

# Contabilità esterna: analisi di bilancio

## Concetti fondamentali

### Obiettivi dell'analisi di bilancio

- Consiste in una serie di elaborazioni dei prospetti di bilancio, inteso come fonte di fatti e di notizie sulla struttura e sulla situazione economica e finanziaria dell'impresa, al fine di ricavarne degli indicatori numerici sulle performance dell'impresa
- Si concretizza in confronti tra voci riportate nel bilancio (prese in larga parte da SP e CE), che danno origine a indici, tipicamente calcolati in forma di rapporti

Tramite il calcolo e l'analisi degli indici permette di estrarre informazioni

### Sintetiche

Es: sulle capacità reddituali dell'impresa, sulla corrispondenza tra attività dell'impresa e fonti finanziarie

### Comparabili

Es: per imprese diverse nello stesso esercizio, per esercizi diversi della stessa impresa

### Obiettivi dell'analisi di bilancio

Gli indici di bilancio permettono ad osservatori esterni di valutare le capacità di un'impresa di:



Generare reddito per i finanziatori (utile)

#### Indici reddituali



Far fronte agli impegni finanziari di breve periodo (in termini quindi di cassa)

#### Indici di liquidità



Sopravvivenza nel lungo periodo (si focalizza sui debiti)

#### Indici di solidità patrimoniale

E di comparare un'impresa:



Con se stessa, nel tempo:  
**Evoluzione nel tempo**



Con altre imprese:  
**Benchmarking**

## Indici

<b>Complessiva</b>	<b>Indici di redditività</b>	
	<b>Operativa</b>	<b>Finanziaria</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Return on Equity (ROE)</li> <li>• Margine di profitto netto (NPM)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Return on Assets (ROA)</li> <li>• Return on Sales (ROS)</li> <li>• Rotazione Attivo (RA)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Costo medio capitale di terzi (ROD o r)</li> </ul>
Rapporto Corrente (RC)	<b>Indici di liquidità</b>	
Test Acido (TA)	Indice di rotazione dei CC (RC)	Indice di rotazione delle rimanenze (RR)
	Indice di rotazione dei DC (RD)	
<b>Indici di solidità patrimoniale</b>		
Leva finanziaria (D/E)		

## INDICI DI REDDITIVITÀ

### Return on Equity (ROE)

$$ROE = \frac{\text{Utile Netto}}{\text{Patrimonio Netto (Equity)}} [\%]$$

Indicatore della profittabilità complessiva dell'impresa, risultante dall'insieme di:

- Gestione operativa (attività core dell'impresa),
- Gestione finanziaria (liquidità),
- Gestione fiscale,
- Gestione delle attività straordinarie destinate alla cessazione."

**Rappresenta la remunerazione percentuale del capitale conferito dagli azionisti (capitale proprio): quanto sono in grado di generare utile per i miei azionisti.**

### ESEMPIO

Supponiamo che il ROE di un'impresa negli ultimi 3 anni abbia avuto il seguente andamento:

2020	2021	2022
65,7%	59,9%	55,2%

Si rileva un trend negativo della profittabilità dell'impresa: per comprendere le ragioni di tale andamento è necessario individuare in che modo la **gestione operativa, finanziaria, fiscale e straordinaria dell'impresa hanno contribuito.**



Per esprimere un giudizio, il ROE deve essere confrontato con un termine di riferimento (un benchmark):

- Il ROE dell'esercizio precedente,
- Il ROE delle altre imprese del settore (benchmarking),
- Uno standard soggettivo di valutazione: ROE atteso."

### Payout ratio

$$\text{Payout Ratio} = \frac{\text{Dividendi}}{\text{Utile Netto}_{t-1}} [\%]$$

Rappresenta la percentuale di utile che viene distribuita agli azionisti sotto forma di **dividendi** (*cash out*). È il vero **valore del ricompensare** che gli azionisti ottengono per aver accettato il rischio dell'investimento.

- Se il valore è basso significa che l'azienda trattiene gran parte degli utili per reinvestirli in se stessa (autofinanziamento), tipico delle aziende che si trovano in mercati con alti tassi di crescita.
- Se il valore è alto significa che l'azienda distribuisce la maggior parte degli utili agli azionisti → tipico delle aziende operanti in settori considerati "maturi".



Il *payout ratio* si calcola utilizzando l'utile netto dell'esercizio precedente, in quanto i dividendi pagati durante un anno sono la distribuzione dell'utile ottenuto l'anno prima

### **Net Profit Margin (NPM)**

$$NPM = \frac{\text{Utile Netto}}{\text{Fatturato}} [\%]$$

- Permette di capire quanto di ogni dollaro di fatturato si trasforma in utile.
- Permette agli investitori di comprendere se la gestione complessiva dell'impresa sta generando abbastanza utile dalle sue vendite e quindi se i costi operativi e di periodo siano sotto controllo.



Il fatturato preso in considerazione è quello derivante solo dal core business dell'impresa, non si considerano i ricavi straordinari

### **Return on Assets (ROA)**

$$ROA = \frac{EBIT}{\text{Tot. Attivo}} [\%]$$

Indicatore della redditività delle attività, utile non solo per gli azionisti ma per tutti coloro che hanno finanziato l'impresa. È una prima misura di efficienza nell'utilizzo delle attività totali ed è quindi usato anche internamente per valutare l'operato dei manager.



L'EBIT cattura il valore generato dal core business dell'impresa, ovvero dalla sola trasformazione di input in output, senza considerare le attività finanziarie.

**Return on Sales (ROS) o EBIT Margin**

$$ROS = \frac{EBIT}{\text{Valore della produzione}} [\%]$$

**Valore della produzione** = ricavi e altri proventi operativi + variazione delle scorte di prodotti finiti.

- Esprime la redditività operativa per ogni unità di prodotto **realizzato**.
- È la percentuale del valore dell'output che non viene consumata dalla **remunerazione dei fattori produttivi** (materie prime, lavoro, capitale immobilizzato).

Si può anche calcolare l'EBITDA, che permette di escludere l'impatto dei costi non cash

$$EBITDA \text{ Margin} = \frac{EBITDA}{\text{Valore della produzione}} [\%]$$

**Asset Turnover Ratio (ATR) o Rotazione Attivo (RA)**

$$ATR = \frac{\text{Valore della Produzione}}{\text{Tot. Attivo}} [\%]$$

- Permette di misurare la capacità dell'impresa di utilizzare i suoi asset per realizzare delle vendite e quindi il fatturato.
- Permette di distinguere imprese che necessitano di poche o molte risorse per lavorare.

**Scomposizione del ROA**

$$ROA = \frac{EBIT}{\text{Tot. Attivo}}$$

$$= \underbrace{\frac{EBIT}{\text{Valore della Produzione}}}_{\text{EBIT Margin}} * \underbrace{\frac{\text{Valore della Produzione}}{\text{Tot. Attivo}}}_{\text{Asset Turnover Ratio}}$$

Spesso il ROA viene scelto perché è possibile, con una semplice scomposizione, osservare la correlazione tra ROA, EBIT Margin e Asset Turnover Ratio

## **Return on Debt (ROD or) o Costo del Debito**

$$ROD = r = \frac{\text{Oneri Finanziari}}{\text{Debiti Finanziari}}$$

- Rappresenta il costo medio del capitale a debito.
- Indica l'interesse percentuale medio che l'impresa paga per i propri capitali presi in prestito da fonti di finanziamento esterne.

## **INDICI DI LIQUIDITÀ**

### **Current Ratio (CR) o Rapporti corrente**

$$CR = \frac{\text{Attività Correnti}}{\text{Passività Correnti}}$$

- Indica se vi è copertura del fabbisogno di liquidità nel breve termine tramite le attività correnti. Ovvero, se l'impresa potrà pagare i debiti esigibili (da liquidare) entro 12 mesi.
- È desiderabile avere un Rapporto Corrente RC > 1.
- Non è espresso in percentuale.



Se il Rapporto Corrente è significativamente alto (CR >>1), significa che troppe risorse sono lasciate liquide; se fossero investite a lungo termine, probabilmente si otterrebbe un reddito superiore.

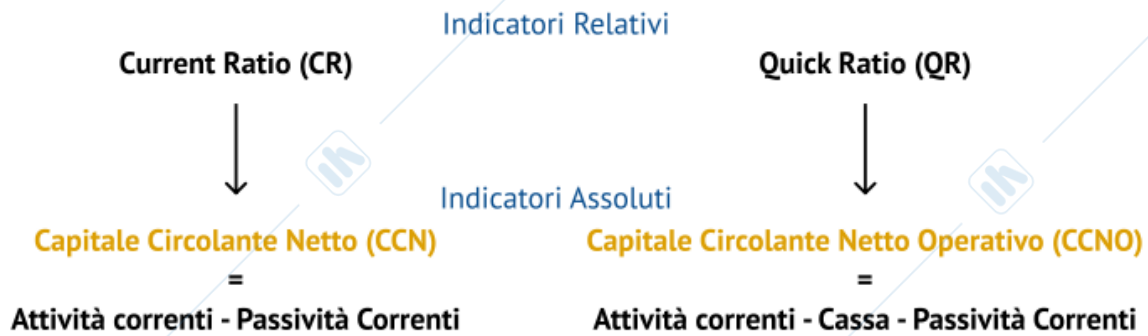
### **Quick Ratio (CR) Test Acido**

$$QR = \frac{\text{Attività Correnti} - \text{Rimanenze}}{\text{Passività Correnti}}$$

- Misura più prudente del CN
- Rimanenze: tra le risorse correnti sono le meno facilmente liquidabili.
  - Probabilmente si trasformano in prodotti finiti
  - Il loro valore di mercato è incerto (soprattutto per i semilavorati).
- È desiderabile avere un TA > 1
- Può essere anche < 1, il che significa che si potrebbero vendere le rimanenze per pagare i debiti da liquidare.
- Non è in percentuale

## Indicatori assoluti

Al posto di Current ratio e Quick ratio si possono anche utilizzare degli indicatori di liquidità assoluti



Questi indicatori permettono di osservare l'effettivo valore della liquidità in eccesso/ difetto, si misura in euro o dollari

## Indici di rotazione

L'indice di rotazione dei crediti commerciali (RC) (Inglese: Days Sales Outstanding, DSO) rappresenta il numero medio di giorni di **attesa prima che le nostre fatture vengano pagate**

$$DSO = \frac{\text{Crediti Commerciali}}{\text{Fatturato}} * 365 \text{ [Giorni]}$$

L'indice di rotazione dei debiti commerciali (RD) (Inglese: Days Payable Outstanding, DPO) rappresenta il numero medio di **giorni dopo i quali noi paghiamo le fatture ricevute**

$$DPO = \frac{\text{Debiti Commerciali}}{\text{Costo del Venduto}} * 365 \text{ [Giorni]}$$

L'indice di rotazione delle scorte (RR) (Inglese: Days Inventory Outstanding, DIO) misura **il numero medio di giorni di permanenza delle scorte a magazzino**

$$DIO = \frac{\text{Rimanenze}}{\text{Costo del Venduto}} * 365 \text{ [Giorni]}$$



Costo del venduto = costo della produzione - incremento delle scorte di materie prime

## Ciclo di Conversione di Cassa (CCC)

Il CCC può essere:

- **CCC > 0**: Significa che dopo aver pagato i fornitori ci sono dei giorni in cui l'impresa resta "scoperta" sul piano della liquidità.

- **CCC < 0**: È una situazione ottimale, in quanto l'impresa riceve i soldi dai clienti prima di pagare i fornitori. In questa situazione si è meno esposti al rischio in quanto si stanno "pagando i fornitori con i soldi dei clienti"

## INDICI DI SOLIDITÀ PATRIMONIALE

### Leva Finanziaria o Debt to Equity Ratio

$$\text{Leva Finanziaria} = \frac{\text{Debito (o Passività)}}{\text{Patrimonio Netto}}$$

- Indica quanto gli azionisti vanno a indebitarsi (debito), quindi indica il livello di indebitamento dell'impresa
- Evidenzia la proporzione tra le due possibili fonti di finanziamento dell'impresa
- Imprese troppo indebitate rischiano l'insolvenza.



Alcune imprese considerano come "debito" solo quello finanziario (su cui si pagano gli interessi) oltre il totale delle passività (Totale attivo - Patrimonio Netto)

### La leva finanziaria

#### Tax Rate (t)

$$\text{Tax Rate} = t = \frac{\text{Tasse}}{\text{Utile Lordo (EBT)}} = 1 - \frac{\text{Utile Netto}}{\text{Utile Lordo}} [\%]$$

- Indica l'impatto delle imposte sul profitto generato dall'impresa.
- Permette di ricevere il valore delle imposte direttamente dal Conto Economico.
- $1-t$  è la quantità di Utile Lordo che si trasforma in Utile Netto

### ROE e Leva Finanziaria

Sotto un'ipotesi semplificativa:

- Non ci sono utili da attività straordinarie destinate alla cessazione.
- Non ci sono proventi finanziari (consideriamo solo oneri finanziari).

Si può dimostrare che:

$$\text{ROE} = (1 - t) * \left[ \text{ROA} + \frac{D}{E} * (\text{ROA} - r) \right]$$

**Dimostrazione**

1. Partiamo dalla formula del ROE:

$$ROE = \frac{\text{Utile Netto}}{\text{Patrimonio Netto (Equity)}} [\%]$$

2. Scomponiamo il rapporto, poi moltiplichiamo e dividiamo per l'Utile Lordo (EBT)

$$ROE = \frac{\text{Utile Netto}}{\text{EBT}} * \frac{\text{EBT}}{\text{Equity}}$$

3. Utile Netto/EBT è la **percentuale di EBT non erosa dalle tasse**, inoltre possiamo considerare l'**EBT come: EBIT - Interessi (I)**

$$ROE = (1 - t) * \frac{1}{\text{Equity}} * (\text{EBIT} - I)$$

4. Moltiplichiamo e dividiamo per termini uguali EBIT e Interessi

$$ROE = (1 - t) * \frac{1}{\text{Equity}} * \left( \text{EBIT} * \left( \frac{\text{Tot. Attivo}}{\text{Tot. Attivo}} \right) - I * \left( \frac{D}{D} \right) \right)$$

5. Riconosciamo le formule del **ROA** e del **Costo del Debito (r o ROD)**

$$ROE = (1 - t) * \frac{1}{\text{Equity}} * \left( \text{EBIT} * \left( \frac{\text{Tot. Attivo}}{\text{Tot. Attivo}} \right) - I * \left( \frac{D}{D} \right) \right)$$



$$ROE = (1 - t) * \frac{1}{\text{Equity}} * (\text{ROA (Tot. Attivo)} - r * D)$$

6. L'identità fondamentale di bilancio dice che Tot. Attivo = Tot. Passivo = E + D

$$ROE = (1 - t) * \frac{1}{\text{Equity}} * (\text{ROA (E + D)} - r * D)$$



$$ROE = (1 - t) * \frac{1}{\text{Equity}} * (\text{ROA} * E + \text{ROA} * D - r * D)$$

7. Nella parentesi, raccogliamo D e semplifichiamo E

$$ROE = (1 - t) * \left[ \text{ROA} + \frac{D}{E} * (\text{ROA} - r) \right]$$

## Impatti sul ROE

Il ROE aumenta se l'impresa produce in modo efficiente

$$ROE = (1 - t) * [ROA + \frac{D}{E} * (ROA - r)]$$

Il ROE aumenta se l'impresa paga meno tasse

Il ROE aumenta se l'impresa crea più valore di quanto ne deve cedere per ripagare i debiti

## Perché "Leva" finanziaria

$$ROE = (1 - t) * [ROA + \frac{D}{E} * (ROA - r)]$$

Il Debt on Equity Ratio viene chiamato leva finanziaria perché:

Se l'impresa è in grado di produrre **più valore di quanto ne deve cedere per ripagare i debiti**, stiamo moltiplicando il valore **per gli azionisti** (che è legato al Patrimonio netto), poiché l'impresa è finanziata tramite **debito e non tramite equity**.



Se  $(ROA - r) < 0$ : Avere una leva finanziaria maggiore di 1 porta ad una maggiore perdita di valore per gli azionisti



Essere eccessivamente indebitati espone notevolmente l'impresa al rischio di default (fallimento).

## **Disciplina della leva finanziaria:**

### ❖ **Introduzione:**

#### **Information Asymmetry o Asimmetrie informative**

Sono quelle imprese le cui proprietà e controllo sono detenuti da soggetti diversi.

- La **proprietà** è detenuta dagli azionisti (Ownership).
- Il **controllo** è detenuto da un manager assunto dagli owner per gestire l'impresa.

Owner e Manager hanno **obiettivi differenti, ma non divergenti:**

- I manager sono interessati a mantenere il loro posto di lavoro, e ai loro benefici personali (es. compensi e status).
- Gli Owner sono interessati alla crescita dell'impresa, alle quote di mercato e ai profitti.

Inoltre gli Owner sono **indifferenti al rischio** (rischio neutrale), in quanto spesso hanno quote in diverse aziende, mentre i manager sono **avversi al rischio** (rischio avverso), poiché decisioni e investimenti non redditizi potrebbero far loro perdere il loro lavoro.

### ❖ **Problema:**

#### **Information Asymmetry o Asimmetrie informative**

I Manager sono meglio informati degli owner riguardo a ciò che succede nell'impresa, inoltre gli owner **non possono controllare** al 100% ciò che i manager fanno.

#### **Moral Hazard e Opportunistic behavior**

I Manager possono sfruttare questa situazione per **massimizzare i loro interessi personali anziché gli interessi dell'impresa**

**Una possibilità per far fronte a questo problema è agire sulla Capital Structure (Struttura del Capitale) dell'impresa**

### ❖ **In azione**

#### **Disciplina della leva finanziaria:**

In base al **rapporto tra Debito e Equity** si può incentivare in maniera più o meno significativa l'interesse dei manager ad agire in contrasto con gli interessi dell'impresa.

- **Equity: riduce** l'interesse dei manager ad agire nell'interesse dell'impresa, in quanto sono soldi degli owner che non hanno bisogno di essere restituiti.

- **Debito: incentiva** l'interesse dei manager ad agire nell'interesse dell'impresa, in quanto sono soldi che devono essere restituiti. Non riuscire a ripagare i debiti porterà l'impresa al fallimento e i manager a perdere il loro lavoro.

XES Se un'impresa è finanziata al 70% da debito e al 30% da equity:

- Per ogni euro investito, i manager devono cercare di avere un rendimento di almeno 70 centesimi. Oppure, ogni euro utilizzato in maniera impropria costa ai manager 70 centesimi.

#### ❖ **Conclusione**

**Se la Leva Finanziaria (D/E) aumenta, aumenta anche l'incentivo dei manager ad agire nell'interesse dell'impresa**



Il Debito può spingere i manager a rinunciare a investimenti più rischiosi, ma che sul lungo periodo possono portare a maggiori profitti, in favore di investimenti meno rischiosi, in quanto possono temere di perdere il lavoro per fallimento

## **PRO E CONTRO DELL'UTILIZZO DEGLI INDICI**

<b>Pro</b>	<b>Contro</b>
<b>Completezza:</b> Si considerano tutte le aree di redditività dell'impresa e le possibili fonti di costo	<b>Ridotta tempestività e guardano al passato:</b> Per molti indicatori è necessario rilevare prima le transazioni fisiche e poi aggregare le informazioni così ottenute
<b>Misurabilità:</b> La loro rilevazione si basa su regole precise, con ridotti margini di arbitrarietà nel calcolo	<b>Basso orientamento al lungo periodo:</b> (per definizione si basano sulle informazioni del bilancio e quindi come il bilancio guardano al passato). Gli indici possono cambiare drasticamente da un anno all'altro
<b>Immediatezza:</b> Semplicità nel calcolo degli indicatori, si basano su valori che troviamo nel bilancio	Informazioni non disaggregate per funzioni /attività/prodotti

<b>Comparabilità:</b> semplicità di comparazione degli indici nel tempo e tra imprese nello stesso mercato	
<b>Sintesi:</b> Capacità di sintesi dell'informazioni, un numero solo comprende informazioni complete	

## **Conclusione**

Non esiste un indice migliore a livello universale; una buona analisi fa uso di diversi indici per osservare l'impresa in maniera più completa possibile, tenendo conto anche del mercato in cui si trova.

Ciò significa che in mercati diversi si andranno a considerare indici diversi.

XES

- Nel mercato delle compagnie aeree uno degli indici più importanti è l'EBITDAR, simile all'EBITDA ma che esclude anche il costo di ciò che è a noleggio (Rent) degli aerei.
- Le Startup non si misurano con l'EBIT o l'EBITDA, ma si valutano guardando al fatturato.