

SCHEMA DEL CONTO ECONOMICO

A) VALORE della Produzione

Ricavi
Variazioni Rimanenze di lavori in corso (Finali-Iniziali)
Incremento immobilizzazioni per lavori interni
Altri ricavi, Proventi e Contributi

B) COSTI della Produzione

Materie prime, merci e consumi
Servizi
Personale
Ammortamenti e Svalutazioni
Variazione rimanenze materie prime, merci
Accantonamenti e Oneri di gestione

VALORE meno COSTI : (A – B) = RISULTATO OPERATIVO LORDO (ROL o EBIT*)

- C) Proventi e Oneri finanziari (Interessi attivi e passivi, proventi da partecipazioni)
D) Rettifiche di valore di attività finanziarie (Rivalutazioni e Svalutazioni)
E) Proventi e Oneri straordinari (Plusvalenze e Minusvalenze)

RISULTATO PRIMA DELLE IMPOSTE: (A – B) ± C ± D ± E = EBT

Sottraendo le IMPOSTE dell'Esercizio si ha l'UTILE (o PERDITA) di ESERCIZIO

*EBIT: Earning before Interest and Taxes

IL CONTO ECONOMICO RICLASSIFICATO

- ❑ Lo schema illustrato in precedenza è quello previsto dal Codice Civile e dalla normativa europea. Ai fini della gestione è utile individuare i diversi livelli di risultato che portano alla formazione dell'utile netto aziendale:

- ◆ Il totale dei **RICAVI diminuito** di tutti i relativi **COSTI VARIABILI ESTERNI** costituisce il **MARGINE DI CONTRIBUZIONE** di 1° Livello o **VALORE AGGIUNTO (VA)**
- ◆ Il **VALORE AGGIUNTO (VA)** diminuito dei **COSTI INTERNI (VARIABILI E FISSI) DIRETTI** costituisce il **MARGINE OPERATIVO LORDO (MOL)**
- ◆ Togliendo al **MARGINE OPERATIVO LORDO** anche i **COSTI FISSI INDIRETTI** si ottiene il **MARGINE DI CONTRIBUZIONE** o **EBIT** o **RISULTATO/REDDITO OPERATIVO LORDO**
- ◆ L'**UTILE NETTO** o **RISULTATO NETTO DI ESERCIZIO** si ottiene infine sottraendo anche gli **Oneri finanziari, fiscali e straordinari**

	(€/000)
RICAVI	470.000
+ variazione rimanenze semilavorati e prodotti finiti	2.500
+ Incremento immobilizzazioni per lavori interni	0
+ contributi in conto esercizio	1.500
= VALORE DELLA PRODUZIONE	474.000
- Acquisti	-240.000
- Variazioni materie prime	-500
- Spese per servizi e godimento di terzi	-110.000
= VALORE AGGIUNTO	123.500
- Costo del Personale	-70.000
= MARGINE OPERATIVO LORDO (MOL o EBITDA)	53.500
- Ammortamenti immobilizzazioni materiali	-10.000
- Accantonamenti operativi	-1.000
- Ammortamenti immobilizzazioni immateriali	-1.000
+ Saldo ricavi/oneri diversi	500
= RISULTATO OPERATIVO LORDO (ROL o EBIT)	42.000
+ Proventi finanziari netti	18.000
- Oneri finanziari	-9.000
= UTILE CORRENTE	51.000
- Rettifiche attività finanziarie	-7.000
+ Risultato gestione straordinaria	-10.000
= RISULTATO PRIMA DELLE IMPOSTE	34.000
- Imposte	-15.000
= RISULTATO D'ESERCIZIO	19.000

FLUSSO DI CASSA OPERATIVO (OPERATING CASH FLOW)

- ❑ Differenza tra entrate e uscite monetarie derivanti dall'attività operativa dell'azienda in un dato periodo di tempo, ovvero le risorse finanziarie nette prodotte dall'azienda nel periodo indicato.
- ❑ Il suo valore si ottiene a partire dal risultato operativo (EBIT) al quale si aggiungono i costi non monetari (ammortamenti e accantonamenti, TFR, etc.) e la differenza positiva o negativa della variazione dei crediti e dei debiti di periodo

IL FLUSSO DI CASSA NETTO (FREE CASH FLOW)

- ❑ Si ottiene considerando anche le spese di investimento in detrazione al flusso di cassa operativo e dà la misura della capacità di autofinanziamento dell'azienda, ovvero della sua capacità di onorare i debiti e di remunerare il capitale di rischio

Schema di calcolo del FREE CASH FLOW

- ❑ *E' il flusso di cassa disponibile per pagare creditori e azionisti:*

1. + EBIT
2. + Ammortamenti di periodo
3. + Variazione TFR di periodo
4. Incremento/Decremento Capitale Circolante Netto(*)
5. Nuovi Investimenti/Disinvestimenti Capitale Fisso
6. + Investimenti pregressi netti attribuiti alla Commessa
7. = CASH FLOW OPERATIVO DISPONIBILE

FCF – 6. = RENDICONTO FINANZIARIO (Incassi – Esborsi)

(*) Il Capitale Circolante Netto è il Capitale Circolante Commerciale diminuito di Fondi per rischi e oneri, Altre attività/passività (+/-)

$$\text{ROIC} = (\text{NOPLAT} / \text{Capitale Investito netto}) \bullet 100$$

E' una percentuale dove:

❑ **NOPLAT** (Net Operating Profit Less Adjusted Taxes)

è uguale al:

❑ **Risultato Operativo Lordo (EBIT)**

◆ dedotte le Imposte se dovute (IRES e IRAP)

◆ dedotte le imposte sugli interessi

IRES: Imposta sul Reddito delle Società

IRAP: Imposta Regionale sulle Attività Produttive

❑ Possiamo scriverlo così:

$$\text{NOPLAT} = \text{EBIT} \bullet (1-t)$$

dove **t** è l'aliquota di imposizione fiscale

❑ Il **WACC**, definito come costo medio ponderato del capitale investito, stabilisce il tasso percentuale significativo di remunerazione del capitale investito e si determina calcolando la media ponderata sulla copertura del capitale investito tra:

❑ **Ke:** tasso di remunerazione dei mezzi propri (capitale sociale, riserve, risultato),

❑ **Kd:** tasso di remunerazione dei debiti finanziari (capitale di Terzi).

$$\text{WACC} = \text{Ke} \bullet \text{E} / (\text{E} + \text{D}) + \text{Kd} \bullet \text{D} / (\text{E} + \text{D})$$

dove **E** è il valore dei mezzi propri (Equity) e **D** è il valore del debito

$$\text{Ke} = \text{Risk Free Rate} + \text{Market Premium} \bullet \beta$$

$$\text{Kd} = (\text{Risk Free Rate} + \text{Spread}) \bullet (1-t)$$

Risk Free Rate: rendimento indicativo di investimenti sul medio/lungo termine a basso rischio (BTP a 10 anni)

Market Premium: remunerazione di un investimento in valori mobiliari

β: valore che riflette il rischio di uno specifico settore rispetto al resto del mercato azionario (Shipbuilding: 1,2)

t: aliquota di imposizione fiscale

ROIC > WACC



GENERAZIONE di VALORE

ROIC < WACC



DISTRUZIONE di VALORE

Ovvero il risultato economico rapportato al capitale investito (ROIC) deve essere maggiore del costo delle fonti finanziarie (WACC) per esserci creazione di valore.

In termini monetari si parla di:

VALORE AGGIUNTO ECONOMICO (VAE) o ECONOMIC VALUE ADDED (EVA)

E si calcola semplicemente con la seguente formula:

$$\text{VAE} = (\text{ROIC} - \text{WACC}) * \text{CAPITALE INVESTITO}$$

NOTA. Per stimare il WACC (fattore β), ci si basa sulle metodologie CAPM (Capital Asset Pricing Model): si tratta di un modello matematico, pubblicato da William Sharpe nel 1964, che determina una relazione tra il rendimento di un titolo e la sua rischiosità, misurata tramite un fattore di rischio, chiamato appunto β .

LO SCHEMA DEL VAE

- + RICAVI**
- TOTALE COSTI ESTERNI
- TOTALE COSTI INTERNI
- PRELIEVI DA MAGAZZINI
- TOTALE COSTI AMMINISTRATIVI
- TOTALE RECUPERI
- ± ONERI/PROVENTI DIVERSI

EBIT = REDDITO OPERATIVO

+ CIRCOLANTE NETTO

+ FISSO NETTO

- FONDO TFR

**CAP. INV. NETTO INIZIALE = ATTIVITA' FISSE
+ CAPITALE CIRCOLANTE**

+CLIENTI
+MAGAZZINI
+ALTRE ATTIVITA'
-FORNITORI
-ALTRE PASSIVITA'

+ IMMOBILIZZAZ.
- FONDO AMMORT.

$$\text{VAE} = \text{EBIT} * (1 - t) - \text{Capitale Investito Netto iniziale} \times \text{WACC}$$

Vediamo un esempio pratico con il VAE

- ❑ EBIT anno $n = 12$
- ❑ Investimenti fissi e in capitale circolante dell'anno $n-1 = 120$
- ❑ WACC = 10%
- ❑ $t = 30\%$

$$VAE = 12 \times (1-0,3) - 120 \times 0,1 = - 3,6$$

- ❖ Se capitale investito = 100 $VAE = 8,4 - 100 \times 0,1 = - 1,6$
- ❖ Se capitale investito = 80 $VAE = 8,4 - 80 \times 0,1 = + 0,4$

Considerazioni

- ✧ Il VAE valuta la creazione o la distruzione di valore per gli azionisti per un determinato periodo di previsione o per una commessa
- ✧ E' quindi un criterio di valutazione periodica dei risultati che si stanno conseguendo
- ✧ E' utilizzabile per:
 - ✓ Valutare le performance manageriali e l'impatto delle scelte in termini di fatturato, margini operativi, capitale investito, struttura finanziaria
 - ✓ Definire forme di compensazione e di incentivazione
 - ✓ Rapportarsi con la comunità finanziaria e con gli azionisti

VAE - Esempi illustrativi

La Società Gamma, quotata in Borsa, ha introdotto l'MBO per i Vertici su aumento dell'utile, del fatturato e del ROI e si trova a valutare un nuovo investimento (o una nuova commessa).

VALORI (MLDI LIRE)	ATTUALI DIMENSIONI	INCREMENTO DIMENSIONI	NUOVE DIMENSIONI
FATTURATO	2000	1500	3500
UTILE OPERATIVO	50	50	100
CAPITALE INVEST. NETTO	1000	500	1500
R.O.I.	5%	10%	6,7%

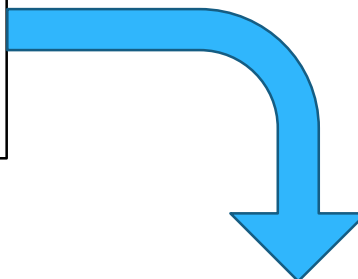
La valutazione del management non può che essere positiva in assoluto (immagine; +75% fatturato; +100% utile; +33% ROI) e anche relativamente ai propri MBO. Gli analisti finanziari, chiamati a valutare l'opportunità di sottoscrivere il collocamento di nuove azioni della Soc. Gamma, calcolano il WACC' pari all'11% e suggeriscono agli investitori di vendere le azioni Gamma.

COSTO CAPITALE %	11%	11%	11%
COSTO CAPITALE MLDI	110	55	165
VAE'	- 60	- 5	- 65

- ❑ **La generazione di valore richiede un cambiamento significativo nella gestione aziendale e dei sistemi di controllo**

DAL **CONTROLLO DI GESTIONE**

- ◆ Realizzazione dei Piani Operativi
- ◆ Monitoraggio dei risultati



AL **CONTROLLO DELLA PERFORMANCE**

- ◆ Monitoraggio della generazione/distruzione di valore
- ◆ Monitoraggio delle relazioni causali da cui questa dipende

ROI e ROE

$$\text{ROI} = \frac{\text{UTILE OPERATIVO NETTO}}{\text{CAPITALE INVESTITO NETTO}}$$

RITORNO SUL CAPITALE INVESTITO

(somma delle poste contabili relative alle attività investite nella gestione operativa)

$$\text{ROE} = \frac{\text{UTILE OPERATIVO NETTO}}{\text{PATRIMONIO NETTO}}$$

RITORNO SUL CAPITALE PROPRIO

- ❑ **Sono indicatori parziali per la misurazione del valore:**

- Si basano su una logica contabile
- Non considerano il costo del capitale
- Non considerano prospettive future
- Esprimono la redditività del capitale, ma non tengono conto del costo del capitale di finanziamento

ROE – Return On Equity

Per misurare la *redditività dell'azienda dal punto di vista degli azionisti* viene utilizzato il **rapporto tra il risultato operativo netto e il patrimonio netto** senza quindi utilizzare il WACC, ma invece il costo dei mezzi propri (**Cost of Equity: Ce**). Questo rapporto viene chiamato

$$\text{ROE (Return On Equity)} = \text{Risultato operativo netto} / \text{Patrimonio netto}$$

Con $\text{ROE} > \text{Ce}$ si ha ovviamente generazione di valore.

Tuttavia esso, se non confrontato con il ROI, cioè anche con il livello di indebitamento, può dare indicazioni contraddittorie sulla redditività.

Vediamo un esempio

	Azienda A	Azienda B
▪ Risultato operativo	300	350
▪ Oneri finanziari	100	50
▪ Imposte ($t = 30\%$)	60	90
▪ Risultato netto	140	210
▪ Patrimonio netto	1000	2000
▪ Debiti finanziari netti	2000	1000
▪ Capitale investito netto	3000	3000
▪ ROE dopo le imposte	$140/1000 = 14\%$	$210/2000 = 10,5\%$
▪ ROI dopo le imposte	$140/3000 = 4,7\%$	$210/3000 = 7\%$

DCF – Discounted Cash Flow

- ❑ Con la metodologia DCF si considerano tutte le entrate e tutte le uscite generate dalle attività aziendali verificando così le potenzialità future di creazione del valore attraverso la somma attualizzata dei flussi di cassa futuri ad un costo di opportunità, che è il costo del capitale (WACC)
- ❑ Si determina quindi un valore aggregato, generato nell'arco di tempo considerato, delle attività aziendali
- ❑ La verifica della capacità di creazione o distruzione del valore può essere fatta a livello di tutta l'attività aziendale e per una singola commessa di durata pluriennale
- ❑ Il calcolo semplificato del *valore attuale* (P) di una *somma futura* (V) dopo (n) anni, in funzione di un definito tasso annuo costante (i) di valorizzazione (interesse, rischio, WACC, inflazione) è ottenuto con la seguente formula:

$$\sum_{x=0}^n P_x = \sum_{x=0}^n V_n / (1 + i_x)^x$$

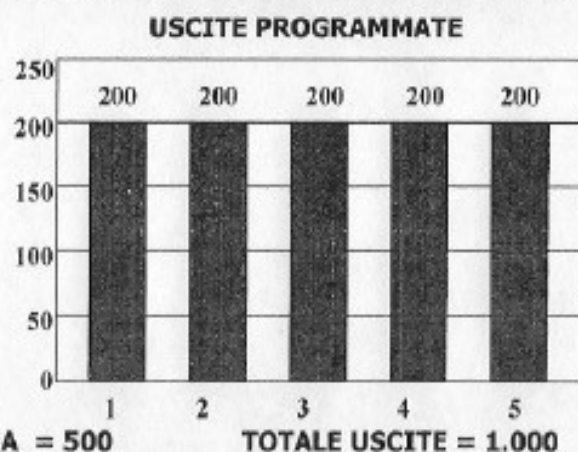
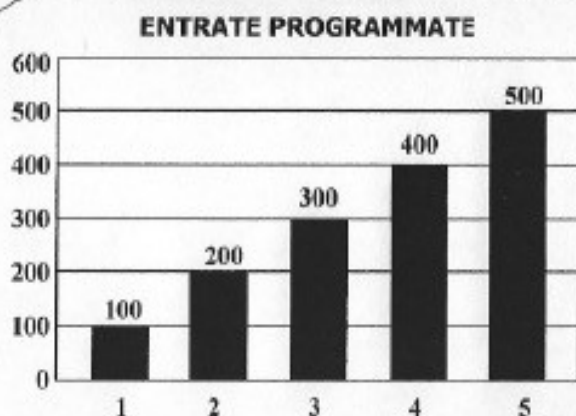
ATTUALIZZAZIONE DI UN VALORE FUTURO

Calcoliamo il Valore Attuale (P) di una somma futura (V):

- ✧ Viene offerta l'alternativa di **1500 €** alla fine di 5 anni o “X” Euro oggi
- ✧ Non si ha necessità della somma oggi in quanto verrebbe subito depositata rendendo un interesse annuo del 4%
- ✧ Che dimensione deve avere “X” per accettare?

$$V_5 = P(1+i)^5 \qquad P = \frac{V_5}{(1+i)^5}$$
$$P = \frac{1.500}{(1+0,04)^5} = \frac{1.500}{(1,217)} = 1.233$$

DCF - Discounted Cash Flow - VALORI CORRENTI



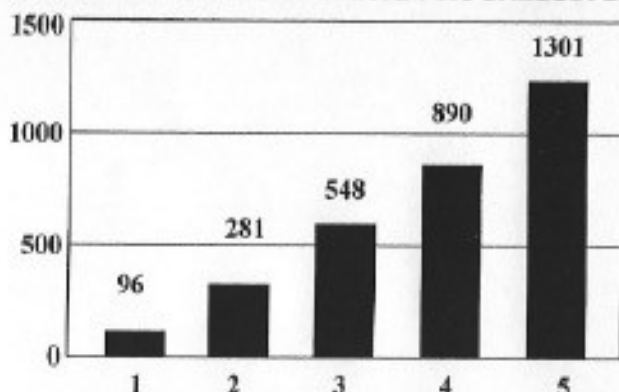
$$V_A = \frac{P_n}{(1+i)^n}$$

$$i = 4\%$$

Il tasso i rappresenta il rendimento di possibili investimenti alternativi cui si rinuncia (COSTO OPPORTUNITA')

DCF - Discounted Cash Flow VALORI ATTUALIZZATI e CUMULATI

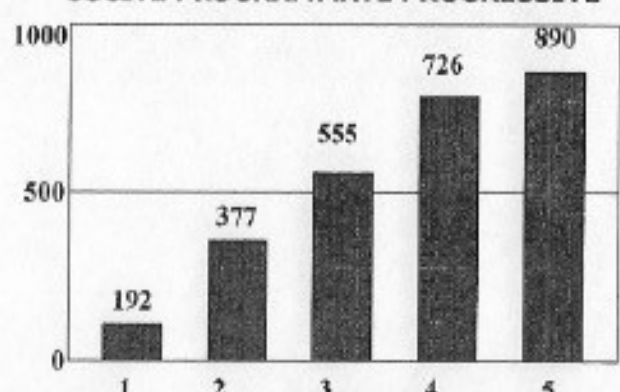
ENTRATE PROGRAMMATE PROGRESSIVE



TOTALE ENTRATE = 1.301

DIFFERENZA = 411

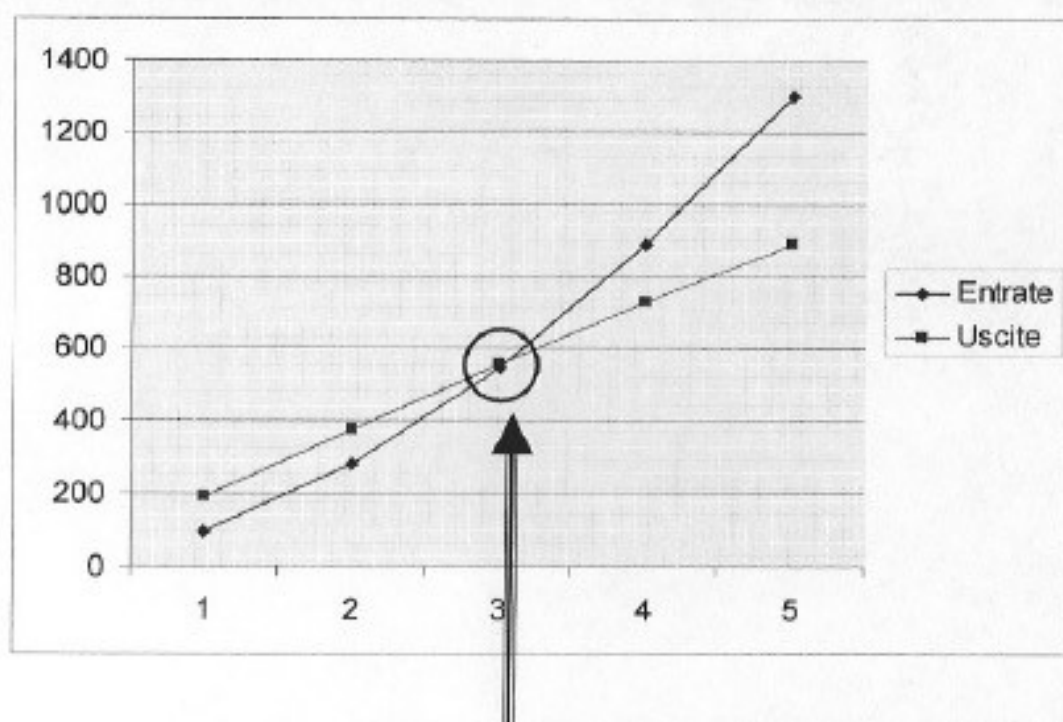
USCITE PROGRAMMATE PROGRESSIVE



TOTALE USCITE = 890

Il processo di attualizzazione consente di poter cumulare i valori ottenuti per i diversi periodi in quanto resi omogenei nel tempo (tempo 0) attraverso il processo stesso

VAN - Valore Attuale Netto del DCF VALORI ATTUALIZZATI e CUMULATI



PPF - PUNTO DI PAREGGIO FINANZIARIO

7.7 – Valutazione di convenienza economica degli investimenti

- ❑ **Per valutare la convenienza dell'investimento** è necessario valorizzare in maniera differenziale le variazioni economiche che si determinano con l'investimento stesso: *la creazione di valore dovuta all'investimento, ovvero la sua convenienza, si determina se i flussi di cassa operativi in entrata attualizzati sono superiori a quelli attualizzati in uscita.*
- ❑ **Per determinare i flussi di cassa** dell'investimento si prendono in considerazione le seguenti componenti:
 - ❖ Il maggiore risultato operativo (**EBIT**) determinato dall'investimento in termini di minori costi e di maggiori proventi per effetto prezzo, quali minori prestazioni di manodopera o consumi, e per effetto volume, quale maggiore capacità produttiva richiesta dal mercato,
 - ❖ Il maggiore esborso di cassa dovuto all'investimento fisso (**I**),
 - ❖ La variazione dell'ammortamento dovuta all'investimento/disinvestimento (**ΔA**),
 - ❖ La variazione di capitale circolante netto per effetto dell'investimento, quale la variazione dei volumi di attività (**ΔCCN**)

$$\text{Flusso di cassa operativo} = \text{EBIT} \times (1-t) + \Delta A - I - \Delta CCN$$

dove **t** è l'aliquota marginale di imposta.

VALORE ATTUALE NETTO DELL'INVESTIMENTO

- ❑ **L'attualizzazione dei flussi di cassa** viene effettuata al costo medio ponderato del capitale investito (**WACC**), con riferimento al periodo temporale di riferimento nel quale si può suddividere la vita utile dell'investimento (di norma l'anno)
- ❑ **I flussi di cassa e il costo del capitale** possono essere considerati in termini reali (senza inflazione) o nominali (con inflazione).
- ❑ **I flussi di cassa operativi vengono attualizzati** (cioè riportati alla data di valutazione) e sommati per ottenere il **Valore Attuale Netto (VAN)** dell'investimento, ovvero il valore creato dall'investimento alla data di valutazione, che dovrà essere positivo perché l'investimento sia approvato:

$$\text{VAN} = \sum_{n=0}^m \frac{\text{Flusso di cassa del periodo } n}{(1+\text{WACC}_n)^n} > 0$$

- **m**: anni dell'orizzonte temporale di valutazione più 1
- **n**: anni di sviluppo (n=0 è l'anno corrente)
- **WACC_n** è quello dell'anno corrente (costante)

PUNTO DI PAREGGIO FINANZIARIO

- ❑ Accanto alla valutazione positiva del **VAN** per ritenere conveniente l'investimento è necessario anche considerare il **Punto di Pareggio Finanziario (PPF)** o **Breakeven period/Discounted payback period**, inteso come il tempo entro il quale la somma dei benefici reali/attualizzati) generati dall'investimento pareggia l'esborso iniziale richiesto dall'investimento stesso.
- ❑ **Quando il PPF supera un certo valore, di norma 3-4 anni, l'investimento può essere ritenuto critico e la sua approvazione richiedere una valutazione ed una motivazione più sostenibile.**

Esemplificazione pratica....

- Investiamo 1 €/milione
- durata di 10 anni
- Ebit/anno di 0,2 €/mil dall'anno 1
- Ammort./anno di 0,1 €/mil
- Variazione cap. circ. di 0,05 €/a
- $t = 0,3$
- $WACC = 0,1$

Avremo i seguenti **Flussi di cassa (FCFF)** di periodo:

$$\text{Anno 0: FCFF} = 0,0 \cdot (1 - 0,3) + 0,1 - 0,05 = - 0,95$$

$$\text{Anno 1-10: FCFF} = 0,2 \cdot 0,7 + 0,1 - 0,05 = + 0,19$$

- ❑ **Calcoliamo il Valore netto generato negli anni dall'investimento:**

$$\begin{aligned} \text{VAN} &= - 0,95 / (1 + 0,1)^0 + 0,19 / 1,1^1 + 0,19 / 1,1^2 + \dots + 0,19 / 1,1^{10} = \\ &= - 0,95 + 0,173 + 0,157 + 0,143 + 0,13 + 0,118 + 0,107 + 0,097 + 0,089 + 0,08 + 0,073 \\ &= 0,22 \end{aligned}$$

- ❑ **Si tratta di un VAN positivo, ma il punto di pareggio è collocato dopo il 7° anno!**
- ❑ **In definitiva possiamo concludere che l'investimento è di convenienza dubbia!**