusso di cassa di gestione operativa corrente</i> | | <i>xxx</i> |
| - | Capex | <i>xxx</i> |
| + | Disinvestimenti | <i>xxx</i> |
| <i>Flusso di cassa di gestione operativa al servizio del debito (free cash flow)</i> | | <i>xxx</i> |



I prospetti riportati nelle precedenti *slide* costituiscono schemi “base” di riferimento. Nella realtà professionale, il valutatore può trovarsi di fronte a prospetti che, a livello di struttura, differiscono dallo *standard* “base”.



Nel seguito si propongono alcuni esempi di schemi di Stato Patrimoniale, di Conto Economico e di determinazione del Flusso di Cassa tratti da concrete esperienze professionali.

1. Stato Patrimoniale

| | |
|---|----------------|
| Crediti commerciali | xxx |
| Magazzino | xxx |
| Debiti commerciali | xxx |
| Altre attività/passività operative | xxx |
| Capitale circolante netto | xxx |
| Immobilizzazioni materiali | xxx |
| Immobilizzazioni immateriali | xxx |
| Avviamento | xxx |
| Immobilizzazioni finanziarie | xxx |
| Totale attivo immobilizzato netto | xxx |
| Fondi rischi e oneri | xxx |
| T.F.R. | xxx |
| Capitale investito netto | xxx |
| Capitale sociale | xxx |
| Riserve | xxx |
| Risultato d'esercizio al netto dividendi | xxx |
| Patrimonio netto | xxx |
| Indebitamento a medio-lungo termine | xxx |
| Indebitamento a breve termine (cassa) | xxx |
| Totale indebitamento finanziario | xxx |
| Totale fonti di finanziamento | xxx |

ATTENZIONE

La voce comprende i)
crediti/debiti v/Erario per
imposte; ii) debiti
v/dipendenti; iii) debiti per
investimenti in
immobilizzazioni (v. acquisto
macchinario); ecc.

ATTENZIONE

L'indebitamento a breve è al
netto delle disponibilità liquide
e dei titoli prontamente
liquidabili.

1. Stato Patrimoniale (segue)

| | |
|--|------------|
| Trade Account Receivable | xxx |
| Trade Account Payable | xxx |
| Inventory | xxx |
| Operating Working Capital | xxx |
| Other Account Receivable/Payable | xxx |
| Working Capital | xxx |
| Net Tangible Assets | xxx |
| Net Intangible Assets | xxx |
| Financial Assets | xxx |
| Total Non Current Assets | xxx |
| Staff leaving indemnity | xxx |
| Other Provision | xxx |
| Total Non Current Liabilities | xxx |
| Net Invested Capital | xxx |
| Short Term Financial Position | xxx |
| M/L Term Financial Position | xxx |
| Net Financial Position | xxx |
| Common Stock | xxx |
| Retained Earnings | xxx |
| Result | xxx |
| Equity | xxx |
| Net Financial Position + Equity | xxx |

ATTENZIONE
La voce
comprende
l'avviamento.

2. Conto Economico

| | |
|---------------------------------|------------|
| Ricavi netti | xxx |
| Costo del venduto | xxx |
| Gross margin | xxx |
| Spese di vendita | xxx |
| <i>Marketing</i> | xxx |
| <i>Royalties</i> | xxx |
| Costi generali e amministrativi | xxx |
| Ebitda | xxx |
| Ammortamenti e svalutazioni | xxx |
| Ebit | xxx |
| Oneri finanziari netti | xxx |
| Costi di ristrutturazione | xxx |
| Proventi straordinari | xxx |
| Ebt | xxx |
| Imposte | xxx |
| Risultato netto | xxx |

ATTENZIONE

I costi di ristrutturazione rappresentano un valore di natura straordinaria.

2. Conto Economico (segue)

| | |
|--------------------------------|------------|
| Net Sales | xxx |
| Raw Material | xxx |
| Finished Products | xxx |
| Delta Stocks | xxx |
| Contribution Margin | xxx |
| Industrial Costs | xxx |
| Gross Margin | xxx |
| G&A | xxx |
| Marketing | xxx |
| Labor Costs | xxx |
| Royalties | xxx |
| Other Income&Expenses | xxx |
| Ebitda | xxx |
| Depreciation & Amortization | xxx |
| Ebit | xxx |
| Financial Result | xxx |
| Extraordinary items | xxx |
| Result before taxes | xxx |
| Taxes | xxx |
| Net result | xxx |

ATTENZIONE

La macrovoce relativa al costo del venduto risulta scomposta in singole voci di dettaglio.

ATTENZIONE

Depreciation esprime le svalutazioni e la quota di ammortamento dei beni tangibili; *Amortization* esprime la quota di ammortamento dei valori intangibili, compreso il *goodwill*.



3. Flusso di cassa della gestione operativa

ATTENZIONE
Le imposte sono calcolate a livello di Ebit su base teorica e differiscono pertanto da quelle effettive pagate dall'impresa.

| | |
|---|------------|
| Ebit | xxx |
| Imposte | xxx |
| Ebit netto di imposte | xxx |
| <i>Ammortamenti valutativi</i> | xxx |
| <i>Svalutazioni</i> | xxx |
| <i>Variazione CCN e di altri crediti e debiti operativi</i> | xxx |
| <i>Capex</i> | xxx |
| <i>Variazione fondi (anche T.F.R.)</i> | xxx |
| Flusso di cassa operativo netto di imposte | xxx |

ATTENZIONE
La variazione esprime la differenza tra "valore iniziale" e "valore finale" e, quindi, non esprime un flusso di cassa effettivo.

ATTENZIONE
Lo schema prescinde dal calcolo di taluni risultati intermedi.



3. Flusso di cassa della gestione operativa (segue)

ATTENZIONE

Le imposte sono calcolate su base teorica a livello di Ebitda (e non di Ebit) e non danno conto, erroneamente, della deducibilità fiscale degli ammortamenti.

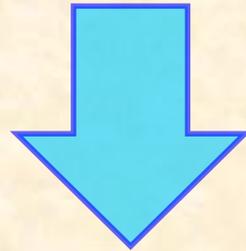
ATTENZIONE

Il flusso di cassa finale è quello disponibile per gli azionisti, utilizzabile solo nelle stime con approccio *equity side*.

| | |
|--------------------------------------|------------|
| Ebitda | xxx |
| Taxation | xxx |
| Δ Net Working Capital | xxx |
| Δ Provisions | xxx |
| Operating Cash Flow | xxx |
| Capital Expenditures | xxx |
| Investments | xxx |
| Free Cash Flow | xxx |
| Net Interests | xxx |
| Net Extraordinary Items | xxx |
| Partners Bonus | xxx |
| New Equity Partner Privileged Return | xxx |
| Goodwill | xxx |
| Δ Shareholders' Funds | xxx |
| Net Cash Flow | xxx |

La ragionevolezza dei Piani

Le valutazioni d'azienda impongono spesso la preventiva verifica della ragionevolezza del piano economico-finanziario utilizzato nella stima.



La ragionevolezza del piano economico-finanziario deve essere ricercata con riguardo al:

- **profilo operativo;**
- **profilo finanziario.**

1. Il profilo operativo

La valutazione della ragionevolezza del piano economico-finanziario sotto il **profilo operativo** impone di riscontrare:

- la **coerenza interna** delle ipotesi formulate a fondamento del piano, verificando che le assunzioni accolte con riguardo alle differenti dimensioni gestionali dell'entità esaminata – organizzativa, strategico-competitiva, economico-finanziaria – risultino tra loro compatibili nella prospettiva della generazione dei flussi previsti;
- la **coerenza storica** delle previsioni formulate nel piano, verificando che i dati prospettici dell'entità analizzata siano contraddittori rispetto ai risultati consuntivi già conseguiti. In particolare, la verifica deve essere condotta con riguardo: *i*) alla coerenza tra **valori** previsionali e storici (Ricavi, Ebitda, Ebit, Capitale Circolante Netto Operativo, ecc.); *ii*) alla coerenza tra **incidenze percentuali** previsionali e storiche (*Ebitda margin*, *Ebit margin*, ecc.); *iii*) alla coerenza tra **tassi di crescita composti** (CAGR) previsionali e storici;

1. Il profilo operativo (segue)

- la **coerenza prospettica** delle previsioni formulate nel piano, verificando che tali previsioni non siano contraddittorie rispetto (ove disponibili) *i*) a dati di scenario macroeconomico, *ii*) a dati di settore nonché *iii*) a qualsiasi altro dato di contesto utile per apprezzare il fondamento delle previsioni effettuate;
- la **verosimile realizzabilità** del piano, verificando che le assunzioni considerate e le conseguenti stime non siano inficiate e rese poco verosimili dalla presenza di rilevanti difficoltà nella prospettiva dell'implementazione delle azioni necessarie o nel conseguimento dei risultati preventivati;
- la **correttezza matematica dei calcoli** e, più in generale, l'**attendibilità** delle previsioni elaborate nel piano, verificando che i dati contenuti in esso forniscano una fedele rappresentazione della sottostante realtà aziendale.

1. Il profilo operativo (segue)

Alcuni esempi tratti da concrete esperienze professionali:

- la **coerenza interna** delle ipotesi formulate a fondamento del piano è stata verificata, tra l'altro, nei termini seguenti: *“i costi variabili commerciali crescono mediamente del 12,4%. La crescita deriva principalmente, da un lato, dall'incremento del 12,5% delle provvigioni corrisposte ai rappresentanti e, dall'altro, dall'incremento del 12,1% dei costi di trasporto. Siffatte dinamiche sono da ricondurre all'espansione commerciale della società sul mercato estero”*;
- la **coerenza storica** delle previsioni formulate nel piano è stata verificata , tra l'altro, mediante la constatazione che *“i costi operativi monetari previsti nei primi sei mesi del 2019 trovano sostanziale conferma nei dati registrati a consuntivo”*.

1. Il profilo operativo (segue)

- la **coerenza prospettica** delle previsioni formulate nel piano è stata verificata, tra l'altro, mediante confronto con “dati di scenario macroeconomico (il tasso atteso di crescita dell'inflazione), dati di settore (i tassi attesi di crescita del settore e dei settori clienti) nonché altri dati di contesto utili per apprezzare il fondamento delle previsioni effettuate”;
- la **verosimile realizzabilità** del piano è stata verificata, tra l'altro, effettuando una “specificata analisi di sensitività”;
- la **correttezza matematica dei calcoli** è stata verificata mediante il controllo (a campione) della correttezza matematica delle formule contenute nei prospetti esaminati.

2. Il profilo finanziario

La valutazione della ragionevolezza del piano economico-finanziario sotto il **profilo finanziario** impone di riscontrare:

- la **congruità degli oneri finanziari** (ovvero dei flussi finanziari associati alla **rimunerazione** dei finanziamenti), quantificati sulla base di definite previsioni in merito all'andamento dei tassi d'interesse, tenuto conto della esistenza di eventuali strumenti finanziari di copertura;
- la **coerenza dei rimborsi delle quote capitale** rispetto alle condizioni contrattuali concordate;
- la **capienza** dei risultati operativi previsti nel piano rispetto alle esigenze imposte dal servizio (rimunerazione e rimborso) del debito.

2. Il profilo finanziario (segue)

Alcuni esempi tratti da concrete esperienze professionali:

- la **congruità degli oneri finanziari** è stata verificata mediante riscontro “i) della coerenza dei tassi Euribor assunti a riferimento nel Piano rispetto alla curva dei tassi previsionali ad oggi “tracciata” dai più autorevoli provider finanziari; ii) della coerenza della misura degli spread accolti nel Piano (espressi in “punti bps”) rispetto a quelli sanciti contrattualmente”;
- la **coerenza dei rimborsi delle quote capitale** rispetto alle condizioni contrattuali concordate è stata verificata mediante controllo delle uscite monetarie per rimborso delle quote capitali, così come indicate nel piano rispetto a quelle riportate nel contratto di finanziamento;
- la **capienza** dei risultati operativi previsti nel piano rispetto alle esigenze imposte dal servizio (rimunerazione e rimborso) del debito è stata verificata mediante l'accertamento che il “piano economico-finanziario integrasse adeguatamente le risultanze del piano operativo con i flussi del piano finanziario originati dal servizio delle linee di finanziamento, con le fonti operative nette sufficientemente capienti rispetto agli impieghi finanziari”.



Criteria e metodi di valutazione di azienda



Criteri del costo

Il metodo patrimoniale semplice considera il valore economico del capitale d'azienda pari al valore del patrimonio netto contabile opportunamente rettificato

In simboli:

$$W=K'$$

W= valore del capitale economico

K'= valore del patrimonio netto rettificato

Il procedimento di calcolo è:

- patrimonio netto contabile alla data di riferimento della valutazione
- rettifiche su elementi patrimoniali (attività o passività)
- effetto fiscale figurativo sulle rettifiche
- patrimonio netto rettificato alla data di riferimento (K')

Il metodo patrimoniale complesso somma al valore del patrimonio netto rettificato il valore dei beni immateriali non contabilizzati, quali:

- ▣ Marchio
- ▣ Avviamento
- ▣ Quota di mercato
- ▣ Raccolta dati
- ▣ Premi
- ▣ Brevetti

- In simboli:

$$W=K'+A$$

W= valore del capitale economico

K'= valore del patrimonio netto rettificato

A= valore complessivo dei componenti immateriali non contabilizzati

I **criteri economico-finanziari** si basano sull'ipotesi che il valore di un bene sia pari al valore attuale dei benefici futuri ottenibili dal suo utilizzo.

Tali criteri sono solitamente applicati mediante l'utilizzo di:

▣ Metodi reddituali

L'elemento fondamentale delle valutazioni effettuate con i metodi reddituali è la capacità dell'azienda di generare risultati economici positivi. In particolare, il valore di un'azienda è il risultato della somma algebrica del valore attuale dei redditi futuri. Il tasso utilizzato ai fini dell'attualizzazione del reddito è di norma, basato sul tasso di rendimento del capitale di rischio.

▣ Metodi finanziari

Tali metodi si fondano sulla capacità dell'azienda di produrre flussi di cassa positivi. In particolare, il valore di un'azienda è il risultato della somma algebrica del valore attuale dei flussi di cassa che la stessa sarà in grado di generare in futuro. Il tasso di attualizzazione utilizzato per scontare al valore attuale i flussi di cassa attesi in futuro può essere il tasso di rendimento del capitale di rischio, ovvero il costo medio ponderato del capitale, a seconda della configurazione di flusso di cassa considerato.

Metodo reddituale levered

(si considera il livello di indebitamento aziendale)

Metodo reddituale a capitalizzazione illimitata

Si ipotizza che l'azienda sia in grado di generare un certo livello di benefici economici per un periodo di tempo illimitato.

In simboli:

$$W = R/i$$

W= valore del capitale economico

R= reddito normalizzato

i= tasso di capitalizzazione

Metodo reddituale levered

(si considera il livello di indebitamento aziendale)

Metodo reddituale a capitalizzazione limitata

Si ipotizza che l'azienda sia in grado di generare un certo risultato economico positivo per un periodo di tempo limitato.

In simboli:

$$W = a_{ni} * R$$

W= valore del capitale economico

R= reddito normalizzato

a_{ni} funzione di attualizzazione di una rendita posticipata, il sovrareddito o sottoreddito ($R - ik'$), avente durata di n anni al tasso i'

i = tasso di attualizzazione

a = annuity factor

n = numero di anni per cui è ipotizzato che l'azienda produca redditi



Reddito normalizzato

Si tratta di un reddito:

- ▣ Netto, cioè al netto delle imposte;
- ▣ Normale, vale a dire depurato delle componenti straordinarie;
- ▣ Medio, ossia deve essere rappresentativo dei risultati dell'intero arco temporale considerato.

Tasso capitalizzazione/attualizzazione

È fondamentale che il tasso sia coerente con la grandezza (reddito) da capitalizzare/attualizzare

È il tasso di rendimento normale atteso da un investitore che consideri l'investimento in capitale di rischio nel settore in cui l'azienda opera

Solitamente tale tasso non deve includere i fattori specifici di rischio dell'azienda da valutare

Il tasso dovrebbe essere in ogni caso coerente con il leverage finanziario dell'azienda da valutare

Metodo reddituale unlevered

(non considera il livello di indebitamento aziendale)

È un metodo reddituale dove il reddito di partenza è il NOPLAT

Il tasso di capitalizzazione è il costo medio ponderato del capitale investito (WACC)

L'enterprise value ottenuto deve essere ridotto dell'ammontare dei debiti onerosi alla data di riferimento

Viene ottenuto l'Equity Value

NOPLAT (Net Operating Profit Less Adjusted Taxes), è il reddito operativo prima degli interessi e dopo le imposte "normalizzate"

W.A.C.C. (Weighted Average Cost of Capital) costo medio del capitale investito netto

Metodo dell'Unlevered Discounted Cash Flow

Il metodo UDCF, si basa sul presupposto che il valore del patrimonio netto di un'azienda ad una certa data sia rappresentato dalla somma algebrica di:

- ▣ Valore operativo, pari al valore attuale dei flussi di cassa prodotti dalla gestione operativa dell'azienda
- ▣ Valore delle attività accessorie non strumentali alla data di riferimento (surplus assets)
- ▣ Consistenza dei debiti onerosi netti alla data di riferimento

A causa della difficoltà pratica di determinare i flussi di cassa prodotti dalla gestione operativa lungo tutta la vita dell'azienda, la dottrina e la prassi prevalente suggeriscono inoltre di calcolare il valore operativo come somma di:

- ▣ Valore attuale dei flussi di cassa prodotti dalla gestione operativa dell'azienda in un arco di tempo definito
- ▣ Valore attuale delle attività operative dell'azienda al termine del periodo di proiezione esplicita

Metodo dell'Unlevered Discounted Cash Flow

Valore
Flussi Espliciti

Valore
residuo

Valore Operativo

Valore
Surplus Assets

Valore Totale

Valore
Debiti Onerosi

Valore del Capitale

Gli steps del processo valutativo MUDCF

- Definizione dell'orizzonte temporale di previsione esplicita;
- Previsione dei flussi di cassa (FCFs) disponibili per il periodo di proiezione esplicita;
- Stima del costo medio ponderato del capitale (WACC);
- Stima del valore residuo;
- Attualizzazione dei FCFs e del valore residuo alla data di riferimento della valutazione;
- Calcolo del valore dei Surplus assets (attività residue);
- Calcolo del valore dei debiti onerosi (*interest bearing liabilities*)

Flussi – Tassi – Surplus assets – Debiti onerosi – ecc.
I flussi generati debbono essere quadrati
con le fonti di finanziamento

Definizione orizzonte temporale

Periodo di proiezione esplicita

Il periodo n da considerare ai fini del calcolo dei flussi di previsione esplicita deve essere esteso fino a quando la società raggiunge una posizione di equilibrio sul mercato, vale a dire:

- Produce margini costanti, mantiene un tasso di rotazione del capitale investito costante e, pertanto, genera un tasso di rendimento sul capitale investito costante;
- Cresce a tassi costanti e reinveste nell'attività operativa la stessa proporzione dei flussi lordi generati annualmente;
- L'azienda ottiene un tasso di rendimento costante su tutti i nuovi investimenti.



Accertamento della sostenibilità del ROCE e del ROIC

$$\underline{ROCE = NOPLAT / Invested\ capital}$$

$$\underline{ROIC = \Delta NOPLAT / Capital\ investments}$$

ROCE > WACC

ROCE = WACC

ROCE < WACC

vantaggio competitivo

concorrenza perfetta

distruzione di valore

NOPLAT (Net Operating Profit Less Adjusted Taxes), è il reddito operativo prima degli interessi e dopo le imposte normalizzate

$$(ROCE - WACC) \times Invested\ capital = EVA$$

e

$$\text{Market value of inv'd capital} - \text{inv'd capital} = MVA$$

EVA = valore aggiunto economico, misura la creazione di valore.

MVA = valore aggiunto di mercato

Stima dei Free Cash Flows

Reddito operativo (EBIT)

less: imposte sul reddito operativo

= NOPLAT

add: ammortamenti

add/less: altre partite non monetarie

= Flusso di circolante della gestione corrente

add/less: investimenti e disinvestimenti in capitale circolante*

= Flusso di cassa della gestione corrente

less: esborso per investimenti strumentali

= Unlevered free cash flow (FCFs)

Stima del WACC

- Il Weighted Average Cost of Capital è il tasso al quale scontare i FCFs operativi e riflette il rischio aziendale e la capacità tendenziale di indebitamento dell'azienda oggetto di valutazione.
- Il WACC è il costo medio delle varie fonti di finanziamento.

$$WACC = W_e * i_e + W_d * i_d * (1 - t_c)$$

w_e = peso attribuito al capitale proprio

i_e = costo del capitale proprio

w_d = peso attribuito al capitale di debito

i_d = costo pre-tax del capitale di debito

t_c = aliquota fiscale media della società

Costo dell'equity

Al soggetto che investe piace il rendimento atteso, ma non piace il rischio. Possiamo quindi calcolare il rendimento atteso:

$$I_e = \text{Risk free rate of return } (r_f) + \text{Risk premium } (s)$$

(rendimento atteso rischio minimo) + (premio rischio)

Poiché il rendimento atteso può essere diverso da quello effettivo, il rendimento effettivo non può essere utilizzato per stimare il rendimento atteso



Per la stima del costo dell'equity, è necessario disporre di un modello che descriva le aspettative di rendimento degli investitori

Modelli di stima

- Capital Asset Pricing Model (CAPM)
 - è il più usato;
 - in alcuni casi può non essere applicabile.
- Arbitrage Pricing Model (APM)
 - raramente utilizzato;
 - riferimento teorico quando si procede ad una stima qualitativa.
- Gordon Model
 - sovente utilizzato come benchmark (indice);
 - pone talvolta delle difficoltà applicative.
- Altri metodi

CAPM

□ CAPM (Bill Sharpe)

- E' l'equazione che descrive il trade-off (relazione) tra il tasso atteso di rendimento (expected return) e il rischio non diversificabile (systematic risk)

$$i_e = r_s = r_f + \text{Beta} (r_m - r_f)$$

| | |
|---------------|---|
| I_e | tasso di rendimento normale |
| R_f | risk free rate |
| $(r_m - r_f)$ | premio per il rischio mercato (in Italia tra il 4 ed il 6%) |
| Beta | coefficiente beta del settore in cui l'azienda opera. Misura il rischio non diversificabile dell'investimento in equity, relativamente al portafoglio di mercato. Per definizione il rischio di mercato è pari a 1. |

Risk free rate (rendimento rischio minimo)

È il tasso di rendimento effettivo lordo dei titoli di stato a medio lungo termine.

La trasformazione tra tasso reale e tasso nominale dovrebbe essere fatta sulla base della seguente formula:

$$\text{Tasso reale} = (1 + \text{tasso nominale}) / (1 + \text{tasso atteso di inflazione})$$

È necessario mantenere la coerenza tra:

- tasso atteso di inflazione utilizzato per la determinazione del tasso e
- tasso atteso di inflazione incorporato nel reddito normalizzato

Coefficiente beta

Nel capital asset pricing model indica l'esposizione di uno strumento finanziario al rischio sistematico, cioè quello che non è eliminabile tramite la semplice diversificazione.

- ▣ Se Beta è pari a 1, la variabilità del rendimento dello strumento finanziario ha uguale intensità e direzione rispetto a quella del mercato.
- ▣ Se Beta è maggiore di 1, ci si attende una variabilità superiore a quella del mercato.
- ▣ Se Beta è compreso tra 0 e 1, lo strumento finanziario tende a muoversi nella stessa direzione del mercato, ma con una intensità inferiore.
- ▣ Se Beta è pari a 0, lo strumento è totalmente decorrelato dal rendimento di mercato.
- ▣ Se Beta è negativo, lo strumento finanziario tende a muoversi in direzione opposta rispetto al mercato, con una intensità sempre più vicina a quella di quest'ultimo, man mano che il coefficiente si avvicina a -1.

Arbitrage pricing model (APM)

L'APM può essere pensato come un modello multifattoriale analogo al CAPM.

Il CAPM spiega il rendimento atteso da un asset in funzione dell'indice di mercato, mentre l'APM spiega il rendimento atteso come funzione di più elementi quali, ad esempio:

- indice della produzione industriale;
- tassi d'interesse a breve termine reali;
- inflazione a breve-medio-lungo termine;
- rischio di fallimento.

➤ I **criteri misti** si fondano sull'ipotesi che il valore di un bene dipenda da:

- Costo di sostituzione;

- Capacità del bene di produrre adeguati benefici economici futuri.

➤ I criteri misti sono di norma applicati mediante l'utilizzo di metodi misti patrimoniali reddituali, quali:

- Metodo misto (patrimoniale/reddituale)

- il valore di un'azienda è determinato sulla base di una valutazione analitica di tutte le attività debitamente diminuite di tutte le passività, rettificata per tenere conto dei redditi generabili dal complesso aziendale

- Metodo del valore medio

- il valore del capitale economico di un'azienda è la media aritmetica del capitale netto rettificato (k) e del valore di capitalizzazione del reddito atteso con la formula della rendita perpetua

- Solitamente i criteri misti vengono applicati a società capital intensive.

Metodo misto (reddituale/patrimoniale)

È il metodo più razionale, in quanto presuppone che il valore di un'azienda sia pari al valore del patrimonio netto a prezzi correnti, ulteriormente rettificato per tenere conto dell'effettiva capacità dell'azienda di remunerare adeguatamente il capitale investito

$$W = K' + \frac{a_{ni}}{i} (R - i K') + SA \quad \text{AVVIAMENTO}$$

W valore corrente teorico dell'azienda che si vuole valutare

K' valore del patrimonio strumentale. È pari al pat. netto rettificato K, al netto del valore dei beni non strumentali SA

R reddito normalizzato

SA valore dei beni non strumentali (surplus assets)

a_{ni} funzione di attualizzazione di una rendita posticipata, il sovrareddito o sottoreddito $(R - iK')$, avente durata di n anni al tasso i'

i tasso di rendimento del capitale di rischio investito, giudicato normale per il settore di appartenenza

i' tasso finanziario di attualizzazione del sovrareddito o sottoreddito

i **Criteri di mercato** si basano sull'ipotesi che il valore di un bene sia determinabile con riferimento al prezzo fatto in scambi di beni simili avvenuti nel recente passato.

Tali criteri sono generalmente applicati mediante l'utilizzo delle seguenti metodologie:

- Metodi di borsa: consistono nel riconoscere all'azienda un valore pari a quello attribuitole dal mercato borsistico, a prescindere dagli effettivi valori patrimoniali e reddituali;
- Metodo delle transazioni comparabili: consistono nel riconoscere all'azienda un valore pari ai prezzi fatti in transazioni recenti fuori mercato, aventi per oggetto aziende simili;
- Metodi dei multipli di borsa: sono utilizzati anche per la valutazione d'azienda con titoli non quotati su mercati regolamentati.
- Metodi empirici: i metodi empirici si basano su grandezze che mutano di caso in caso e che possono individuarsi per esempio nel fatturato o nel numero di unità produttive