

UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI NAPOLI FEDERICO II



LAUREA MAGISTRALE IN FINANZA

## **Valutazione d'impresa e finanza aziendale**

**Analisi di bilancio, riclassificazioni e flussi di cassa**

**Marco Pagano e Giovanni W. Puopolo**

# FINANZA AZIENDALE: ELEMENTI FONDAMENTALI

- Il corso di finanza aziendale studia le **scelte dell'impresa**, al contrario del corso di Teoria della Finanza che si occupa dell'investitore e dei mercati finanziari
- L'approccio tipico è di **equilibrio parziale**: i prezzi e i rendimenti sono dati (al contrario di Teoria della Finanza)
- I soggetti che hanno il controllo sulle decisioni d'impresa (*managers*) non sempre coincidono con quelli che hanno diritto a ricevere i flussi di cassa (azionisti): separazione tra **controllo e proprietà**

# FINANZA AZIENDALE: LE PRINCIPALI SCELTE DELL'IMPRESA

1. In quali progetti investire – e soprattutto, con quanto capitale? Scelte di investimento (**capital budgeting**)
2. Come finanziare un dato progetto d'investimento? Scelta della struttura finanziaria (**capital structure**)
3. Quante risorse distribuire ai propri azionisti come dividendi? Scelta dei dividendi (**dividend payout**)
4. Come suddividere i diritti di controllo sulle scelte/decisioni dell'impresa? Scelta di **corporate governance**
5. Quando «acquisire» un'altra impresa? Scelta di **M&A**. Quando quotarsi in borsa? Scelta dell'**IPO**

# Panoramica della lezione: *Financial Statement Analysis*



# STATO PATRIMONIALE

Attività = Passività +  
Capitale netto (equity)

Le attività  
rappresentano gli  
investimenti effettuati  
dall'azienda

Le passività e il capitale  
netto (equity)  
rappresentano il modo  
in cui vengono finanziati  
gli investimenti

# RICLASSIFICAZIONE DELLO STATO PATRIMONIALE

Perché riclassificare i bilanci?

**Le riclassificazioni scompongono le voci di bilancio, riaggregandole in raggruppamenti con caratteristiche simili che permettono di leggere in modo più adeguato i risultati e le performance aziendali**

**Lo stato patrimoniale può essere riclassificato secondo i seguenti criteri:**

- **liquidità ed esigibilità**
- **pertinenza gestionale**

## Prospetto di stato patrimoniale riclassificato per liquidità ed esigibilità

ATTIVO	PASSIVO
<p><b>Attività a breve termine</b></p> <p><i>Liquidità immediate</i> Cassa, titoli a breve termine</p> <p><i>Liquidità differite</i> Crediti verso clienti, effetti attivi</p> <p><i>Disponibilità</i> Scorte, ratei e risconti attivi</p>	<p><b>Passività a breve termine</b></p> <p>Scoperto c/c bancario Debiti verso fornitori Debiti tributari Debiti a breve termine Ratei e risconti passivi</p>
<p><b>Attività a medio-lungo termine</b></p> <p><i>Immobilizzazioni materiali</i> Impianti, macchinari, immobili</p> <p><i>Immobilizzazioni immateriali</i> Brevetti, know-how, licenze, marchi</p> <p><i>Immobilizzazioni finanziarie</i> Partecipazioni, titoli a lungo termine</p>	<p><b>Passività a medio-lungo termine</b></p> <p>Mutui passivi Debiti a lungo termine Prestiti obbligazionari Debiti TFR (Trattamento di Fine Rapporto)</p>
	<p><b>Capitale netto</b></p> <p>Capitale sociale Riserve Utili (perdite) di esercizio</p>

## Prospetto di stato patrimoniale riclassificato per **pertinenza gestionale**

	ATTIVO	PASSIVO
Attività operative	<b>Attività correnti</b> Crediti verso clienti Scorte Ratei e risconti (correnti) Altre attività correnti	<b>Passività correnti</b> Debiti verso fornitori Ratei e risconti (correnti) Altre passività correnti (debiti TFR, debiti tributari)
	<b>Attività non correnti</b> Immobilizzazioni materiali operative Immobilizzazioni immateriali operative Immobilizzazioni finanziarie operative Ratei e risconti (non correnti)	<b>Passività non correnti</b> Mutui passivi Scoperto c/c bancario Prestiti obbligazionari Ratei e risconti (non correnti)
	<b>Attività non correnti non operative</b> Cassa e altre liquidità	<b>Capitale netto</b> Capitale sociale Riserve Utili (perdite) di esercizio

Il termine “CORRENTE” è sinonimo di “CARATTERISTICO”, ossia afferente alla gestione TIPICA dell’impresa, relativa alle fasi di acquisto/trasformazione/vendita. Non indica qui necessariamente “breve termine”!

## Prospetto di stato patrimoniale riclassificato per pertinenza gestionale

	ATTIVO	PASSIVO
Attività operative	<b>Attività correnti</b> Crediti verso clienti Scorte Ratei e risconti (correnti) Altre attività correnti	<b>Passività correnti</b> Debiti verso fornitori Ratei e risconti (correnti) Altre passività correnti (debiti TFR, debiti tributari)
	<b>Attività non correnti</b> Immobilizzazioni materiali operative Immobilizzazioni immateriali operative Immobilizzazioni finanziarie operative Ratei e risconti (non correnti)	<b>Passività non correnti</b> Mutui passivi Scoperto c/c bancario Prestiti obbligazionari Ratei e risconti (non correnti)
	<b>Attività non operative</b> Cassa e altre liquidità	
	<b>Altre attività non operative</b> Immobilizzazioni non operative	<b>Capitale netto</b> Capitale sociale Riserve Utili (perdite) di esercizio

Prospetto di stato patrimoniale riclassificato per pertinenza gestionale  
 (con inclusione di immobilizzazioni non operative)

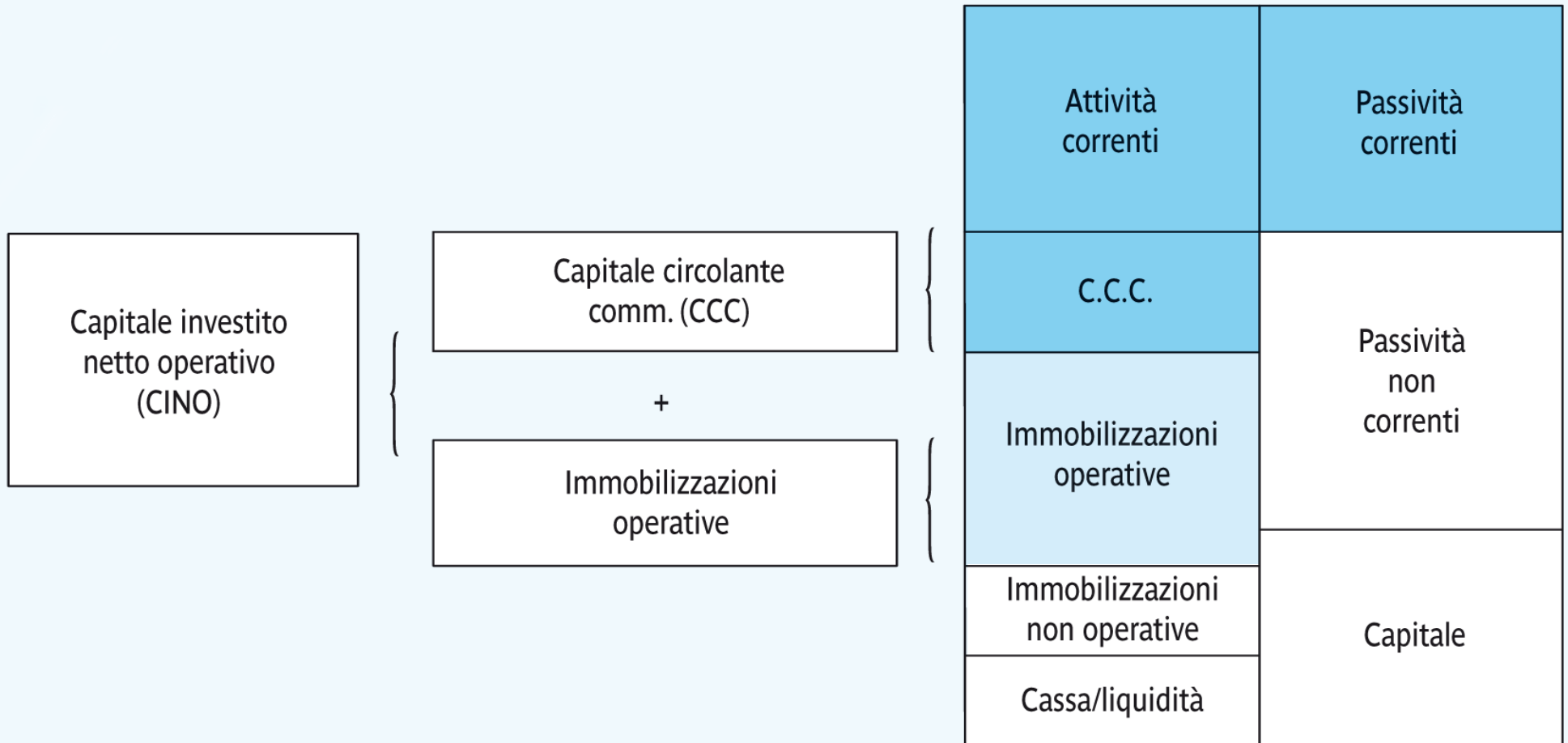
# CAPITALE CIRCOLANTE NETTO (CCN)

Capitale circolante netto =  
Attività a breve – Passività a  
breve

È importante fare in modo  
che il capitale circolante  
netto sia positivo

Avere un capitale circolante  
netto positivo significa  
disporre di una liquidità  
sufficiente a far fronte alle  
passività che si determinano

# PROSPETTO DI STATO PATRIMONIALE RICLASSIFICATO PER PERTINENZA GESTIONALE: CCC E CINO



# CAPITALE CIRCOLANTE COMMERCIALE (CCC)

Quale il significato in ottica finanziaria di un CCC positivo o negativo?

A parità di ricavi e costi correnti contabilizzati: un attivo corrente elevato indica scarsa capacità di riscuotere “oggi” i ricavi rinviando l’incasso al futuro (elevati valori di crediti verso clienti e di scorte); un passivo corrente basso indica limitata capacità di dilazionare il pagamento di costi per acquisto, pagandone la maggior parte “oggi” (bassi valori di debiti verso fornitori)

*Ceteris paribus*, è una **circostanza sfavorevole, perché** indica una diminuzione della liquidità per l’azienda

# IL CONTO ECONOMICO

Misura la  
performance su un  
periodo prefissato

Ricavi – Costi =  
Reddito

# RICLASSIFICAZIONE DEL CONTO ECONOMICO

**Il conto economico può essere riclassificato secondo i seguenti criteri:**

- **fatturato e costo del venduto**
- **produzione e valore aggiunto**

# PROSPETTO DI CONTO ECONOMICO RICLASSIFICATO A FATTURATO E COSTO DEL VENDUTO

**TABELLA  
3.4**

+ Fatturato	
- Costo del venduto	
	+ Rimanenze iniziali
	+ Acquisti materie e semilavorati
	+ Energia
	+ Costo del lavoro
	+ Ammortamenti
	+ Canoni leasing
	+ Altri costi industriali
	- Rimanenze finali
<b>= Risultato lordo Industriale</b>	
- Costi amministrativi e generali	
- Costi commerciali e distributivi	
<b>= Risultato o reddito operativo (EBIT)</b>	
- Oneri finanziari	
+ Proventi finanziari	
+ Proventi accessori	
- Costi accessori	
<b>= Risultato di competenza</b>	
+/- Componenti straordinari di reddito	
<b>= Risultato ante-Imposte</b>	
- Imposte di esercizio	
<b>= Risultato (utile, reddito) netto</b>	

# PROSPETTO DI CONTO ECONOMICO RICLASSIFICATO A PRODUZIONE E VALORE AGGIUNTO

TABELLA  
3.5

Fatturato
+/- Variazione delle scorte di prodotti finiti e semilavorati
+ Lavori in economia
- Acquisti di beni destinati alla commercializzazione
<b>= Produzione di esercizio</b>
- Acquisti di materie prime e semilavorati
- Altri costi di acquisto "esterni"
+/- Variazione delle scorte di materie prime
<b>= Valore aggiunto</b>
- Costo del personale
<b>= Margine operativo lordo (EBITDA)</b>
- Ammortamenti
<b>= Risultato o reddito operativo (EBIT)</b>
⇓
Dall'EBIT, la riclassificazione è identica a quella a "fatturato e costo del venduto"
⇓
<b>= Risultato (utile, reddito) netto</b>

# FLUSSI DI CASSA (CASH FLOWS)

Una voce molto importante da calcolare a partire dai bilanci

Cash Flows generati dalle attività = Cash Flows che vanno ai creditori e agli azionisti

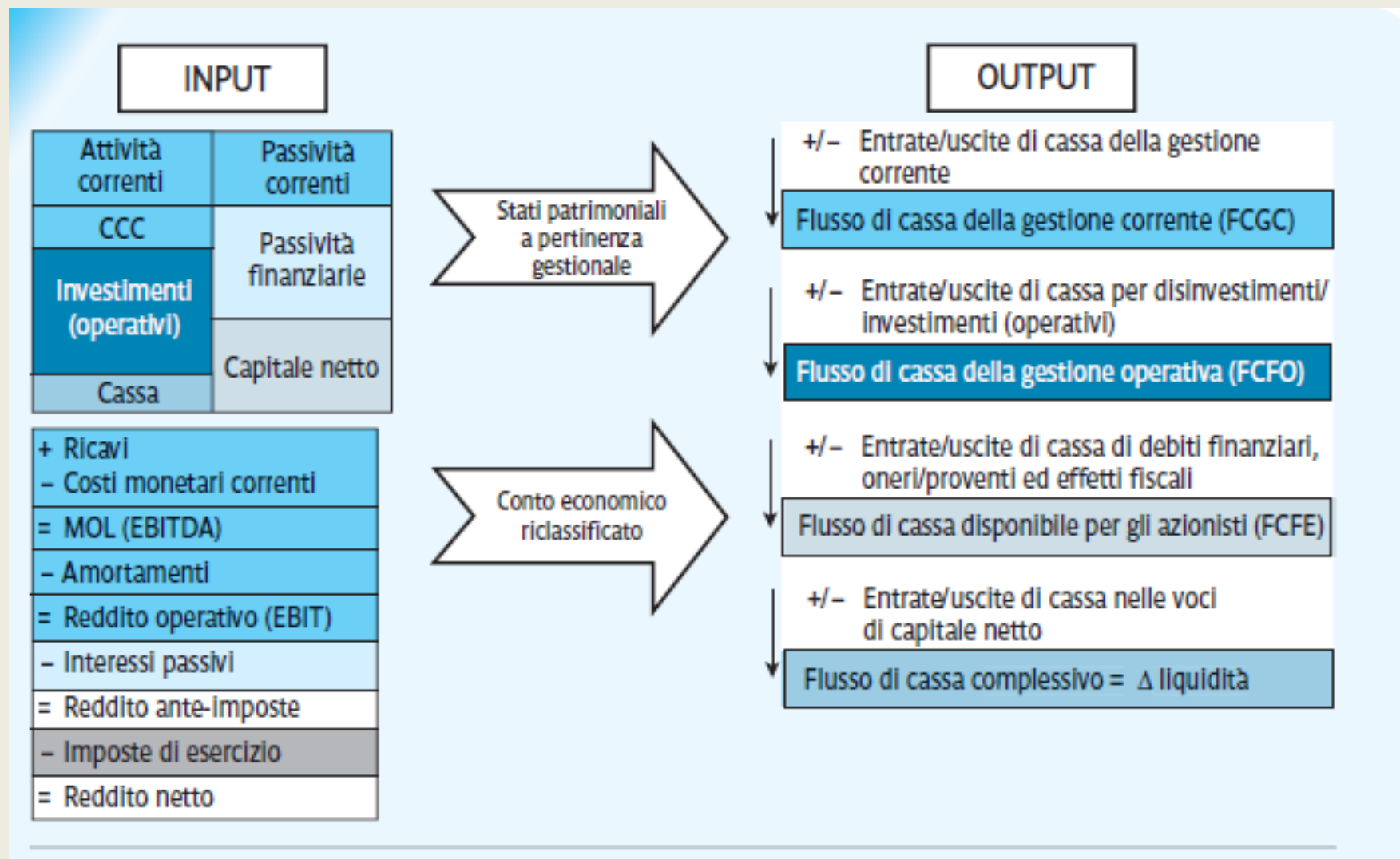
Il Cash Flow Totale deriva dalle attività correnti, dalle attività d'investimento e dalle attività finanziarie

# FLUSSI DI CASSA

A differenza dello stato patrimoniale e del conto economico, la logica finanziaria:

- Utilizza i **flussi monetari (uscite e entrate di cassa) e non costi e ricavi**
- Fornisce una descrizione completa della dinamica finanziaria aziendale, suddivisa nelle diverse aree gestionali (area di flussi legati alla gestione caratteristica; aree di flussi diversi da gestione caratteristica, ad es.: variazioni investimenti, voci finanziarie, capitale netto)

# DAI BILANCI RICLASSIFICATI AI FLUSSI DI CASSA



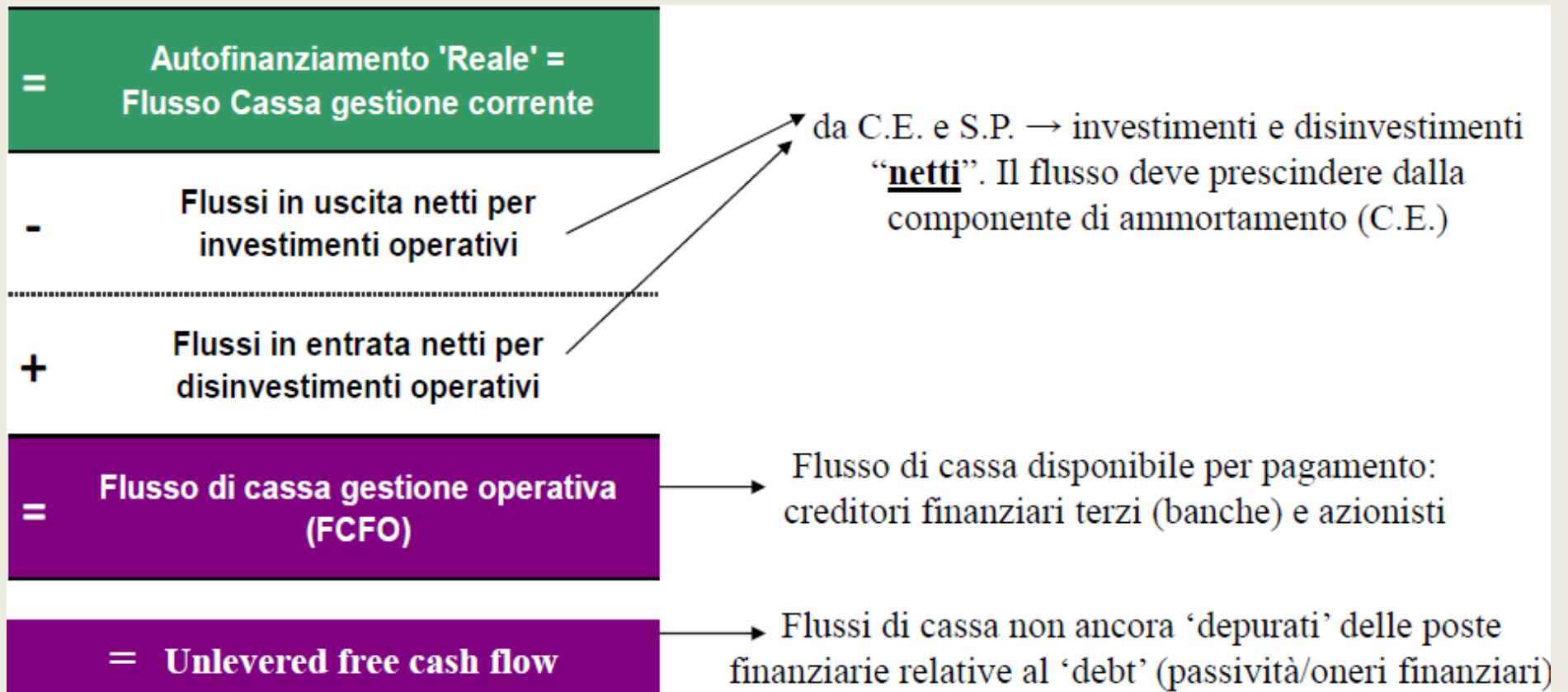
# DAI BILANCI RICLASSIFICATI AI FLUSSI DI CASSA

Calcolo del flusso di cassa della gestione corrente (corrente = afferente al core business):

+	<b>Reddito operativo (EBIT)</b>	→	da C.E. → Rappresenta il margine economico (contabile) della gestione corrente
-	<b>Imposte afferenti a gestione corrente</b>	→	da C.E. → quota di imposte generate in modo esclusivo dalle voci sopra EBIT
+	<b>Ammortamenti</b>	→	da C.E. → costi 'non monetari': sono risommati perché non costituiscono uscita di cassa
=	<b>Autofinanziamento 'Potenziale' = Flusso Circolante gestione corrente</b>	→	'Potenziale' = se cui tutti i ricavi fossero stati riscossi e tutti i costi pagati nel periodo
-	<b>Variazione Capitale circolante netto commerciale (<math>\Delta</math> CCC)</b>	→	da S.P. → indica ricavi e scorte non ancora incassati, costi non ancora pagati
=	<b>Autofinanziamento 'Reale' = Flusso Cassa gestione corrente</b>	→	Liquidità generata (assorbita se <0) da attività caratteristica dell'azienda

# DAI BILANCI RICLASSIFICATI AI FLUSSI DI CASSA

Calcolo del flusso di cassa operativo (FCFO):



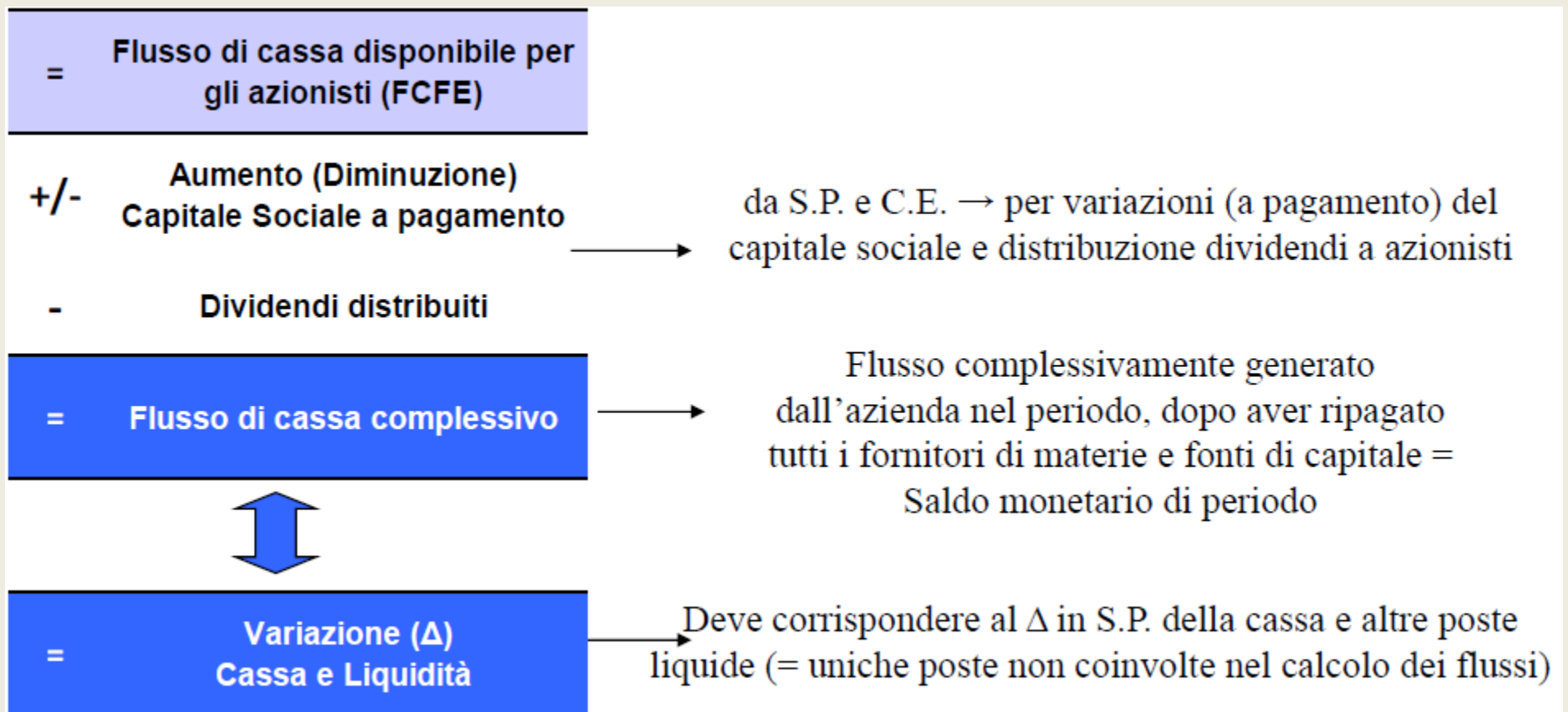
# DAI BILANCI RICLASSIFICATI AI FLUSSI DI CASSA

Calcolo del flusso di cassa disponibile per gli azionisti (FCFE):

<b>= Flusso di cassa gestione operativa (FCFO)</b>	
+ Incremento passività finanziarie	→ S.P. → per accensione (+) e rimborso (-) nuovi e vecchi debiti finanziari
- Rimborso passività finanziarie	
- Interessi passivi / oneri finanziari	→ C.E. → per pagamento oneri (-) e riscossione proventi (+) finanziari
+ Proventi finanziari	
+/- Credito (Debito) d'imposta su interessi/proventi finanziari	→ C.E. → quota di imposta (credito di imposta) sul saldo proventi e oneri finanziari
<b>= Flusso di cassa disponibile per gli azionisti (FCFE)</b>	→ Flusso di cassa dopo avere pagato 'banche' e disponibile per pagamento azionisti
<b>= Levered free cash flow</b>	→ Flussi di cassa 'depurati' delle poste finanziarie relative al 'debt' (passività/oneri finanziari)

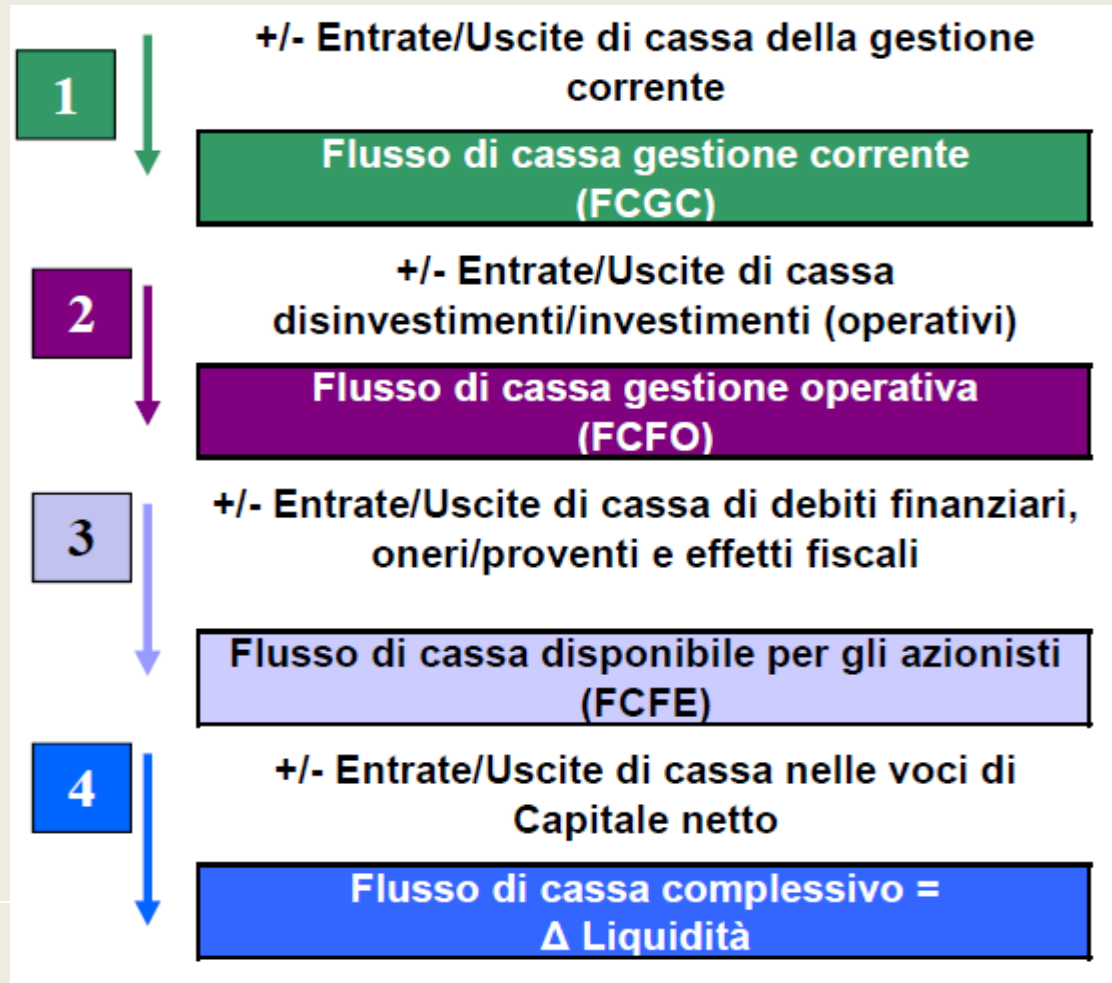
# DAI BILANCI RICLASSIFICATI AI FLUSSI DI CASSA

Dal flusso di cassa disponibile per gli azionisti al flusso totale di periodo (= variazione di cassa):



# DAI BILANCI RICLASSIFICATI AI FLUSSI DI CASSA

Schema riassuntivo del rendiconto finanziario:



## Esempio: Poggio Felino SpA, Redazione del rendiconto finanziario

Stato patrimoniale					
	Anno 2010	Anno 2011		Anno 2010	Anno 2011
Cassa	200	300	c/c bancario	400	600
Crediti verso clienti	2300	2500	Debiti verso fornitori	2000	2100
Scorte	900	1000	Mutui passivi	600	700
Macchinari e fabbricati netti	1500	1600	Debiti TFR	700	700
Brevetti e marchi netti	500	600	Capitale sociale	1300	1460
Immobilizzazioni finanziarie	<u>0</u>	<u>0</u>	Riserve	200	200
			Reddito netto	<u>200</u>	<u>240</u>
Totale attività	<u>5400</u>	<u>6000</u>	Totale passività e capitale netto	<u>5400</u>	<u>6000</u>
Conto economico					
	Anno 2011				
Ricavi	10 000				
Salari e stipendi	-2700				
Acquisti di materie prime	-2200				
Costi per energia e altri costi industriali	-1800				
Ammortamenti	-2500				
Interessi passivi	-400				
Imposte di esercizio	<u>-160</u>				
Reddito netto	<u>240</u>				

# Esempio: Poggio Felino SpA

Stati patrimoniali riclassificati per pertinenza gestionale

**Anno 2010**

Attività correnti	3200	2700	Passività correnti	} Patrimonio netto
Immobilizzazioni nette operative	2000	1000	Passività non correnti	
		200	Reddito netto	
		200	Riserve	
Cassa	200	1300	Capitale sociale	
<b>Totale</b>	<b>5400</b>	<b>5400</b>	<b>Totale</b>	

**Anno 2011**

Attività correnti	3500	2800	Passività correnti	} Patrimonio netto
Immobilizzazioni nette operative	2200	1300	Passività non correnti	
		240	Reddito netto	
		200	Riserve	
Cassa	300	1460	Capitale sociale	
<b>Totale</b>	<b>6000</b>	<b>6000</b>	<b>Totale</b>	

# Esempio: Poggio Felino SpA

## Conto Economico riclassificato

		Anno 2011
+	Ricavi	10 000
-	Costi monetari correnti	-6700
=	<b>EBITDA</b>	<b>3300</b>
-	Ammortamenti	-2500
=	<b>Reddito operativo (EBIT)</b>	<b>800</b>
-	Oneri finanziari netti	-400
=	<b>Reddito ante-imposte</b>	<b>400</b>
-	Imposte di esercizio	-160
=	<b>Reddito netto</b>	<b>240</b>

# Esempio: Poggio Felino SpA

Rendiconto finanziario, anno 2011

+ Reddito operativo (EBIT)	800
- Imposte afferenti la gestione corrente	-320
+ Ammortamenti	2500
<b>= Autofinanziamento "potenziale" = flusso di circolante della gestione corrente</b>	<b>2980</b>
- Variazione del capitale circolante commerciale ( $\Delta$ CCC)	200
<b>= Autofinanziamento "reale" = flusso di cassa della gestione corrente (FCGC)</b>	<b>2780</b>
- Flussi in uscita netti per investimenti operativi	-2700
+ Flussi in entrata netti per disinvestimenti operativi	
<b>= Flusso di cassa della gestione operativa (FCFO)</b>	<b>80</b>
+ Incremento delle passività finanziarie	300
- Rimborso delle passività finanziarie	
- Oneri finanziari	-400
+ Proventi finanziari	
+/- Credito/debito d'imposta su interessi/proventi finanziari	160
<b>= Flusso di cassa disponibile per gli azionisti (FCFE)</b>	<b>140</b>
+/- Aumento/diminuzione di capitale sociale a pagamento	160
- Dividendi distribuiti	-200
<b>= Flusso di cassa complessivo</b>	<b>100</b>
<b>= Variazione (<math>\Delta</math>) di cassa e liquidità</b>	<b>100</b>

# ANALISI DEGLI INDICI

Indici di rotazione  
del capitale  
circolante  
commerciale

Indici di liquidità e  
di copertura

Indici di struttura  
finanziaria

Indici di redditività

Indici di mercato o  
multipli di borsa

# INDICI DI ROTAZIONE DEL CCC

$$\text{Tempo medio di incasso (di riscossione)} = \frac{\text{Crediti verso clienti}}{\text{Ricavi di Vendita} / 360}$$

$$\text{Tempo medio di pagamento} = \frac{\text{Debiti verso fornitori}}{\text{Acquisti (materie prime e servizi)} / 360}$$

$$\text{Tempo medio di giacenza delle scorte (TMGS)} = \frac{\text{Scorte (Rimanenze) di magazzino}}{\text{Costo del venduto} / 360}$$

$$\text{T.M.G.S. materie prime} = \frac{\text{Scorte di materie prime}}{\text{Acquisti} / 360}$$

$$\text{T.M.G.S. prodotti finiti} = \frac{\text{Scorte di prodotti finiti}}{\text{Costo del venduto} / 360}$$

# INDICI DI ROTAZIONE DEL CCC

## 1 Indici di rotazione del capitale circolante commerciale

Tempo medio di incasso o riscossione (TMI) =  $\text{crediti verso clienti} / (\text{ricavi di vendita} / 360)$

Tempo medio di pagamento (TMP) =  $\text{debiti verso fornitori} / (\text{acquisti materie prime e servizi} / 360)$

Tempo medio di giacenza delle scorte (TMGS) =  $\text{rimanenze di magazzino} / (\text{costo del venduto} / 360)$

Tempo medio di giacenza delle scorte di materie prime =  $\text{rimanenze di materie prime} / (\text{acquisti} / 360)$

Tempo medio di giacenza delle scorte di prodotti finiti =  $\text{rimanenze di prodotti finiti} / (\text{costo del venduto} / 360)$

Tempo medio di giacenza delle scorte di semilavorati =  $\text{rimanenze di semilavorati} / (\% \text{ del costo del venduto} / 360)$

# INDICI DI LIQUIDITÀ E COPERTURA

**Indice di liquidità** = 
$$\frac{\text{Attività breve termine}}{\text{Passività breve termine}}$$

Considera S.P. liquidità- esigibilità  
Soddisfacente se  $\geq 1$

**Indice di liquidità immediata (Acid Test)** = 
$$\frac{\text{Attività breve termine} - \text{Scorte magazzino}}{\text{Passività breve termine}}$$


Affinamento del precedente, considerando solo le attività liquide e immediate  
Se  $\geq 1$ , allora anche indice liquidità  $> 1$

**Indice di copertura delle immobilizzazioni** = 
$$\frac{\text{Attività lungo termine}}{\text{Passività lungo termine} + \text{Capitale netto}}$$


È l'opposto dell'indice di liquidità.  
Deve essere  $\leq 1$

# INDICI DI LIQUIDITÀ E COPERTURA

**Indice di copertura degli oneri finanziari** = 
$$\frac{\text{Reddito operativo (EBIT)}}{\text{Oneri finanziari}}$$

 Soddisfacente se almeno > 3 / 4. Valori bassi devono scoraggiare a finanziamenti ulteriori tramite debito esterno

**Indice copertura oneri finanziari (utilizzando MOL)** = 
$$\frac{\text{Margine operativo lordo (EBITDA)}}{\text{Oneri finanziari}}$$

 Considera al numeratore il margine operativo prima degli ammortamenti, perchè più prossimo al concetto di "flusso" dell'EBIT

# INDICI DI LIQUIDITÀ E COPERTURA

## 2 Indici di liquidità e di copertura

Indice di liquidità secondaria o di disponibilità = attività a breve termine/passività a breve termine

Indice di liquidità primaria o immediata (acid test) = (attività a breve termine – scorte)/passività a breve termine

Indice di copertura delle immobilizzazioni = attività a lungo termine/(passività a lungo termine + capitale netto)

Indice di copertura degli oneri finanziari = reddito operativo (EBIT)/oneri finanziari

Indice di copertura della liquidità = margine operativo lordo (EBITDA)/oneri finanziari

Indice PFN/EBITDA = posizione finanziaria netta/margine operativo lordo (EBITDA)

# INDICI DI STRUTTURA FINANZIARIA

## 3 Indici di struttura finanziaria

Rapporto di leverage =  $\text{posizione finanziaria netta} / \text{capitale netto}$

Rapporto di gearing =  $\text{posizione finanziaria netta} / (\text{posizione finanziaria netta} + \text{capitale netto})$

# INDICI DI REDDITIVITÀ

$$\text{ROI} = \frac{\text{Reddito operativo (EBIT)}}{\text{Capitale investito netto operativo (C.I.N.(O.))}}$$

Indica la redditività del capitale investito netto operativo, ponendo al numeratore il reddito della gestione operativa

Il ROI può essere scomposto, come prodotto di due ulteriori indici:

$$\text{ROS} = \frac{\text{Reddito operativo}}{\text{Ricavi di vendita}} * \text{Turnover capitale investito} = \frac{\text{Ricavi di vendita}}{\text{Cap. inv. netto (C.I.N.O.)}}$$

% di ricavi che si trasformano in EBIT

Quante volte il cap. investito si è 'ribaltata' in ricavi nel periodo?

$$\text{ROI} = \text{ROS} * \text{Turnover CIN(O)}$$

# INDICI DI REDDITIVITÀ

**ROE**

$$= \frac{\text{Reddito netto}}{\text{Capitale netto (Equity)}}$$



Indica la redditività del capitale proprio, esprimendo il rendimento medio (atteso) degli azionisti che hanno dato capitali in azienda. Il numeratore include il reddito netto dopo aver pagato tutti gli altri creditori dell'azienda e il denominatore il valore del mezzi propri

# INDICI DI REDDITIVITÀ

## 4 Indici di redditività

Redditività degli investimenti (del capitale investito netto) (ROI) =  $\frac{\text{reddito operativo}}{\text{capitale investito netto operativo}}$

Redditività delle vendite (ROS) =  $\frac{\text{reddito operativo}}{\text{ricavi di vendita}}$

Turnover del capitale investito netto operativo =  $\frac{\text{ricavi di vendita}}{\text{capitale investito netto operativo}}$

Redditività del capitale netto (ROE) =  $\frac{\text{reddito netto}}{\text{capitale netto}}$

# INDICI DI MERCATO

## 5 Indici di mercato (multipli di Borsa)

Rapporto prezzo-utili (P/E) = prezzo per azione/utili per azione (EPS)

Rapporto valore di mercato-valore contabile = prezzo per azione/valore contabile per azione

Multiplo EV/EBIT = enterprise value/reddito operativo

Multiplo EV/EBITDA = enterprise value/margine operativo lordo

## Utilizzo delle informazioni contenute nel bilancio: scegliete un benchmark!

### Analisi dei trend temporali

- Esaminate lo stesso indice per un certo numero di anni

### Analisi di un gruppo omogeneo

- Confrontate l'indice con quello di aziende analoghe (*comparables*)
- Confrontate più aziende dello stesso settore