

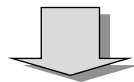
### L'analisi del bilancio

- I limiti del bilancio
- La natura e i limiti dell'attività di certificazione del bilancio
- Un approccio per svolgere l'analisi del bilancio
- Gli indicatori di redditività del capitale
  - una misura globale di performance: il R.O.E
  - scomposizioni del R.O.E ed effetto leva
  - il R.O.I.
- I principali indicatori utilizzati nell'analisi di bilancio

## I limiti dell'analisi di bilancio

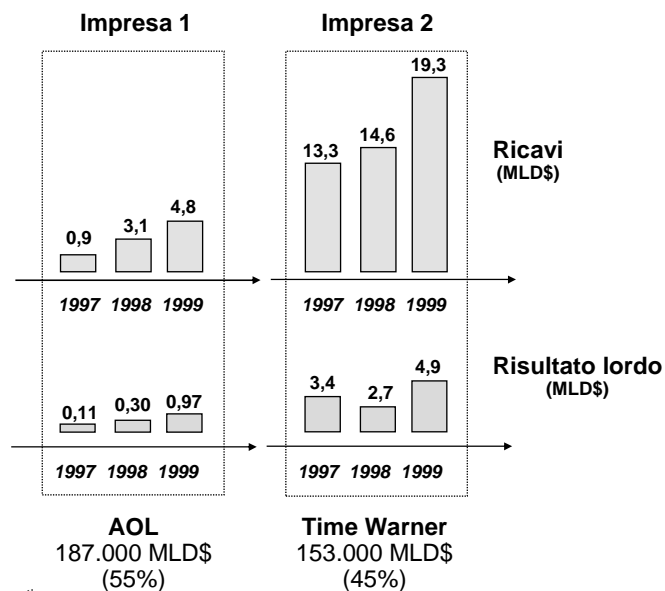
Il bilancio riporta:

- Unicamente gli effetti misurabili in termini monetari degli eventi
- Unicamente dati consuntivi (ciò che è accaduto)
- Non riporta il valore di mercato di molte attività
- Il valore stimato di molte voci



**Il bilancio non rappresenta il valore di mercato dell'azienda**

## Il valore di mercato è legato ad aspettative



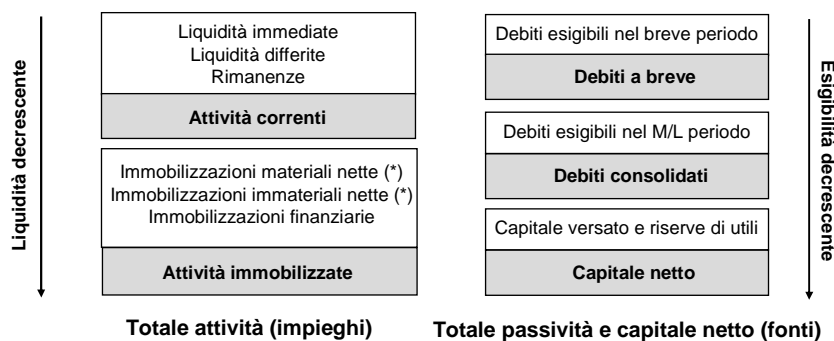
## La certificazione del bilancio

- Le società di certificazione e i revisori
- L'obbligatorietà della certificazione
- Il parere sintetico sul bilancio
- Pareri senza riserva (puliti)
- Pareri con riserva

## Informazioni sulla prestazione complessiva di un'impresa

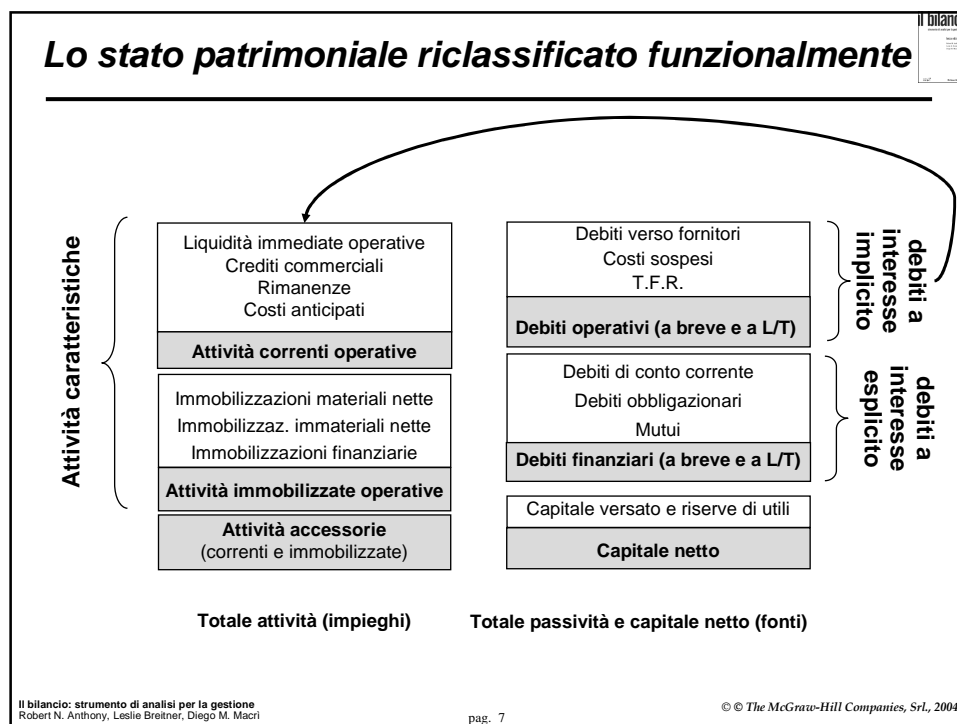
- Nonostante i limiti esposti, il bilancio è la più importante fonte ufficiale di informazioni sulle prestazioni di un'azienda
- L'analisi del bilancio e della redditività è favorita dalla riclassificazione dello stato patrimoniale secondo il criterio funzionale (capitolo 8) e non finanziario
- Gli indicatori di redditività (indicatori tipo ROI) descrivono la prestazioni complessiva

## Lo stato patrimoniale riclassificato finanziariamente



(\*) Al netto del fondo di ammortamento

**E' utile per valutare il grado di solvibilità e la composizione delle fonti di finanziamento**



Il bilancio  
di  
2004  
2003  
2002  
2001  
2000  
1999  
1998  
1997  
1996  
1995  
1994  
1993  
1992  
1991  
1990  
1989  
1988  
1987  
1986  
1985  
1984  
1983  
1982  
1981  
1980  
1979  
1978  
1977  
1976  
1975  
1974  
1973  
1972  
1971  
1970  
1969  
1968  
1967  
1966  
1965  
1964  
1963  
1962  
1961  
1960  
1959  
1958  
1957  
1956  
1955  
1954  
1953  
1952  
1951  
1950  
1949  
1948  
1947  
1946  
1945  
1944  
1943  
1942  
1941  
1940  
1939  
1938  
1937  
1936  
1935  
1934  
1933  
1932  
1931  
1930  
1929  
1928  
1927  
1926  
1925  
1924  
1923  
1922  
1921  
1920  
1919  
1918  
1917  
1916  
1915  
1914  
1913  
1912  
1911  
1910  
1909  
1908  
1907  
1906  
1905  
1904  
1903  
1902  
1901  
1900

# Stato Patrimoniale Arlen riclassificato secondo il criterio funzionale

criterio finanziario

immobilizzazioni nette	90	130	capitale netto
capitale circolante attivo (cassa, crediti, rimanenze)	140	40	debiti finanziari (a breve e a lungo)
	60		debiti operativi (fornitori, TFR, debiti vs. erario, ratei e risconti...)
<b>TOTALE ATTIVITA'</b>	<b>230</b>	<b>230</b>	<b>PASSIVITA' E CAPITALE NETTO</b>

criterio funzionale

immobilizzazioni nette	90	130	capitale netto
capitale circolante operativo netto (cassa, crediti, rimanenze - debiti operativi)	80 (140-60)	40	debiti finanziari (a breve e a lungo)
<b>CAPITALE INVESTITO</b>	<b>170</b>	<b>170</b>	<b>DEBITI FINANZIARI + CAP. NETTO</b>

Il bilancio: strumento di analisi per la gestione  
Robert N. Anthony, Leslie Breitner, Diego M. Macri

pag. 8

© The McGraw-Hill Companies, Srl, 2004

## Lo stato patrimoniale di Arlen spa al 31/12/2003 riclassificato secondo il criterio finanziario



ATTIVITÀ		PASSIVITÀ E CAPITALE NETTO	
Terreno, fabbricati e impianti	30	Capitale sociale	60
Fabbricati e impianti	120	Riserve	46
Fondo ammortamento (-)	70	Risultato dell'esercizio	24
<b>Immobilizzazioni tecniche nette</b>	<b>80</b>		
Marchi e brevetti	10	<b>Totale Capitale Netto</b>	<b>130</b>
<b>Totale attività immobilizzate</b>	<b>90</b>	Mutui (al netto della quota in scadenza)	30
Rimanenze di materie prime	20	Trattamento di Fine Rapporto (TFR)	10
Rimanenze di prodotti finiti	40	<b>Totale passività a M/L</b>	<b>40</b>
Crediti commerciali	40		
Costi anticipati	20	Fornitori	30
Cassa	20	Debiti di conto corrente	10
<b>Capitale circolante attivo</b>	<b>140</b>	Debiti vs erario	20
<b>TOTALE ATTIVITÀ</b>	<b>230</b>	<b>Totale Passività correnti</b>	<b>60</b>
		<b>TOTALE PASSIVITÀ E NETTO</b>	<b>230</b>

Il bilancio: strumento di analisi per la gestione  
Robert N. Anthony, Leslie Breitner, Diego M. Macri

pag. 9

© © The McGraw-Hill Companies, Srl, 2004

## Stato patrimoniale Arlen spa al 31/12/2003 riclassificato secondo il criterio funzionale



Terreno, fabbricati e impianti	30	Capitale sociale	60
Fabbricati e impianti	120	Riserve	46
Fondo ammortamento (-)	70	Risultato dell'esercizio	24
<b>Immobilizzazioni tecniche nette</b>	<b>80</b>		
Marchi e brevetti	10	<b>Totale Capitale Netto</b>	<b>130</b>
<b>Totale attività immobilizzate</b>	<b>90</b>		
Rimanenze di materie prime	20	Mutui (al netto della quota in scadenza)	30
Rimanenze di prodotti finiti	40	Debiti di conto corrente	10
Crediti commerciali	40	<b>Totale debiti finanziari</b>	<b>40</b>
Costi anticipati	20		
Cassa	20		
<b>Capitale circolante attivo</b>	<b>140</b>		
Fornitori (-)	30		
Debiti vs erario (-)	20		
Trattamento di Fine Rapporto (-)	10		
<b>Capitale circolante netto</b>	<b>80</b>		
<b>CAPITALE INVESTITO</b>	<b>170</b>	<b>DEBITI FINANZIARI + CAPITALE NETTO</b>	<b>170</b>

Il bilancio: strumento di analisi per la gestione  
Robert N. Anthony, Leslie Breitner, Diego M. Macri

pag. 10

© © The McGraw-Hill Companies, Srl, 2004



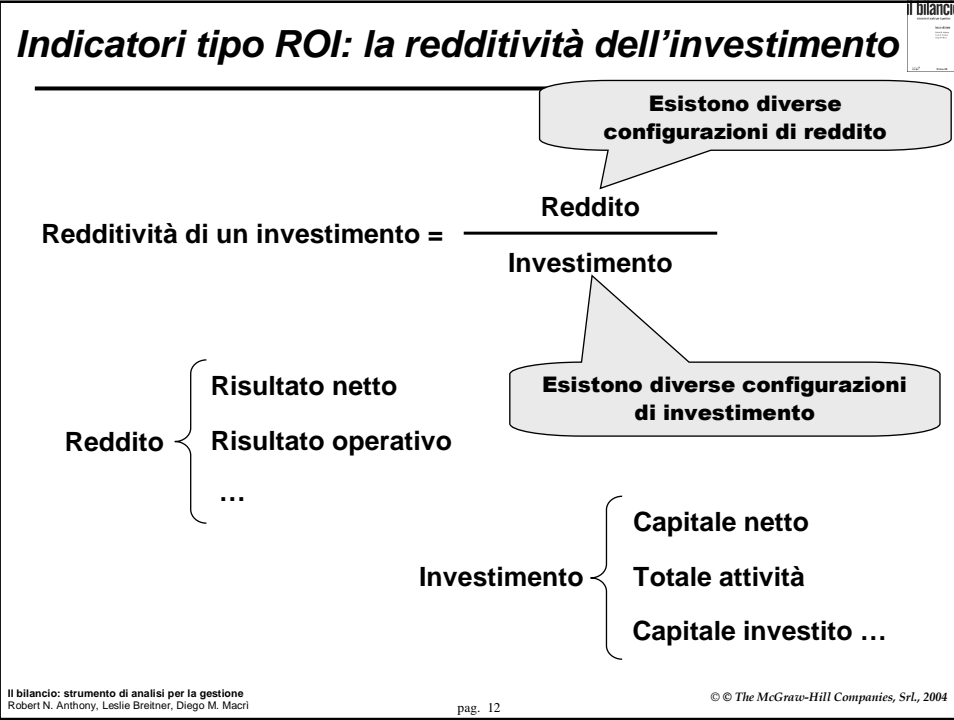
### Conto economico Arlen spa riclassificato a costo del venduto

<b>Ricavi</b>	<b>300</b>	<b>100,0%</b>
Rimanenze iniziali (+)	70	23,3%
Acquisti di materia prima	35	11,7%
Acquisti di servizi industriali	25	8,3%
Costo del lavoro	75	25,0%
Ammortamenti	15	5,0%
Rimanenze finali (-)	40	13,3%
<b>Costo del venduto</b>	<b>180</b>	<b>60,0%</b>
<b>Margine industriale</b>	<b>120</b>	<b>40,0%</b>
Acquisti di servizi A & G	30	10,0%
Stipendi e oneri	38	12,7%
Ammortamenti di "struttura"	10	3,3%
<b>Costi di periodo</b>	<b>78</b>	<b>26,0%</b>
<b>Risultato operativo</b>	<b>42</b>	<b>14,0%</b>
Interessi passivi	5	1,7%
<b>Risultato ante imposte</b>	<b>37</b>	<b>12,3%</b>
Imposte	13	4,3%
<b>Risultato netto</b>	<b>24</b>	<b>8,0%</b>

Il bilancio: strumento di analisi per la gestione  
 Robert N. Anthony, Leslie Breitner, Diego M. Macri

pag. 11

© The McGraw-Hill Companies, Srl, 2004



## Una misura globale di performance: il ROE



- Il punto di vista degli azionisti e il ROE
- I riferimenti del ROE:
  - valori storici
  - giudizi soggettivi
  - riferimenti esterni (singole imprese, valori medi del settore)
- Chi investe in capitale di rischio si attende un ritorno *adeguato* dall'investimento.

## Il Return on Equity: la redditività del capitale netto



$$\begin{aligned}\text{Return on Equity} &= \frac{\text{Risultato netto}}{\text{Capitale netto}} \\ \text{Return on Equity}_{\text{Arlen}} &= \frac{24}{130} \\ \text{Return on Equity}_{\text{Arlen}} &= 18.5 \%\end{aligned}$$

## I test di valutazione dell'impiego di capitale

		Debiti finanziari	400
		Capitale netto	600
Capitale investito	1.000	CN + Debiti finanziari	1.000

Se il reddito netto fosse 60, allora il ROE sarebbe il 10%

Se il CN si riducesse a 500 a parità di reddito, allora il ROE sarebbe il 12%

poiché: **Capitale Netto = Capitale investito - Debiti finanziari**

*allora il Capitale Netto può essere ridotto:*

**Riducendo il Capitale investito oppure,**

**Aumentando i debiti finanziari**

## I test di valutazione dell'impiego di capitale

Valutare l'investimento nelle attività a breve:  
è ragionevolmente contenuto?

- Indicatori di efficienza relativi all'impiego di attività a breve:

- Indice di incasso dei crediti commerciali

$$\frac{\text{crediti commerciali}}{\text{ricavi}} = \frac{40}{\frac{300}{365}} = 49 \text{ gg.}$$

- Indice di rotazione delle rimanenze

$$\frac{\text{costo del venduto}}{\text{rimanenze finali}} = \frac{180}{60} = 3 \text{ volte}$$



## ***I test di valutazione dell'impiego di capitale***



Valutare l'investimento nelle attività a L/T:  
è ragionevolmente contenuto?

- Indicatori di efficienza relativi all'impiego di attività a LT:
  - Indice di rotazione delle immobilizzazioni tecniche (€ di ricavo per € di investimento netto):

$$\frac{\text{ricavi}}{\text{immobilizz. nette}} = \frac{300}{90} = 3,33$$

- Quale sarebbe stato il ROE, a parità di ricavi e di attività a breve se Arlen avesse realizzato 4€ di ricavo per ogni € di immobilizzazione netta?

## ***I test di valutazione dell'impiego di capitale***



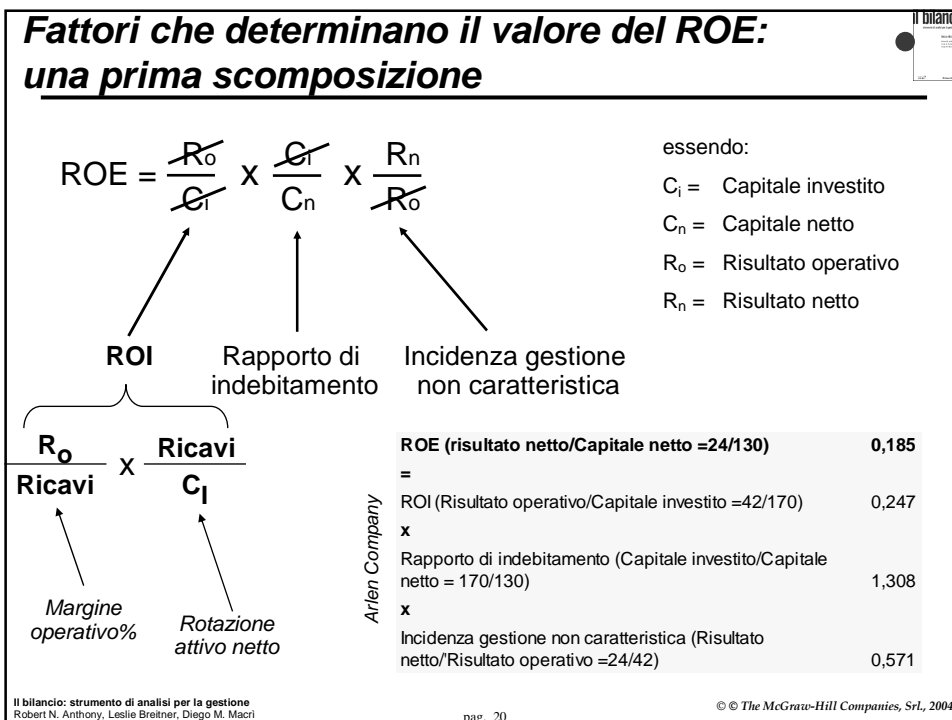
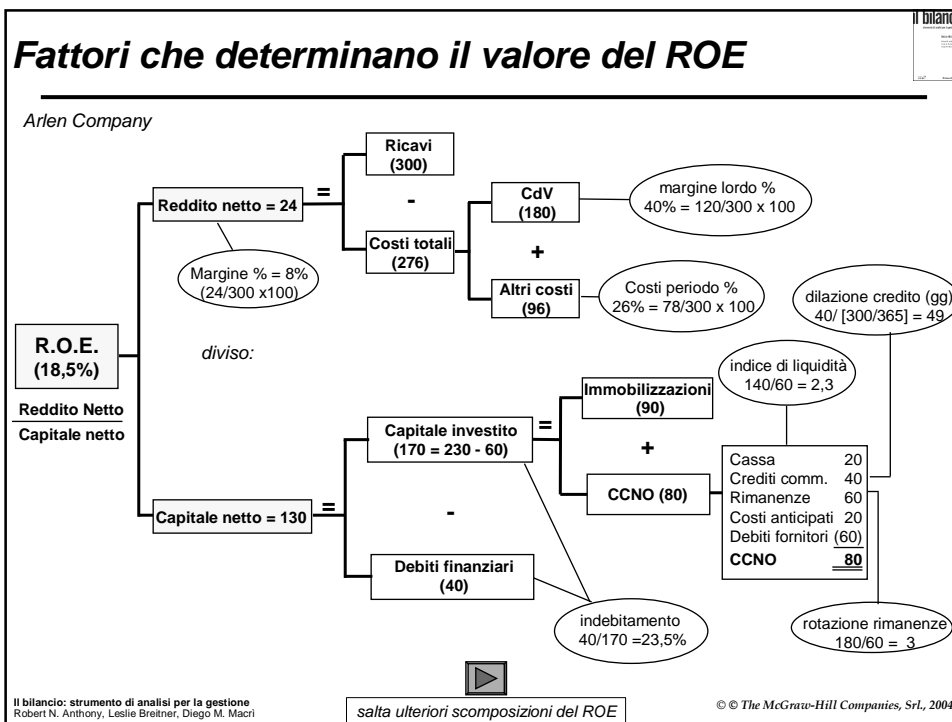
L'ammontare dei debiti finanziari è ragionevolmente alto?

- Indice di indebitamento:

$$\frac{\text{debito finanziario}}{\text{debito finanziario} + \text{CN}} = \frac{40}{40 + 130} = 23,5\%$$

A parità di fonti, maggiore è il valore dell'indice, minore è l'ammontare di CN necessario e maggiore il valore del ROE

La struttura finanziaria diventa più rischiosa al crescere dell'indice di indebitamento e conseguentemente più alte le aspettative di rendimento da parte di chi investe



## Fattori che determinano il valore del ROE: una seconda scomposizione

La formula di Modigliani e Miller

$$ROE = \frac{R_n}{C_n} = \left( \frac{R_o}{C_i} + \left( \frac{R_o}{C_i} - \frac{O_f}{C_t} \right) \times \frac{C_t}{C_n} \right) \times \frac{R_n}{R_n'}$$

L'effetto leva è positivo se il  
ROI è > del costo del debito

L'effetto leva  
cresce con  
l'indebitamento

essendo:

$R_n$  = risultato netto

$R_n'$  = risultato ordinario

$C_n$  = capitale netto

$R_o$  = risultato operativo

$O_f$  = oneri finanziari

$C_t$  = debiti a interesse esplicito

$C_i$  = Investimento netto

Arlen Company

<b>ROE</b>	<b>0,185</b>
=	
(ROI	0,247
+	
(ROI - Oneri finanziari/Debiti a interesse esplicito)	0,122
x	
Debiti finanziari/Capitale netto)	0,308
x	
Risultato netto/Risultato ordinario	0,649

## L'effetto leva

Variabili aziendali

	<b>Azienda A :</b> senza indebitamento	<b>Azienda B:</b> basso indebitamento	<b>Azienda C:</b> alto indebitamento
Debito finanziario	0	2.000	4.000
Capitale netto	6.000	4.000	2.000
Passività finanziarie + Capitale netto			
ALQ % interessi sul debito finanziario	15,0	15,0	15,0
ALQ % imposte sul reddito	50,0	50,0	50,0
<b>Risultato operativo</b>	<b>1.500</b>	<b>1.500</b>	<b>1.500</b>
Oneri finanziari	0	300	600
Reddito ante imposte	1.500,0	1.200,0	900,0
Imposte	750,0	600,0	450,0
<b>Reddito d'esercizio</b>	<b>750,0</b>	<b>600,0</b>	<b>450,0</b>
<b>R.O.E. (%)</b>	<b>12,5</b>	<b>15,0</b>	<b>22,5</b>

## L'indebitamento aumenta la variabilità del ROE

Variabili	Azienda A: senza indebitamento	Azienda B: basso indebitamento	Azienda C: alto indebitamento
Debito finanziario	0	2.000	4.000
Capitale netto	6.000	4.000	2.000
Passività finanziarie + Capitale netto	6.000	6.000	6.000
ALQ % interessi sul debito finanziario	15,0	15,0	15,0
ALQ % imposte sul reddito	50,0	50,0	50,0
<b>Ipotesi: riduzione % R.O.</b>	<b>25,0</b>	<b>25,0</b>	<b>25,0</b>
Risultato operativo precedente	1.500	1.500	1.500
<b>Risultato operativo attuale</b>	<b>1.125</b>	<b>1.125</b>	<b>1.125</b>
Oneri finanziari	0	300	600
Reddito ante imposte	1.125	825	525
Imposte	562,5	412,5	262,5
<b>Reddito d'esercizio</b>	<b>562,5</b>	<b>412,5</b>	<b>262,5</b>
<b>R.O.E. (%) attuale</b>	<b>9,4</b>	<b>10,3</b>	<b>13,1</b>
R.O.E. (%) precedente	12,5	15,0	22,5
<b>Riduzione % risultato operativo</b>	<b>25,0</b>	<b>25,0</b>	<b>25,0</b>
<b>Riduzione % R.O.E.</b>	<b>25,0</b>	<b>31,3</b>	<b>41,7</b>

Il bilancio: strumento di analisi per la gestione  
Robert N. Anthony, Leslie Breitner, Diego M. Macri

pag. 23

© The McGraw-Hill Companies, Srl, 2004

## Il Return on Assets (ROA): la redditività degli impieghi aziendali (attività)

Return on Assets =

Risultato operativo

Totale attività

**Indicatore economico indipendente:**

1. dalla soluzione data ai problemi di finanziamento
2. da componenti di reddito che non competono in via esclusiva all'esercizio

Indicatore economico che si riferisce esclusivamente all'attività produttiva

Sono esclusi dal R.O. perché pure potendo essere componenti di reddito legati all'attività produttiva, non competono in via esclusiva all'esercizio

Return on Assets =

Utile + interessi passivi + comp. straord. + imposte

Totale attività

**Sono esclusi dal R.O. perché:**  
l'indicatore deve prescindere dalla soluzione data ai problemi di finanziamento

- Sono escluse dal R.O. perché:**
1. Dipendono dagli oneri finanziari e dalle componenti straordinarie di reddito
  2. Non rappresentano il costo di acquisizione di specifici fattori produttivi

Il bilancio: strumento di analisi per la gestione  
Robert N. Anthony, Leslie Breitner, Diego M. Macri

pag. 24

© The McGraw-Hill Companies, Srl, 2004

## Il Return on Assets (ROA): la redditività degli impieghi aziendali (attività)



$$\text{Return on Assets}_{\text{Arlen}} = \frac{24 + 5 + 13}{230}$$

$$\text{ROA}_{\text{Arlen}} = 18,3 \%$$

**Il R.O.A. esprime la redditività di tutte le attività aziendali**

**I manager operativi sono interessati a “quanto bene” tutte le attività siano utilizzate, cioè al loro rendimento, a prescindere da come sono finanziate**

## Il Return on Invested Capital (ROI)



$$\text{Return on Invested Capital} = \frac{\text{Risultato operativo}}{\underbrace{\text{Debito finanziario} + \text{Capitale Netto}}}$$

$$\text{Return on Invested capital}_{\text{Arlen}} = \frac{24 + 5 + 13}{40 + 130}$$

$$\text{ROI}_{\text{Arlen}} = 24,7 \%$$

## La scomposizione del ROI

$$\frac{\text{risultato operativo}}{\text{capitale investito}} = \frac{\text{risultato operativo}}{\text{ricavi}} \times \frac{\text{ricavi}}{\text{capitale investito}}$$

= reddittività delle vendite
= rotazione del capitale investito

Due modi per migliorare il ROI:

1. Migliorare la redditività delle vendite
2. Migliorare la rotazione del capitale investito

## I due fattori che determinano il valore del ROI

	Supermercato		Grande magazzino	
Ricavi	€10.000		€10.000	
Risultato operativo	400		2.000	
Capitale investito	1.000		5.000	

	Ricavi	diviso:	Capitale investito	=	Rotazione del capitale
Supermercato	€10.000		€1.000		= 10 volte
Grande magazzino	€10.000		€5.000		= 2 volte

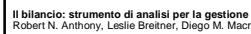
  

	Risultato operativo/Ricavi	x	Rotazione del capitale	=	Ritorno capitale investito (ROI)
Supermercato	0,04		10 volte		= 40%
Grande magazzino	0,20		2 volte		= 40%



salta scomposizione del ROI

(Brown , Du Pont, 1915)



- $$\frac{\text{utile}}{\text{nr. azioni in circolazione}} = \frac{24.000}{4.800} = \text{€ 5 per azione}$$

- $$\frac{\text{prezzo medio di mercato}}{\text{utile}} = \frac{35}{5} = 7$$

## I principali indicatori di performance



	Numeratore	Denominatore
<i>Performance generale:</i>		
1. R.O.E.	Risultato netto	Capitale netto
2. Utile per azione	Reddito netto	Numero di azioni ordinarie in circolazione
3. Rapporto Prezzo-Utili	Valore medio di mercato dell'azione	Utile per azione
4. R.O.I.	Risultato operativo	Capitale investito (*)
<i>Redditività:</i>		
5. Margine lordo %	Margine lordo	Ricavi
6. Reddito netto %	Reddito netto	Ricavi
7. Risultato operativo %	Risultato operativo	Ricavi

(\*) Capitale investito = Debiti finanziari + Capitale netto

## I principali indicatori di performance



	Numeratore	Denominatore
<i>Efficienza nell'utilizzo del capitale</i>		
8. Incasso dei crediti	Crediti commerciali	Ricavi a credito/365
9. Rotazione rimanenze	Costo del venduto	Rimanenze finali
10. Indice di liquidità	Attività correnti	Passività correnti
11. Quick ratio	Attività correnti - Rimanenze	Passività correnti
12. Indice di indebitamento	Debiti finanziari	Debiti F. + C.N.
13. Rotazione del capitale	Ricavi da vendite	Capitale investito (*)

(\*) Capitale investito = Debiti finanziari + Capitale netto