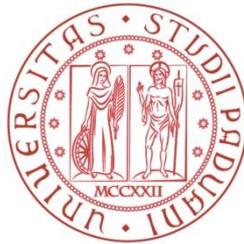


UNIVERSITA' DEGLI STUDI DI PADOVA

Dipartimento di Scienze Statistiche

Corso di Laurea Triennale in Statistica e Gestione delle Imprese



RELAZIONE FINALE

**L'ANALISI DI BILANCIO COME STRUMENTO DI
VALUTAZIONE DELL'ANDAMENTO AZIENDALE:
IL CASO IL FORNAIO DEL CASALE S.P.A.**

Relatore:

Prof. Francesco Naccarato

Dipartimento di Scienze Statistiche

Laureanda:

Martina Fidelfatti

Matricola N. 617382

Anno Accademico 2015/2016

Se credi di essere battuto, lo sarai.

Se ritieni di non saper osare, non oserai.

Se vorresti vincere, ma pensi di non riuscirci, è quasi certo che fallirai.

Se immagini di perdere, hai già perso,

perchè nel mondo è vero che il successo inizia dalla volontà dell'individuo,

è nella sua mente.

Se credi di venir surclassato, lo sarai.

Per elevarti devi puntare in alto, devi essere sicuro di te,

prima di poter vincere un premio.

Le battaglie umane non arridono sempre all'uomo più forte o veloce.

Prima o poi l'uomo che vince sarà l'uomo che crede di poter vincere.

Napoleon Hill, Pensa e arricchisci te stesso

Indice

Introduzione.....	7
1. L’analisi di bilancio: finalità e documenti rappresentativi.....	9
1.1 Le operazioni di gestione.....	12
1.2 Caratteristiche dei principali documenti contabili.....	17
2. Il caso ‘Il fornaio del Casale s.p.a.’.....	21
2.1 Dati anagrafici.....	21
2.2 Informazioni su dimensione e gruppo.....	22
2.3 Attuali esponenti.....	22
2.4 Prodotti.....	23
2.5 Analisi del settore in cui opera la società e andamento della gestione.....	24
3. Riclassificazione del bilancio aziendale.....	26
3.1 Stato patrimoniale in forma finanziaria.....	26
3.2 Costruzione e lettura dello Stato patrimoniale riclassificato.....	28
3.3 Conto economico a valore della produzione e valore aggiunto.....	31
3.4 Costruzione e lettura del Conto economico riclassificato.....	33
4. Indicatori per l’analisi di bilancio.....	36
4.1 Reddittività.....	37
4.2 Efficienza.....	43
4.3 Solidità patrimoniale.....	45
4.4 Struttura finanziaria.....	49
4.5 Situazione finanziaria.....	51

4.6 Turnover.....	55
4.7 Commenti all'analisi per indici.....	59
5. Analisi dei flussi.....	66
5.1 Flussi di cassa.....	66
5.2 Analisi del Rendiconto finanziario.....	67
Conclusioni.....	73
Bibliografia.....	77
Ringraziamenti.....	79

Introduzione

Con il presente lavoro ci si propone di esporre l'analisi di bilancio della società 'Il fornaio del Casale s.p.a.', attraverso i documenti disponibili e il calcolo dei principali indici, i quali saranno la base informativa per trarre conclusioni sullo stato di salute economico finanziario e patrimoniale della società, analizzata in un determinato arco temporale.

Il bilancio di esercizio, e l'insieme dei documenti che lo formano, si propongono come una sintesi delle operazioni di gestione economico e finanziaria che hanno caratterizzato la vita dell'azienda nel corso dell'esercizio e risultano essere uno strumento molto prezioso, sia per i portatori d'interessi interni all'azienda, sia per gli utenti esterni, per conoscere gli andamenti gestionali passati e le relative prospettive future. In questo modo, attraverso l'applicazione di opportuni indicatori, sarà possibile comprendere le cause che hanno determinato, durante la gestione, specifiche dinamiche patrimoniali e reddituali nonché le modificazioni della struttura aziendale.

Il lavoro che segue è stato suddiviso in cinque capitoli. In una prima parte viene riepilogato il ruolo del bilancio d'esercizio, con le sue finalità, le sue caratteristiche e la descrizione dei principali documenti che lo compongono. Nel secondo capitolo viene delineato il profilo della società, descrivendo alcune informazioni qualitative che caratterizzano l'impresa. Il terzo capitolo si occupa della riclassificazione dello Stato patrimoniale in forma finanziaria e del Conto economico riclassificato secondo lo schema a valore della produzione e valore aggiunto. I successivi due capitoli rappresentano la parte più corposa dell'analisi aziendale. Il quarto capitolo descrive e applica al caso di studio considerato i margini e gli indici più utilizzati nella pratica professionale dagli analisti e dagli aziendalisti. Questi indicatori rappresentano il miglior strumento per il controllo di gestione e sono fondamentali informazioni per gli stakeholders che agiscono intorno all'azienda. Saranno approfonditi gli indici reddituali atti a comprendere la capacità dell'impresa di generare ricchezza, quelli di efficienza in grado di valutare il miglioramento (o peggioramento) della produttività, gli indici di solidità e di liquidità che suggeriscono la 'bontà' della struttura aziendale ed infine gli indici di turnover, detti anche di rotazione. Un approfondimento sarà dedicato

anche all'effetto leva finanziaria, rilevabile dalla scomposizione dell'indice di redditività del patrimonio netto. Nel quinto capitolo saranno esaminati i flussi di cassa e il Rendiconto finanziario, grazie al quale è possibile analizzare la dinamica finanziaria della società, ovvero la capacità dell'impresa di generare flussi finanziari (disponibilità liquide) necessari allo svolgimento dell'attività imprenditoriale; il documento, in particolare, riassume le fonti che hanno incrementato i fondi liquidi disponibili per la società e gli impieghi che, al contrario, hanno comportato un decremento delle stesse liquidità.

In conclusione, si riporta un giudizio globale sull'andamento della società, e in particolare viene valutato il concetto di equilibrio aziendale, ossia la sua capacità di sopravvivere e svilupparsi, operando in condizioni di «equilibrio». Le condizioni di equilibrio aziendale sono articolate sotto tre diversi profili: economico, finanziario e patrimoniale, ed esprimono la capacità dell'azienda di perdurare nel tempo ottemperando adeguatamente ai propri fini istituzionali.

1. L'analisi di bilancio: finalità e documenti rappresentativi

Il bilancio d'esercizio è un documento necessario alla vita aziendale. Esso ha il compito di fornire un complesso di informazioni sulla situazione patrimoniale, economica e finanziaria della società nel periodo oggetto di analisi, che in genere coincide con la durata dell'anno solare.

Rappresenta il principale resoconto dell'azienda e interpretarlo correttamente è indispensabile sia per chi fa parte dell'impresa, come dirigenti e imprenditori, i quali hanno l'esigenza di controllarne la gestione, sia a chi è esterno come i finanziatori, i fornitori e i clienti che intendono avviare o mantenere dei rapporti d'affari.

Per interpretare un bilancio è necessario avere una conoscenza non superficiale, bensì devono essere noti i criteri e le regole secondo le quali esso è costituito, altrimenti la lettura sarà incerta e le decisioni prese in conformità ad essa saranno imprecise.

Al fine di garantire la capacità informativa del bilancio di esercizio e la tutela degli interessi permanenti, il legislatore civilistico ha disciplinato la struttura e il contenuto del bilancio e i metodi da seguire nella sua composizione. Le norme che si occupano della redazione di questo documento sono gli articoli del codice civile dal 2423 al 235-*bis*¹. Ai sensi dell'art. 2423 c.c il bilancio di esercizio si compone di tre parti: lo *Stato patrimoniale*, il *Conto economico* e la *Nota integrativa*.

Appare opportuno precisare che il bilancio è altresì corredato dalla Relazione sulla gestione e ove ne ricorrano i presupposti, dalla Relazione del collegio sindacale, dalla Relazione di certificazione e/o da ulteriori documenti.

Gli amministratori nella redazione del bilancio devono tendere a che il predetto documento contabile sia idoneo a soddisfare le attese di conoscenza dei soggetti interessati alle sorti dell'azienda.

Esso pertanto deve essere redatto:

¹ Il D.Lgs. 139/2015, di attuazione della Direttiva 2013/34/UE, modifica la sezione IX del Codice Civile riguardante la redazione dei bilanci, relativi agli esercizi aventi inizio dal 1° gennaio 2016, da parte delle società di capitali, includendo tra gli schemi obbligatori il Rendiconto finanziario, ad eccezione delle imprese che redigono il bilancio in forma abbreviata e delle "micro-imprese".

- con **chiarezza e precisione**, riferendosi all'intelligibilità dello stesso, cioè alla sua capacità di consentire ai terzi di conoscere e di giudicare nel modo più esauriente possibile lo stato dell'azienda. Il principio di chiarezza è violato nei seguenti casi:
 - a) quando le voci vengono raggruppate in modo difforme dalla struttura obbligatoria;
 - b) quando vengono omesse delle poste;
 - c) quando non vi è alcun commento sulle valutazioni effettuate con discrezionalità tecnica dagli amministratori;
 - d) quando viene omissso il raffronto delle voci di bilancio di due esercizi consecutivi;
- **in modo veritiero**: l'aderenza al vero richiede che i criteri valutativi siano ispirati a esigenze di reale rappresentazione dell'economia dell'azienda, senza incorrere in valutazioni eccedenti o insufficienti. Invece, quanto agli aspetti dei contenuti, richiede che tutti i documenti che costituiscono il bilancio comprendano tutte le informazioni strumentali per la reale interpretazione della struttura del capitale di funzionamento e delle modalità di formazione del reddito di periodo;
- con **correttezza**: si riferisce alle classi di valore soggette a processi valutativi, per le quali bisogna usare criteri di calcolo economico che devono rispettare i postulati di bilancio e dei principi contabili applicativi.

Per redigere un bilancio d'esercizio bisogna tener conto di tre principi fondamentali:

- il **principio della competenza** che è un presupposto di base per la corretta osservazione del divenire della produzione economica dell'impresa. Detto principio si fonda su tre regole:
 - 1) Non si possono imputare al conto economico costi o ricavi per i quali non siano stati conseguiti i relativi ricavi o sostenuti i correlativi costi. Il Conto economico deve essere depurato con delle rettifiche che si distinguono in:
 - Rimanenze (voce dei ricavi che indica quanti beni rimangono dal precedente esercizio): materie prime, semilavorati e prodotti finiti.
 - Ammortamenti (o rimanenze finali) di costi pluriennali che

rappresentano la quota annuale riservata ad un costo poliennale.

- Risconti (sono costi o ricavi sostenuti o conseguiti anticipatamente al correlativo ricavo o costo): risconti attivi (per i costi sostenuti anticipatamente; sono rettifiche di costo e voce dei ricavi) e risconti passivi (per i ricavi conseguiti anticipatamente; sono rettifiche di ricavo e voce dei costi)
- 2) Si rinviano costi già sostenuti o ricavi già conseguiti al risultato economico dell'esercizio successivo, in quanto sia attendibile che, nel futuro esercizio, debbano essere conseguiti o sostenuti i correlativi costi o ricavi. Da ciò si deduce che le rettifiche attuali saranno costi o ricavi nel bilancio d'esercizio successivo e che i costi o i ricavi si manifestino obbligatoriamente nell'esercizio successivo.
- 3) È necessario imputare al Conto economico costi o ricavi che durante l'esercizio non si sono manifestati finanziariamente, qualora i correlativi ricavi o costi abbiano già avuto sostenimento o conseguimento. Per manifestazione finanziaria s'intende la ricezione di un qualsiasi documento che attesti l'esistenza di un credito/debito e un incasso/pagamento (fattura, assegno, lettera contabile etc.).

Il principio di competenza economica comporta che i costi siano correlati ai ricavi, e ciò implica che i costi devono essere dedotti, non nell'esercizio in cui sono sostenuti, ma nell'esercizio in cui sono conseguiti i ricavi che hanno concorso a produrre.

Ciò significa che il bilancio deve essere redatto in base alla competenza economica e non alla competenza finanziaria.

- il **principio di continuità** dei bilanci e cioè, non bisogna solo tener conto della naturale corrispondenza tra bilancio di apertura e bilancio di chiusura dell'esercizio precedente, ma anche del mantenimento degli schemi dei conti annuali, del modo di presentazione scelto dei documenti contabili e dell'ordine delle voci.
- il **principio della prudenza**, il quale sostiene che le perdite devono sempre incidere sul risultato economico, mentre i profitti e gli utili sono attribuiti all'esercizio solo quando sono realizzati.

Analizzare il bilancio di esercizio, tenendo conto di questi principi, ci consente pertanto di esaminare adeguatamente e in modo approfondito la situazione

patrimoniale, economica e finanziaria di un'impresa. Dimensioni queste che vanno sempre analizzate e considerate unitariamente, integrate con ulteriori notizie e documenti interni ed esterni alla realtà aziendale, per poter esprimere un giudizio compiuto.

1.1. Le operazioni di gestione

Il modello del bilancio di esercizio rappresenta la sintesi delle operazioni fondamentali di gestione che caratterizzano la vita dell'impresa. Le operazioni di gestione producono variazioni nei valori del capitale iniziale, sia nei termini di impieghi effettuati (attività), sia nelle forme di finanziamento adottate (passività), modificando inoltre il capitale proprio in termini di reddito prodotto (flusso di ricavi al netto dei costi sostenuti).

Le operazioni di gestione possono essere così classificate:

- secondo il loro *profilo*, ovvero si considera l'*origine* dei valori che scaturiscono dalle operazioni, analizzandone il profilo finanziario ed economico; il profilo finanziario ricerca le origini e le modalità di copertura del fabbisogno finanziario, mentre il profilo economico è costituito dal processo tecnico-economico della produzione da cui scaturisce il reddito. I valori finanziari vengono riassunti nello Stato patrimoniale. Per quanto riguarda i valori economici bisogna distinguere tra: i) *valori economici-reddituali*, di cui viene fornito il dettaglio delle variazioni intervenute nel corso dell'esercizio nel Conto economico; ii) *valori economico-patrimoniali* che si riferiscono alle immobilizzazioni materiali e immateriali; tali valori vengono rilevati, al momento dell'entrata in azienda, nel loro ammontare lordo nello Stato patrimoniale, mentre, nel Conto economico, fanno partecipare alla formazione del reddito la differenza fra rimanenza iniziale e rimanenza finale. Successivamente, nel documento patrimoniale, viene fornita l'informazione sul valore finale delle immobilizzazioni (al lordo degli ammortamenti e l'ammontare del relativo fondo) e a ciò si aggiungono le immobilizzazioni finanziarie e le attività finanziarie a breve termine; iii) *valori di capitale proprio*, di cui viene illustrata sia la variazione subita in

termini di reddito prodotto², sia dei suoi valori finali, distinti nelle “parti ideali³”.

Nella pagina seguente è rappresentato uno schema riassuntivo.

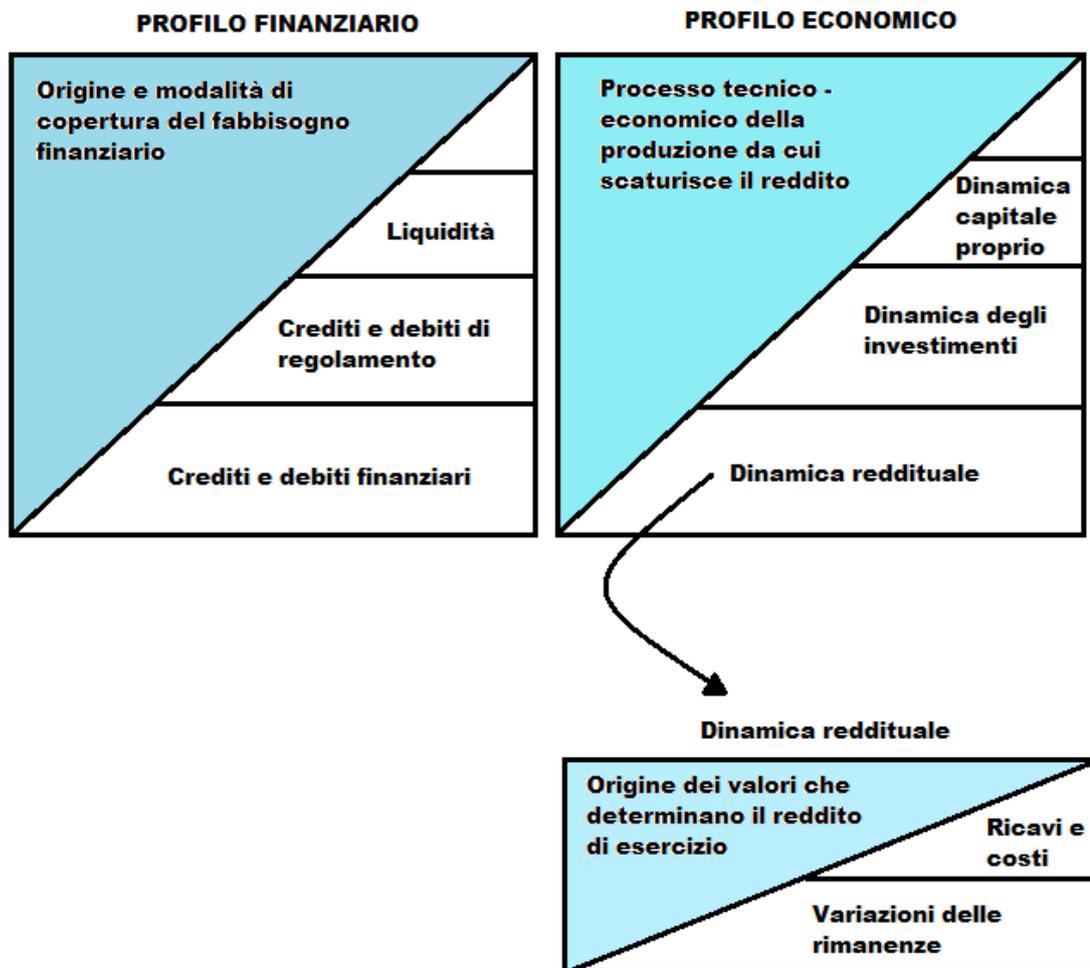


Figura 1 - Le operazioni classificate secondo il loro profilo

- secondo la loro *natura* si possono identificare quattro classi di operazioni gestionali:
 - 1) operazioni connesse al *finanziamento* dell'attività d'impresa, sia da parte di finanziatori esterni nei termini di capitale di terzi, sia di finanziatori istituzionali che dotano l'azienda di capitale proprio;
 - 2) operazioni attinenti l'*impiego* delle risorse finanziarie acquisite in fattori della produzione;

² Variazione che il capitale proprio subisce per effetto della gestione, nel Conto economico e nello Stato patrimoniale.

³ Capitale sociale, riserve di utili, riserve di capitale nello Stato patrimoniale.

- 3) operazioni di *trasformazione* dei fattori in prodotti mediante il processo economico-tecnico caratteristico dell'impresa;
- 4) operazioni di *vendita* del prodotto/servizio ovvero di temporaneo stoccaggio dei prodotti finiti in attesa della vendita.

Le operazioni di gestione producono variazioni nei valori del capitale iniziale, sia nei termini di impieghi effettuati (attività), sia nelle forme di finanziamento adottate (passività), modificando inoltre il capitale proprio in termini di reddito prodotto (flusso di ricavi al netto dei costi sostenuti).

Il modello di bilancio dà una sintesi compiuta di tali operazioni: le prime due classi presentano una natura economico-patrimoniale e finanziaria e vengono descritte nello Stato patrimoniale, mentre le ultime due hanno natura economico reddituale e trovano illustrazione nel Conto economico. La dinamica così descritta rappresenta un flusso continuo di operazioni aventi la finalità di generare nuova ricchezza all'interno dell'impresa. Il continuo che lega il susseguirsi delle operazioni, dal finanziamento all'impiego in fattori produttivi, dalla loro trasformazione al conseguimento dei prodotti e alla loro vendita, fa sì che le operazioni reddituali di realizzazione dei prodotti determinino nuove risorse disponibili per l'acquisizione di fattori produttivi, alimentando così un nuovo ciclo di produzione e di vendita.

La classificazione delle operazioni gestionali secondo la loro natura determina la divisione:

- nello Stato patrimoniale, tra le passività, nelle quali abbiamo le fonti di finanziamento (prima operazione di gestione) e tra le attività, dove troviamo gli impieghi di risorse (seconda operazione di gestione): tale forma di classificazione viene chiamata *finanziaria*.
 - Nel Conto economico, tra componenti negativi di reddito, ovvero i costi derivanti dalla trasformazione dei fattori in prodotti (terza operazione di gestione) e tra i componenti positivi di reddito, cioè i ricavi derivanti dalla vendita dei prodotti (quarta operazione di gestione): questa forma di classificazione viene chiamata *a costi ricavi e rimanenze*.
- secondo la loro *funzione* che ricoprono all'interno del processo svolto dall'azienda.

Come si può osservare dalla tabella a pagina seguente si possono identificare quattro aree gestionali comuni ad entrambi i documenti di bilancio e due aree “tipiche”, una peculiare del Conto economico, l'altra dello Stato patrimoniale.

Nella prima area rientrano:

- operazioni di carattere *reddituale*, che si esprimono nelle operazioni di acquisizione e consumo dei fattori produttivi di esercizio (materie prime, lavoro, servizi) e di vendita di prodotti e servizi derivanti dal processo di trasformazione dei fattori e dal loro collocamento sul mercato. Tali operazioni sono riassunte nel Conto economico e vengono anche dette *operazioni di gestione caratteristica corrente*;
- operazioni attinenti alla dinamica delle *immobilizzazioni* materiali e immateriali connesse con i processi di acquisizione, consumo e vendita dei fattori produttivi. Queste operazioni sono presenti sia nel Conto economico, per ciò che attiene alle stime circa il loro consumo e svalutazione, sia nello Stato patrimoniale, per ciò che riguarda i valori lordi e i relativi fondi di ammortamento;
- operazioni di natura finanziaria legate alla meccanica degli incassi delle vendite e dei pagamenti dei fattori produttivi. La dinamica dei crediti/debiti e della cassa viene evidenziata nello Stato patrimoniale.

Le operazioni che rientrano nella seconda area attengono:

- ai processi di negoziazione di crediti finanziari, in forma di titoli o di altre categorie di prestiti, all'acquisizione e alla vendita di immobili non destinati all'attività d'impresa (profilo patrimoniale);
- alla riscossione di proventi finanziari (aspetto reddituale).

Anche la terza area è caratterizzata da operazioni aventi una valenza patrimoniale, connesse al modificarsi delle fonti di finanziamento dell'impresa provenienti da terzi (accensioni e rimborsi di debiti finanziari) e una valenza reddituale che si manifesta nel pagamento di oneri finanziari.

L'area di gestione fiscale comprende le operazioni relative ai componenti di reddito esprimenti quote del reddito prodotto di competenza dell'Amministrazione Finanziaria; la determinazione dell'imposta di competenza compare nel Conto economico, mentre le posizioni di

credito/debito tra l'azienda e il fisco compaiono nello Stato patrimoniale. Alle prime quattro aree si aggiungono l'area di gestione straordinaria per il documento economico e l'area di gestione capitale proprio per il documento patrimoniale.

CLASSIFICAZIONE DELLE OPERAZIONI GESTIONALI SECONDO LA LORO FUNZIONE
Area di gestione CARATTERISTICA Operazioni che identificano la funzione economico-tecnica dell'impresa
Area di gestione ECONOMICO-PATRIMONIALE Operazioni connesse alle gestioni accessorie
Area di gestione FINANZIARIA Operazioni connesse alla gestione finanziaria
Area di gestione FISCALE Operazioni legate alla determinazione delle imposte sul reddito
Area di gestione STRAORDINARIA Operazioni avente carattere infrequente ed eccezionale
Area di gestione CAPITALE PROPRIO Operazioni connesse alla gestione del capitale proprio

Tabella 1 - Le operazioni classificate secondo la loro funzione

1.2. Caratteristiche dei principali documenti contabili

Dopo aver analizzato le finalità dell'analisi di bilancio, le informazioni necessarie ai diversi scopi dell'analisi, le verifiche necessarie ad assicurare la significatività e la veridicità dei suoi risultati ci occupiamo dei vari schemi di riclassificazione dei documenti contabili del bilancio che la dottrina e la prassi hanno sviluppato per analizzare l'impresa.

Come accennato precedentemente, infatti, la riclassificazione è finalizzata ad una migliore comprensione e interpretazione dei fatti fondamentali di gestione. In particolare gli schemi di riclassificazione possono essere divisi per tipologia a seconda della natura dell'azienda e degli obiettivi che si pone l'analista.

Lo **Stato patrimoniale** è un documento contabile che mostra il capitale di funzionamento di un'impresa in un determinato momento; esso evidenzia gli investimenti in essere (attività o impieghi) effettuati dall'impresa e le connesse modalità di finanziamento a titolo di debito (passività) o a titolo di rischio (patrimonio o capitale netto). Per sua struttura, mostra dunque, la tipologia degli impieghi di risorse e le fonti di finanziamento utilizzate per coprire il fabbisogno finanziario originato dagli impieghi, consentendoci così di comprendere i seguenti aspetti dell'azienda:

- la struttura del capitale investito (impieghi correnti e non correnti);
- le modalità di finanziamento (fonti proprie e terzi);
- la correlazione che si instaura tra gli impieghi e le fonti, in relazione alla loro natura e all'orizzonte temporale di riferimento.

La rielaborazione dello Stato patrimoniale viene operata impiegando determinati modelli o schemi che analizzano le poste dello Stato patrimoniale con un'unica chiave interpretativa. Sotto questo profilo vi sono:

- il *modello finanziario*, che prevede che le attività siano riclassificate in funzione della loro capacità a convertirsi in denaro (grado di liquidità) e le passività siano riclassificate in funzione della loro attitudine a richiedere denaro (grado di esigibilità).
- il *modello funzionale* o di pertinenza gestionale, che porta alla distinzione degli elementi del patrimonio in funzione della loro attitudine a esser convertiti in moneta;

- il *modello del ciclo operativo aziendale*, esclusivamente utilizzato dagli analisti interni, in quanto gli elementi del patrimonio sono distinti, secondo la durata del ciclo operativo aziendale, tra poste a breve e a medio – lungo termine. Tale analisi, ovviamente, risente del settore di attività e molte volte è differente anche tra imprese dello stesso settore.

L'analisi della situazione economica, invece ha come obiettivo la conoscenza del livello di remunerazione del capitale apportato dai soci e di quello investito da terzi e della tendenza ad operare in modo efficiente, cioè ottenendo il massimo risultato con il minimo costo. Il **Conto economico** evidenzia in modo dinamico le operazioni gestionali che hanno portato al risultato d'esercizio. L'analisi finanziaria ha principalmente come scopo quello di accertare:

- la capacità dell'impresa di far fronte agli impieghi assunti con i terzi;
- l'attitudine a generare flussi di cassa positivi.

Per quanto riguarda il Conto economico, comunemente vengono adottate due strutture:

- lo schema *a valore della produzione e valore aggiunto*, il quale prevede l'addensamento dei componenti di reddito intorno alle “aree della gestione”, la classificazione dei componenti negativi per natura, l'evidenza della “variazione delle rimanenze attive” e la forma scalare. La chiave di lettura di questo modello è la riclassificazione dei costi della produzione economico “per natura”, cioè guardando al “tipo di fattore produttivo” la cui acquisizione e il cui impiego hanno determinato il sostenimento dei costi;
- lo schema *a ricavi e costo del venduto* con la caratteristica di prevedere l'addensamento dei componenti di reddito intorno alle “aree della gestione”, la classificazione dei componenti negativi per destinazione, il trasferimento della “variazione delle rimanenze attive” nel costo del venduto e la forma scalare. I costi dell'area operativa sono considerati “per destinazione” quando si guarda gli ambiti funzionali ai quali è destinato il fattore produttivo, ambiti la cui attività determina l'impiego di tale fattore e, quindi, il sostenimento del costo.

Oltre ai documenti strettamente contabili (Stato patrimoniale e Conto economico), per effettuare una valida analisi è necessario disporre dei documenti interpretativi,

quali la Nota integrativa, la Relazione sulla gestione, il Verbale dell'assemblea ordinaria e la Relazione del collegio sindacale.

La Nota integrativa rappresenta la terza parte del bilancio di esercizio. Essa permette di migliorarne la capacità informativa e concorre a conseguire l'obiettivo della rappresentazione veritiera e corretta della situazione patrimoniale, di quella finanziaria e del risultato economico. Ha pertanto la funzione di descrivere e spiegare i dati contenuti nei prospetti contabili e quella di integrare ed ampliare le informazioni contenute in essi, ad uso dei lettori e utilizzatori del bilancio. Gli amministratori sono infatti tenuti obbligatoriamente alla redazione di questo documento che ha anche il compito di esporre ed argomentare i criteri di valutazione adottati per le varie voci, spesso troppo sintetizzate nei modelli di Stato patrimoniale e Conto economico.

La Nota integrativa deve indicare:

- 1) criteri applicati nella valutazione delle voci di bilancio;
- 2) variazioni intervenute delle voci dell'attivo e del passivo;
- 3) elenco delle partecipazioni;
- 4) ammontare globale dei debiti di durata residua superiore a cinque anni;
- 5) ammontare degli oneri finanziari imputati nell'esercizio a voci dell'attivo;
- 6) ammontare dei proventi da partecipazioni, diversi dai dividendi;
- 7) azioni di godimento, obbligazioni convertibili in azioni e titoli emessi dalla società, specificando il loro numero e i diritti che essi attribuiscono;

La **Relazione sulla gestione** è un documento informativo sull'andamento della gestione e sulla situazione della società. Esso deve specificare i settori in cui ha operato la società, con riferimento ai costi, ai ricavi e agli investimenti.

Gli amministratori devono delineare nella relazione:

1. le attività di ricerca e sviluppo,
2. i rapporti con le imprese,
3. il numero delle azioni,
4. i fatti di rilievo,
5. l'evoluzione della gestione,
6. gli obiettivi,
7. i rischi,
8. le sedi secondarie della società.

Il contenuto non è vincolato ad alcun schema o modello, l'unico limite presente è quello del divieto generale di non divulgare notizie riservate, che possono comportare un grave pregiudizio per l'azienda stessa.

Un altro documento allegato all'analisi di bilancio è il **Verbale dell'assemblea ordinaria**. L'assemblea è l'organo collegiale deliberativo della società per azioni ed è formata dai soci o dai loro rappresentanti.

L'ultimo documento utile per un'analisi più completa è la **Relazione del collegio sindacale**. Nell'ordinamento italiano il collegio sindacale è un organo di vigilanza presente nelle società di capitali e cooperative, ed è sempre obbligatorio nella società per azioni e nelle società in accomandita per azioni, mentre per le società a responsabilità limitata è facoltativo e può essere previsto nello statuto. Il collegio sindacale deve riunirsi almeno ogni novanta giorni. Delle riunioni deve essere redatto un verbale sull'apposito libro delle adunanze e delle deliberazioni. I doveri del collegio sindacale sono rappresentati da un'attività di vigilanza (Relazione ai sensi dell'art.2429 C.C.), che si occupa di vigilare sull'adeguatezza dell'assetto organizzativo, amministrativo e contabile della società, e da una funzione di revisione legale (ec art.14 del D.Lgs 39/2010) che accerta l'adeguatezza della redazione del bilancio d'esercizio, secondo i principi contabili enunciati dal CNDCEC⁴. In caso di danno alla società rispondono in solido con gli amministratori se il danno si poteva evitare se essi avessero vigilato come previsto dalla legge. La società può avviare in tali casi un'azione di responsabilità anche contro i sindaci stessi (art. 2407 c.c.). I sindaci possono denunciare al tribunale eventuali irregolarità riscontrate nella gestione.

⁴ Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti ed Esperti Contabili.

2. Il caso 'Il fornaio del Casale s.p.a.': dati identificativi

Dopo aver brevemente illustrato le finalità dell'analisi di bilancio ed aver raccolto i documenti necessari, analizzeremo come caso pratico la società 'Il fornaio del Casale s.p.a.', attraverso le variabili qualitative, che congiuntamente alle variabili quantitative, permettono di giungere ad un quadro più completo e approfondito dell'andamento aziendale, con un approccio sia storico che prospettico.

2.1. Dati anagrafici dell'impresa

'Il Fornaio del Casale' è una società per azioni ed è stata fondata nel 1988. L'azienda, che opera ormai da molti anni nel settore della produzione e commercializzazione di prodotti dolciari e da forno con serietà e correttezza, è riuscita ad



imporsi con una consolidata tradizione. L'impresa, infatti si distingue per qualità e stile, introducendo nel mercato prodotti sia tradizionali che innovativi, i quali hanno conquistato la credibilità e la fiducia della clientela, incrementando così il prestigio dell'azienda. È lo stesso Gecchele, proprietario dell'azienda, ad affermare che il segreto di questo successo è da ricercarsi in tre parole: "Innovare, ricercare e sviluppare". La flessibilità è un altro elemento importante per la società poichè la loro proposta varia in base all'area geografica a cui è destinato il prodotto. In questo senso, in casa Gecchele, un'attenzione particolare è dedicata allo studio dello 'scaffale'. Grazie a queste analisi, riescono ad offrire al cliente l'assortimento più adeguato alle abitudini del consumatore della zona, cercando inoltre di realizzare nuovi prodotti almeno ogni due anni.

Denominazione	Il Fornaio del Casale s.p.a.
Indirizzo Sede	Via M.Buonarroti, 5, 31032 Casale sul Sile TV
Codice Fiscale	02107660264
CCIAA/NREA	TV/188630
Forma Giuridica	Società per Azioni
Attività Economica Ateco 2007	G 4636 – Commercio all'ingrosso di zucchero, cioccolato, dolci e prodotti da forno
Data di costituzione dell'impresa	06/09/1988
Quotazione in borsa	No

Tabella 2 - Dati anagrafici dell'impresa

2.2. Informazioni su dimensione e gruppo

Ricavi di vendita	28.513.749 Euro
Utile netto	758.247 Euro
Totale attività	10.117.965 Euro
Dipendenti	44
N° azionisti registrati	8
N° partecipate registrate	0

Tabella 3 - Informazioni su dimensione e gruppo

2.3. Attuali esponenti aziendali

La società ha adottato un sistema di governo di tipo ordinario, caratterizzato dal fatto che l'assemblea, organo della società rappresentativo della volontà dei soci, nomina sia l'organo amministrativo (consiglio di amministrazione) sia quello di

controllo sulla gestione (collegio sindacale).

La suddivisione delle funzioni e dei poteri decisionali è così ripartita:

NOME	RUOLO	INCARICO
Sig. Darix Gecchele	Presidente Consiglio Amministrazione e Consigliere	Dal 29/04/2014 al 31/12/2016
Sig. Fiorenzo Botter	Vice Presidente Consiglio Amministrazione e Consigliere	Dal 29/04/2014 al 31/12/2016
Sig. Silvano Gecchele	Responsabile Tecnico	Dal 10/04/2014
De Faveri Giorgio	Presidente del Collegio Sindacale	Dal 23/04/2013
Marazzato Carla	Sindaco Effettivo	Dal 23/04/2013
Rainato Stefano	Sindaco Effettivo	Dal 23/04/2013
Tombacco Andrea	Sindaco Supplente	Dal 23/04/2013
Zarantonello Silvia	Sindaco Supplente	Dal 23/04/2013

Tabella 4 - Attuali esponenti aziendali

I signori azionisti, rappresentano in proprio, il 93,66% del capitale sociale della società.

2.4. Prodotti

Il punto di forza dell'impresa è rappresentato dalla varietà di prodotti, particolarmente ampia e innovativa. Negli ultimi anni infatti, le innovazioni hanno assunto un'importanza sempre maggiore per tutti i settori di business ed è ormai comunemente sentita la necessità di una costante e mirata attenzione alle opportunità di innovazione di prodotto e di immagine.

In base ai dati di mercato, il Sig. Darix Gecchele afferma che, proprio in materia di assortimento, 'Il fornaio del Casale' è la prima azienda a livello nazionale. La società espone infatti più di duecento prodotti che possono essere suddivisi nelle seguenti categorie:

- BISCOTTI
- PASTICCERIA
- TORTE PRONTE
- PREPARATI PER DOLCI
- MERENDINE
- PANE
- GRISSINI
- SPECIALITÀ REGIONALI
- SNACK
- PRODOTTI DA BANCO
- SALUTISTICI
- CARNEVALE



In particolare i prodotti del Carnevale rappresentano il 10% del fatturato complessivo dell'azienda.

2.5. **Analisi del settore in cui opera la società e andamento della gestione**

L'economia italiana è stata caratterizzata nell'anno 2014 da una lenta ripresa dei consumi delle famiglie. Nonostante le difficoltà dovute alla crisi, le aziende del settore dolciario e dei prodotti da forno hanno dimostrato di saper reagire, trovando i canali che permettano comunque una crescita. Le motivazioni vanno ricercate sicuramente, oltre che nelle capacità strategiche, nella qualità, nella originalità e nella sicurezza che i prodotti dei nostri pastai e delle nostre aziende dolciarie garantiscono.

Per quanto riguarda la società d'interesse, dalla relazione sulla gestione⁵, risulta che l'esercizio trascorso deve intendersi decisamente positivo. La società ha incrementato la propria quota di mercato in Italia e continua l'espansione nei mercati esteri a tassi elevati anche se a valori assoluti ancora contenuti. L'impresa sta continuando con il progetto di espansione del sito produttivo a fronte dell'acquisizione da parte della società locatrice di nuovi insediamenti limitrofi

⁵ Vedi cap. 3.5.

alla sede aziendale.

Nella tabella che segue sono indicati i risultati conseguiti negli ultimi tre esercizi in termini di valore della produzione, margine operativo lordo e risultato prima delle imposte.

	31/12/2014	31/12/2013	31/12/2012
Valore della produzione	28.710.442	26.292.300	23.810.695
Margine operativo lordo	1.341.627	1.330.625	514.615
Risultato prima delle imposte	1.195.144	1.187.809	472.662

Tabella 5 - Andamento della gestione aziendale

Nel corso dell'esercizio (anno 2014) sono stati effettuati investimenti nelle seguenti aree:

IMMOBILIZZAZIONI	ACQUISIZIONI DELL'ESERCIZIO
Terreni e fabbricati	0
Impianti e macchinari	178.388
Attrezzature industriali e commerciali	49.327
Altri beni	36.196

Tabella 6 - Investimenti aziendali

L'azienda prevede di effettuare ulteriori investimenti volti ad incrementare la produttività aziendale nel settore della produzione dolciaria.

3. Riclassificazione del bilancio e documenti allegati

Il bilancio d'esercizio rappresenta il punto di partenza necessario per la predisposizione di dati utili per le successive analisi; una volta completato e controllato è possibile procedere concretamente alle operazioni legate all'analisi, giungendo alla riclassificazione dei valori. Nella riclassificazione i dati vengono raggruppati, riordinati e disposti in modo da evidenziare fenomeni e grandezze attinenti la gestione economica, patrimoniale e finanziaria dell'impresa.

È una procedura di rilevante importanza ai fini di una migliore comprensione ed interpretazione dei fatti fondamentali di gestione, che spesso non risultano evidenti dalla lettura degli schemi tradizionali di bilancio previsti dalla norma civilistica. La riclassificazione è, dunque, tesa a ristrutturare gli aggregati di bilancio per convertire la struttura finalizzata alla resa dei conti nella struttura finalizzata all'analisi.

È importante ricordare che la riclassificazione non modifica i risultati di sintesi del bilancio d'esercizio, ma tende a riproporre i dati in modo più rispondente alle successive elaborazioni, ovvero si rendono i dati dello Stato patrimoniale e del Conto economico più consoni alle esigenze di analisi.

Esistono diversi schemi di riclassificazione che possono essere divisi per tipologia a seconda della natura dell'azienda e degli obiettivi che si pone l'analista contabile.

Di seguito vengono riportate le riclassificazioni dello Stato patrimoniale in forma finanziaria e del Conto economico a valore della produzione e valore aggiunto, in Euro, relative agli anni 2012, 2013 e 2014, utili per una corretta e approfondita analisi dell'azienda 'Il fornaio di Casale s.p.a.'.

3.1. Stato patrimoniale in forma finanziaria

Lo Stato patrimoniale è la fonte primaria per accertare il grado di solvibilità a breve e a lungo termine dell'azienda e per valutare la sua capacità di far fronte in modo tempestivo ai pagamenti. Il criterio di classificazione dei valori, adatto a soddisfare questa esigenza è quello finanziario, secondo il quale i singoli valori vengono intesi come un insieme di impieghi e di fonti di finanziamento in essere

al momento in cui il bilancio è redatto.

La forma espositiva si presenta in questo modo:

- la sezione di sinistra (Impieghi), corrisponde al totale dell'Attivo, e rappresenta il fabbisogno finanziario totale dell'azienda in un determinato istante;
- nella sezione di destra (Fonti) sono presentate le poste al totale del Passivo e costituiscono i mezzi di copertura del predetto fabbisogno.

IMPIEGHI	FONTI
Rimanenze	Passivo Corrente
Attivo Corrente	Passivo Consolidato
Attivo Immobilizzato	Patrimonio Netto

Tabella 7 - Forma espositiva dello Stato patrimoniale

Per riclassificare gli elementi dell'attivo si adotta, in particolare, il criterio della liquidità, cioè si tiene conto della loro attitudine a trasformarsi, con maggiore o minore tempestività, in entrate monetarie. Per gli elementi del passivo si adotta, invece, il criterio dell'esigibilità, ovvero si considera il termine entro il quale occorre far fronte agli impieghi.

In modo convenzionale si fa riferimento al periodo di un anno per distinguere gli elementi degli impieghi e delle fonti.

Dalla riclassificazione finanziaria emergono alcuni aggregati fondamentali per l'analisi dell'equilibrio finanziario dell'impresa e per la valutazione qualitativa del capitale investito e delle fonti di finanziamento.

Per ciò che concerne agli aggregati significativi ricordiamo:

- l'Attivo corrente dato dalla somma degli impieghi a breve termine: liquidità immediate, liquidità differite e le rimanenze;
- il Passivo corrente, composto da tutte le fonti di finanziamento che scadono entro l'esercizio;
- l'Attivo immobilizzato, che comprende tutti gli impieghi aventi una durata pluriennale, e cioè le immobilizzazioni materiali, immateriali e finanziarie;
- il Passivo consolidato, in cui sono presenti i debiti a lunga scadenza che

richiederanno mezzi di pagamento oltre l'esercizio;

- il Patrimonio netto, rappresentato dal capitale sociale, dalle riserve e dagli utili.

3.2. Costruzione e lettura dello Stato patrimoniale riclassificato

Di seguito viene presentato lo Stato patrimoniale riclassificato secondo il criterio finanziario, nel periodo considerato, ovvero dal 2012 al 2014. Vengono evidenziati, oltre ai valori numerici le relative percentuali. Le ultime quattro colonne sono dedicate alle variazioni assolute e percentuali verificatesi durante il triennio.

ATTIVO	2012		2013		2014		Δ 2014 - 2013		Δ 2014 - 2012	
	€	%	€	%	€	%	Valore assoluto	%	Valore assoluto	%
Cassa, banche e c/c postali	142.294	1,62%	450.395	4,95%	261.155	2,58%	- 189.240,00	-42,02%	118.861,00	83,53%
Liquidità immediate	142.294	1,62%	450.395	4,95%	261.155	2,58%	- 189.240,00	-42,02%	118.861,00	83,53%
Crediti commerciali	5.170.472	58,92%	5.218.884	57,30%	6.100.255	60,29%	881.371,00	16,89%	929.783,00	17,98%
Crediti tributari	116.337	1,33%	131.443	1,44%	333.223	3,29%	201.780,00	153,51%	216.886,00	186,43%
Altri crediti correnti	144.930	1,65%	177.763	1,95%	70.426	0,70%	- 107.337,00	-60,38%	- 74.504,00	-51,41%
Liquidità differite	5.431.739	61,90%	5.528.090	60,70%	6.503.904	64,28%	975.814,00	17,65%	1.072.165,00	19,74%
Materie prime, sussidiarie e di consumo	343.421	3,91%	376.371	4,13%	473.936	4,68%	97.565,00	25,92%	130.515,00	38,00%
Prodotti finiti e merci	1.031.176	11,75%	1.139.032	12,51%	1.326.059	13,11%	187.027,00	16,42%	294.883,00	28,60%
Rimanenze	1.374.597	15,66%	1.515.403	16,64%	1.799.995	17,79%	284.592,00	18,78%	425.398,00	30,95%
ATTIVO CORRENTE	6.948.630	79,18%	7.493.888	82,28%	8.565.054	84,65%	1.071.166,00	14,29%	1.616.424,00	23,26%
Partecipazioni e crediti verso altre imprese	2.470	0,03%	2.470	0,03%	2.470	0,02%	-	0,00%	-	0,00%
Altri crediti non correnti	129.429	1,47%	120.675	1,33%	7.728	0,08%	- 112.947,00	-93,60%	- 121.701,00	-94,03%
Immobilizzazioni finanziarie	131.899	1,50%	123.145	1,35%	10.198	0,10%	- 112.947,00	-91,72%	- 121.701,00	-92,27%
Impianti e macchinari	793.143	9,04%	720.846	7,92%	745.534	7,37%	24.688,00	3,42%	47.609,00	-6,00%
Attrezzature industriali e commerciali	437.322	4,98%	419.944	4,61%	420.991	4,16%	1.047,00	0,25%	- 16.331,00	-3,73%
Immobilizzazioni in corso e acconti	82.255	0,94%	18.000	0,20%	58.766	0,58%	40.766,00	226,48%	- 23.489,00	-28,56%
Altri beni	92.841	1,06%	77.821	0,85%	83.529	0,83%	5.708,00	7,33%	9.312,00	-10,03%
Immobilizzazioni materiali	1.405.561	16,02%	1.236.611	13,58%	1.308.820	12,94%	72.209,00	5,84%	- 96.741,00	-6,88%
Costi di impianto e di ampliamento	2.690	0,03%	1.345	0,01%	-	-	- 1.345,00	-100,00%	- 2.690,00	-100,00%
Costi di ricerca, di sviluppo e di pubblicità	79.566	0,91%	39.783	0,44%	-	-	- 39.783,00	-100,00%	- 79.566,00	-100,00%
Concessioni, licenze, marchi e diritti simili	61.066	0,70%	95.457	1,05%	65.783	0,65%	- 29.674,00	-31,09%	4.717,00	7,72%
Avviamento	39.373	0,45%	31.778	0,35%	24.184	0,24%	- 7.594,00	-23,90%	- 15.189,00	-38,58%
Altre	106.778	1,22%	85.230	0,94%	84.786	0,84%	- 444,00	-0,52%	- 21.992,00	-20,60%
Immobilizzazioni immateriali	289.473	3,30%	253.593	2,78%	233.893	2,31%	- 19.700,00	-7,77%	- 55.580,00	-19,20%
ATTIVO IMMOBILIZZATO	1.826.933	20,82%	1.613.349	17,72%	1.552.911	15,35%	- 60.438,00	-3,75%	- 274.022,00	-15,00%
ATTIVO NETTO	8.775.563	100,00%	9.107.237	100,00%	10.117.965	100,00%	1.010.728,00	11,10%	1.342.402,00	15,30%

PASSIVO	2012		2013		2014		Δ 2014 - 2013		Δ 2014 - 2012	
	€	%	€	%	€	%	Valore assoluto	%	Valore assoluto	%
Debiti commerciali	2.762.828	31,48%	2.815.813	30,92%	2.907.087	28,73%	91.274,00	3,24%	144.259,00	5,22%
Debiti tributari	142.425	1,62%	417.369	4,58%	159.839	1,58%	- 257.530,00	-61,70%	17.414,00	12,23%
Altri debiti operativi	1.288.572	14,68%	1.585.604	17,41%	1.845.986	18,24%	260.382,00	16,42%	557.414,00	43,26%
Debiti correnti verso banche e altri finanziatori	2.121.911	24,18%	1.402.732	15,40%	1.890.603	18,69%	487.871,00	34,78%	231.308,00	-10,90%
PASSIVO CORRENTE	6.315.736	71,97%	6.221.518	68,31%	6.803.515	67,24%	581.997,00	9,35%	487.779,00	7,72%
Debiti verso banche e altri finanziatori non correnti	1.137.892	12,97%	1.000.879	10,99%	1.105.021	10,92%	104.142,00	10,41%	32.871,00	-2,89%
TFR e Fondi per rischi e oneri (quota consolidata)	298.012	3,40%	324.382	3,56%	390.723	3,86%	66.341,00	20,45%	92.711,00	31,11%
PASSIVO CONSOLIDATO	1.435.904	16,36%	1.325.261	14,55%	1.495.744	14,78%	170.483,00	12,86%	59.840,00	4,17%
MEZZI DI TERZI (Pass. Corr. + Pass. Cons.)	7.751.640	88,33%	7.546.779	82,87%	8.299.259	82,02%	752.480,00	9,97%	547.619,00	7,06%
Capitale sociale	400.000	4,56%	400.000	4,39%	400.000	3,95%	-	0,00%	-	0,00%
Riserve	316.022	3,60%	403.923	4,44%	660.459	6,53%	256.536,00	63,51%	344.437,00	108,99%
Utile (perdita) dell'esercizio	307.901	3,51%	756.535	8,31%	758.247	7,49%	1.712,00	0,23%	450.346,00	146,26%
PATRIMONIO NETTO	1.023.923	11,67%	1.560.458	17,13%	1.818.706	17,98%	258.248,00	16,55%	794.783,00	77,62%
PASSIVO + PATRIMONIO NETTO	8.775.563	100,00%	9.107.237	100,00%	10.117.965	100,00%	1.010.728,00	11,10%	1.342.402,00	15,30%

Figura 2 - Stato patrimoniale riclassificato in forma finanziaria

Prendendo in considerazione lo Stato patrimoniale del triennio 2012-2014 riclassificato secondo il criterio finanziario si possono trarre diverse considerazioni.

L'azienda ha una struttura degli impieghi (attivo) molto elastica tanto che l'attivo corrente ha un'incidenza sul totale attivo che passa dal 79,18% nel 2012 al 84,65% nel 2014. Questo in quanto l'aumento significativo del fatturato si è riflesso in un incremento delle disponibilità liquide, dei crediti operativi e delle rimanenze di magazzino. La rilevanza di tale incremento è stata tale da aumentare il grado di elasticità degli impieghi nonostante nel corso del triennio l'azienda abbia sostenuto degli investimenti, soprattutto nelle immobilizzazioni materiali, che hanno aumentato, in termini assoluti, l'attivo immobilizzato. Avere un'elevata elasticità degli impieghi significa che il tempo con cui gli elementi patrimoniali tornano in azienda in forma liquida è inferiore rispetto al caso in cui l'azienda avesse una struttura patrimoniale più rigida, riducendo così il rischio di insolvenza per quanto concerne gli impegni finanziari.

Nel grafico che segue viene messo in evidenza la composizione dell'attivo netto nel corso del triennio considerato. Si può notare che l'attivo netto è composto per più del 60% dalle liquidità differite mentre è quasi irrisoria la parte delle liquidità immediate.

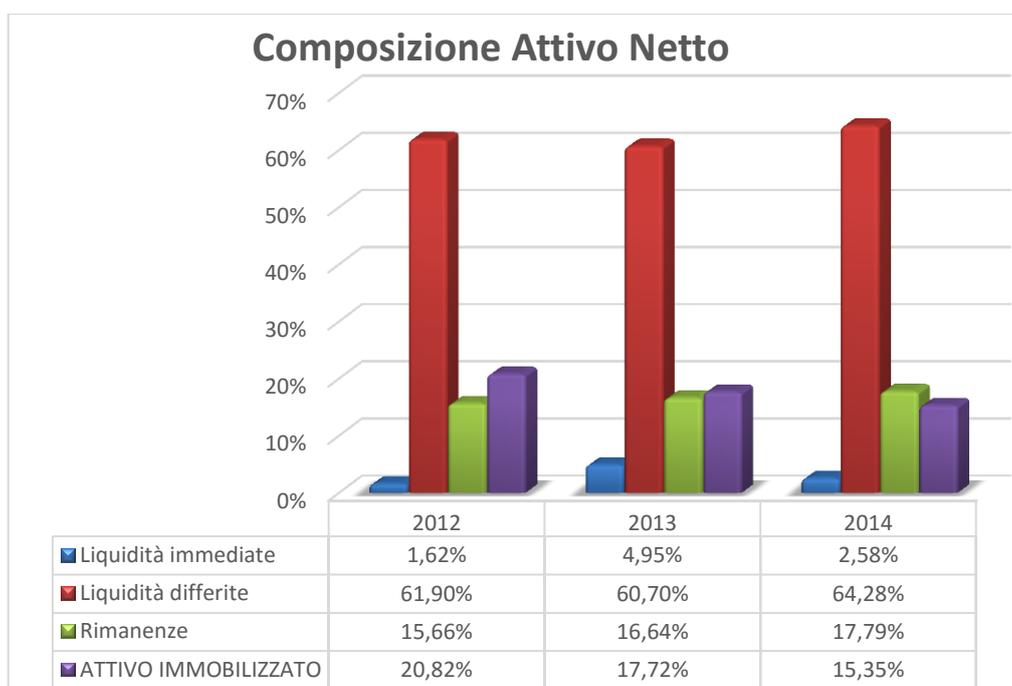


Figura 3 - Composizione dell'attivo netto

Per quanto riguarda il passivo, è importante mettere in evidenza come, anche qui, il passivo corrente aumenta in termini assoluti per effetto della crescita del volume d'affari, tuttavia l'incidenza che questo aggregato ha sul totale passivo diminuisce dal 2012 al 2014 per effetto della patrimonializzazione degli utili conseguiti in questo triennio che hanno comportato un aumento significativo del patrimonio netto più che proporzionale rispetto all'aumento assoluto dei debiti operativi correnti, passando da 1,02 M a 1,8 M. Questo agevola l'azienda nel far fronte alle passività di breve periodo, sapendo inoltre che l'attivo corrente è aumentato, comportando quindi in aggregato, un aumento del Capitale Circolante Netto non indifferente.

Nel grafico si può osservare come il passivo corrente rappresenta il corpo principale della composizione del passivo sommato al patrimonio netto.

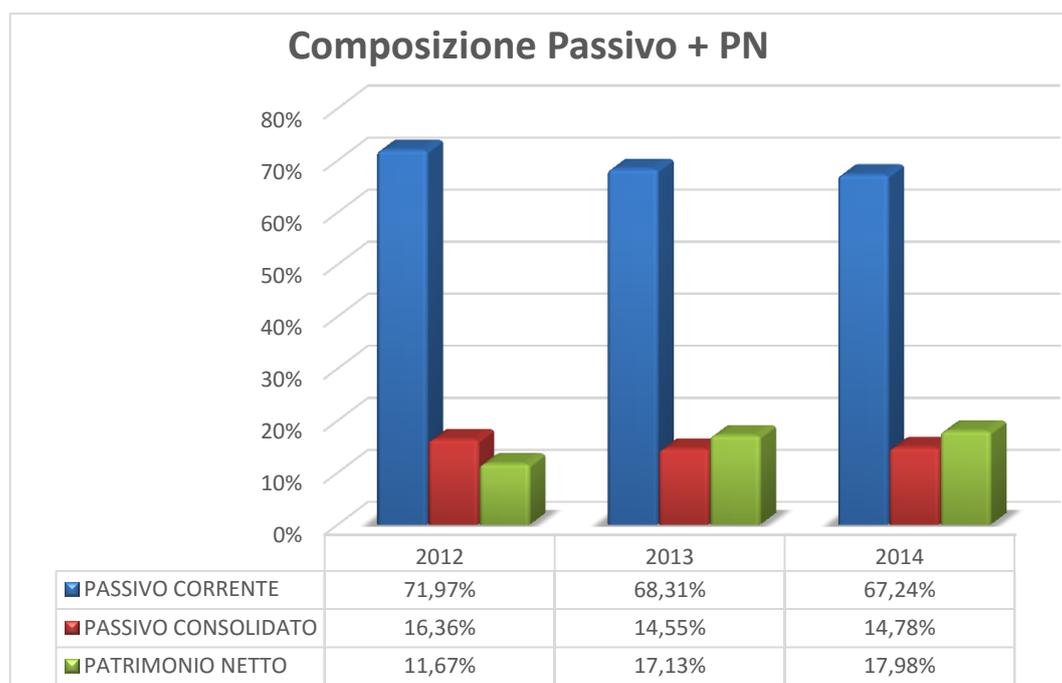


Figura 4 - Composizione del passivo più patrimonio netto

Il successivo grafico rappresenta il valore assunto dal Capitale Circolante Netto (differenza tra Attivo corrente e Passivo corrente) dal 2012 al 2014. Nel corso del triennio il margine, quasi, triplica, ciò significa che le attività correnti crescono molto più delle passività correnti.

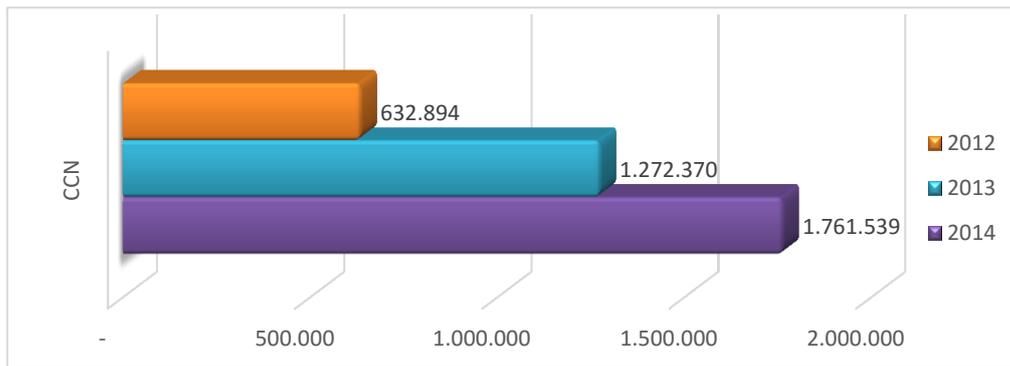


Figura 5 – Valori del Capitale Circolante Netto

3.3. Conto economico a valore della produzione e valore aggiunto

Per un'analisi di bilancio il più possibile completa, oltre alla riclassificazione dello Stato patrimoniale, è necessario procedere a riclassificare anche il Conto economico, in quanto anche quest'ultimo documento deve essere rielaborato, rispetto alla sua struttura civilistica (art. 2425 c.c.), per poter fornire delle informazioni precise sulla situazione e sull'andamento aziendale.

Il Conto economico ha la funzione di evidenziare il risultato d'esercizio attraverso la rappresentazione delle risorse consumate e dei ricavi conseguiti, cioè dei costi e dei ricavi di esercizio. In modo esemplificativo lo potremmo intendere quale strumento di rappresentazione della dinamica dei fatti gestionali che hanno determinato le variazioni rilevabili nello Stato patrimoniale dello stesso esercizio rispetto a quello precedente.

Il Conto economico riclassificato presenta una forma scalare poichè l'obiettivo è quello di separare il risultato economico della gestione non tipica, in modo da isolare e mettere in evidenza il reddito operativo, risultato che sancisce la qualità e la sostenibilità economica della missione strategica e del core aziendale. Permette di evidenziare le logiche di formazione del risultato di esercizio attraverso risultati intermedi e di rappresentare il contributo di ciascuna area della gestione, in particolare gestione caratteristica e gestione extra-caratteristica.

Nello specifico, le aree della gestione economica si suddividono in:

- gestione caratteristica o tipica: comprende tutte le voci inerenti i processi di acquisizione, trasformazione, vendita di prodotti e/o servizi che caratterizzano l'attività aziendale;
- gestione accessoria: ne fanno parte tutte quelle attività svolte con

continuità ma estranee alla gestione tipica dell'azienda;

- gestione finanziaria: comprende le voci legate ai costi e ai proventi della struttura finanziaria e degli investimenti aziendali, in sintesi gli oneri e i proventi di natura finanziaria;
- gestione straordinaria: collegata alle operazioni, in genere prive di continuità, che determinano componenti di reddito non riferibili alle combinazioni produttive dell'esercizio;
- gestione fiscale: riguarda l'insieme dei rapporti che intercorrono tra l'impresa e l'amministrazione finanziaria.

La struttura del Conto economico a costo della produzione e valore aggiunto è quella più adottata dalla prassi italiana e consente di verificare se l'impresa produce ricchezza in termini reddituali e, quindi, se essa crea valore. La scomposizione del reddito globale nei vari risultati parziali riferiti alle diverse aree gestionali, consente di individuare e misurare in termini economici il contributo positivo o negativo di ciascuna di esse al risultato globale. La soluzione proposta è volta ad identificare il valore aggiunto della produzione e successivi margini intermedi, pervenendo a risultati economici di fondamentale rilievo informativo, quali:

- Valore della produzione: entità complessiva del reddito prodotto al lordo dei fattori che hanno concorso alla sua realizzazione;
- Valore aggiunto: capacità dell'azienda, mediante l'attività di acquisto-produzione-vendita, di "aggiungere valore" ai beni ed ai servizi acquistati presso terzi;
- Margine operativo lordo (MOL o EBITDA): risultato economico della gestione tipica al lordo degli ammortamenti e degli accantonamenti.
- Margine operativo netto (EBIT): è l'espressione del risultato aziendale prima delle imposte e degli oneri finanziari.
- Reddito netto, ovvero l'utile dell'esercizio, ottenuto dalla gestione extracaratteristica.

3.4. Costruzione e lettura del Conto economico riclassificato

Per la riclassificazione del Conto economico sono stati calcolati i valori percentuali, indicanti l'incidenza che le singole voci hanno sui ricavi netti di vendita.

Inoltre, come per lo Stato patrimoniale, sono state state riservate le ultime quattro colonne per evidenziare le variazioni assolute e percentuali avvenute nel triennio.

	2012		2013		2014		Δ 2014 - 2013		Δ 2014 - 2012	
	€	%	€	%	€	%	Valore assoluto	%	Valore assoluto	%
Ricavi delle vendite e delle prestazioni	23.565.932	98,97%	26.058.549	99,11%	28.513.749	99,31%	2.455.200,00	9,42%	4.947.817,00	21,00%
Altri ricavi e proventi (relativi alla gestione caratteristica)	244.763	1,03%	233.751	0,89%	196.693	0,69%	- 37.058,00	-15,85%	- 48.070,00	-19,64%
Ricavi netti di vendita	23.810.695	100,00%	26.292.300	100,00%	28.710.442	100,00%	2.418.142,00	9,20%	4.899.747,00	20,58%
VALORE DELLA PRODUZIONE	23.810.695	100,00%	26.292.300	100,00%	28.710.442	100,00%	2.418.142,00	9,20%	4.899.747,00	20,58%
Costi per materie prime, sussidiarie, di consumo e di merci	14.316.027	60,12%	16.073.528	61,13%	17.554.852	61,14%	1.481.324,00	9,22%	3.238.825,00	22,62%
Variazioni delle rimanenze di materie prime	84.073	0,35%	- 140.805	-0,54%	- 284.592	-0,99%	- 143.787,00	-102,12%	- 368.665,00	-438,51%
Consumo di materie prime	14.400.100	60,48%	15.932.723	60,60%	17.270.260	60,15%	1.337.537,00	8,39%	2.870.160,00	19,93%
Costi per servizi	6.282.891	26,39%	6.202.420	23,59%	6.986.354	24,33%	783.934,00	12,64%	703.463,00	11,20%
Costi per godimento di beni di terzi	675.698	2,84%	716.329	2,72%	772.657	2,69%	56.328,00	7,86%	96.959,00	14,35%
Oneri diversi di gestione (relativi alla gestione caratteristica)	28.448	0,12%	38.425	0,15%	56.860	0,20%	18.435,00	47,98%	28.412,00	99,87%
Altri costi per servizi operativi	6.987.037	29,34%	6.957.174	26,46%	7.815.871	27,22%	858.697,00	12,34%	828.834,00	11,86%
COSTI DELLA PRODUZIONE "ESTERNI"	21.387.137	89,82%	22.889.897	87,06%	25.086.131	87,38%	2.196.234,00	9,59%	3.698.994,00	17,30%
VALORE AGGIUNTO	2.423.558	10,18%	3.402.403	12,94%	3.624.311	12,62%	221.908,00	6,52%	1.200.753,00	49,55%
Salari e stipendi	1.046.410	4,39%	1.155.628	4,40%	1.283.984	4,47%	128.356,00	11,11%	237.574,00	22,70%
Oneri sociali	307.990	1,29%	333.543	1,27%	367.236	1,28%	33.693,00	10,10%	59.246,00	19,24%
Trattamento di fine rapporto	71.243	0,30%	74.471	0,28%	80.400	0,28%	5.929,00	7,96%	9.157,00	12,85%
Altri costi	198.025	0,83%	233.753	0,89%	308.710	1,08%	74.957,00	32,07%	110.685,00	55,89%
Costi per il personale	1.623.668,00	6,82%	1.797.395,00	6,84%	2.040.330,00	7,11%	242.935,00	13,52%	416.662,00	25,66%
MARGINE OPERATIVO LORDO (EBITDA)	799.890	3,36%	1.605.008	6,10%	1.583.981	5,52%	- 21.027,00	-1,31%	784.091,00	98,02%
Ammortamenti e Svalutazioni (relativi alla gestione caratteristica)	353.001	1,48%	353.074	1,34%	367.929	1,28%	14.855,00	4,21%	14.928,00	4,23%
Altri accantonamenti	15.512	0,07%	15.632	0,06%	15.661	0,05%	29,00	0,19%	149,00	0,96%
Ammortamenti e Accantonamenti	368.513,00	1,55%	368.706,00	1,40%	383.590,00	1,34%	14.884,00	4,04%	15.077,00	4,09%
RISULTATO OPERATIVO (EBIT) CARATTERISTICO	431.377	1,81%	1.236.302	4,70%	1.200.391	4,18%	- 35.911,00	-2,90%	769.014,00	178,27%
Altri proventi finanziari e rivalutazione di titoli	100.210,00	0,42%	98.248,00	0,37%	94.090,00	0,33%	- 4.158,00	-4,23%	- 6.120,00	-6,11%
PROVENTI FINANZIARI NETTI	100.210	0,42%	98.248	0,37%	94.090	0,33%	- 4.158,00	-4,23%	- 6.120,00	-6,11%
RISULTATO OPERATIVO (EBIT) AZIENDALE	531.587	2,23%	1.334.550	5,08%	1.294.481	4,51%	- 40.069,00	-3,00%	762.894,00	143,51%
Interessi e altri oneri finanziari	139.226	0,58%	121.705	0,46%	83.836	0,29%	- 37.869,00	-31,12%	- 55.390,00	-39,78%
Oneri finanziari	139.226	0,58%	121.705	0,46%	83.836	0,29%	- 37.869,00	-31,12%	- 55.390,00	-39,78%
Proventi straordinari	110.413	0,46%	7.590	0,03%	31.860	0,11%	24.270,00	319,76%	- 78.553,00	-71,14%
Oneri straordinari	30.112	0,13%	32.626	0,12%	47.361	0,16%	14.735,00	45,16%	17.249,00	57,28%
Risultato della gestione straordinaria	80.301	0,34%	- 25.036	-0,10%	- 15.501	-0,05%	9.535,00	-38,09%	- 95.802,00	-119,30%
RISULTATO PRIMA DELLE IMPOSTE (EBT)	472.662	1,99%	1.187.809	4,52%	1.195.144	4,16%	7.335,00	0,62%	722.482,00	152,85%
Imposte sul reddito d'esercizio	164.761	0,69%	431.274	1,64%	436.897	1,52%	5.623,00	1,30%	272.136,00	165,17%
UTILE (PERDITA) D'ESERCIZIO	307.901	1,29%	756.535	2,88%	758.247	2,64%	1.712,00	0,23%	450.346,00	146,26%

Figura 6 - Conto economico riclassificato a valore aggiunto e costo della produzione

Dal Conto economico riclassificato secondo il criterio del valore aggiunto, otteniamo ulteriori informazioni.

I ricavi dal 2012 al 2014 sono aumentati del 20% passando quindi da 23,8 M a 28,7 M.

Il risultato operativo (EBIT) risultante dalla gestione caratteristica è aumentato di circa 770 000 € dal 2012 al 2014 assumendo un'incidenza percentuale sul valore della produzione del 4,18% rispetto all'1,81% del 2012. Questo è dovuto al fatto che è diminuita in maniera significativa l'incidenza che assumono i costi per servizi sul valore della produzione, erodendo margini per il 2,05% in meno,

nonostante, in termini assoluti, questi siano aumentati di 0,7 M. Ciò è dovuto dal fatto che l'aumento assoluto di questa tipologia di costi è meno che proporzionale rispetto all'aumento in termini assoluti del valore della produzione.

Per quanto concerne la gestione extra-caratteristica i proventi finanziari non subiscono particolari variazioni, mentre gli oneri finanziari subiscono una contrazione significativa in termini percentuali del 40% dal 2012 al 2014 aumentando così la redditività della gestione finanziaria. Per contro, il saldo della gestione straordinaria peggiora di 95.000 € andando ad erodere il risultato prima delle imposte (EBT).

Concludendo, osserviamo che il risultato economico netto è aumentato in modo sostanziale durante il triennio, più che raddoppiando, passando da 307.000 € nel 2012 a 758.000 € nel 2014. Inoltre, tale entità non ha osservato un incremento solo assoluto, ma è aumentata anche la redditività netta diventando 2,64% nell'ultimo anno osservato.

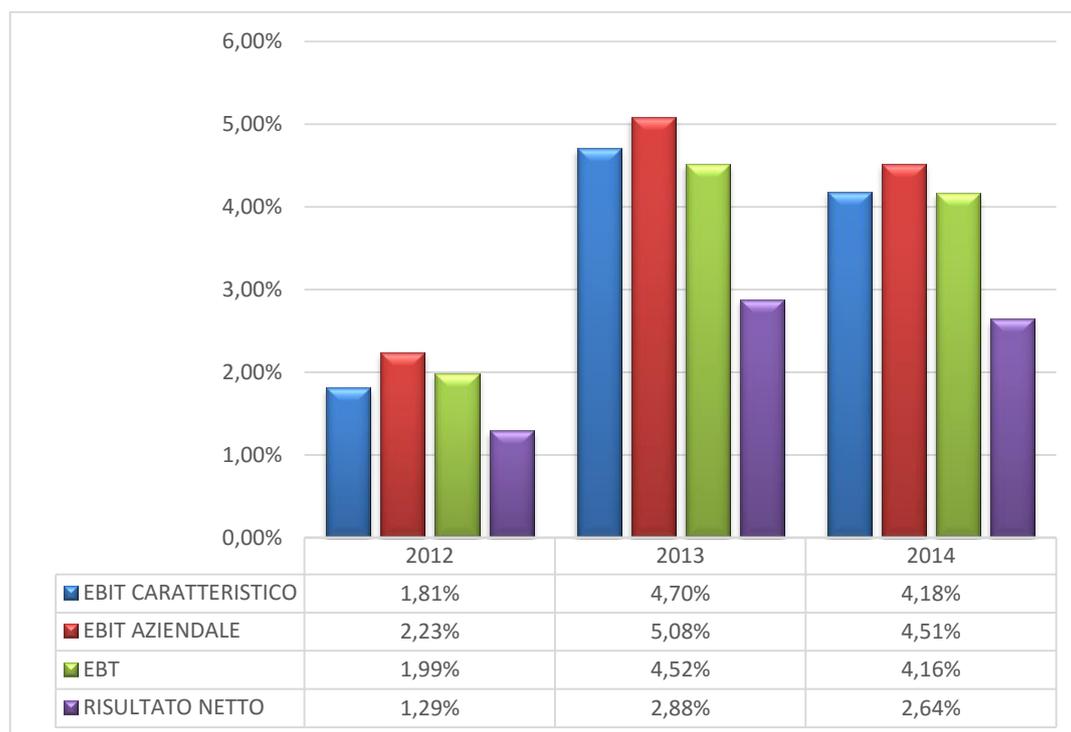


Figura 7 – Evoluzione dei margini economici

Nel precedente grafico osserviamo come si evolvono nel corso del triennio preso in considerazione i principali margini che caratterizzano la riclassificazione del Conto economico. Si nota che dal 2012 al 2014 tutti i valori più che raddoppiano.

Nel seguente grafico, invece, viene evidenziata l'incidenza dei costi operativi sui ricavi netti di vendita. La maggior incidenza è rappresentata per circa il 60% dal consumo di materie prime.

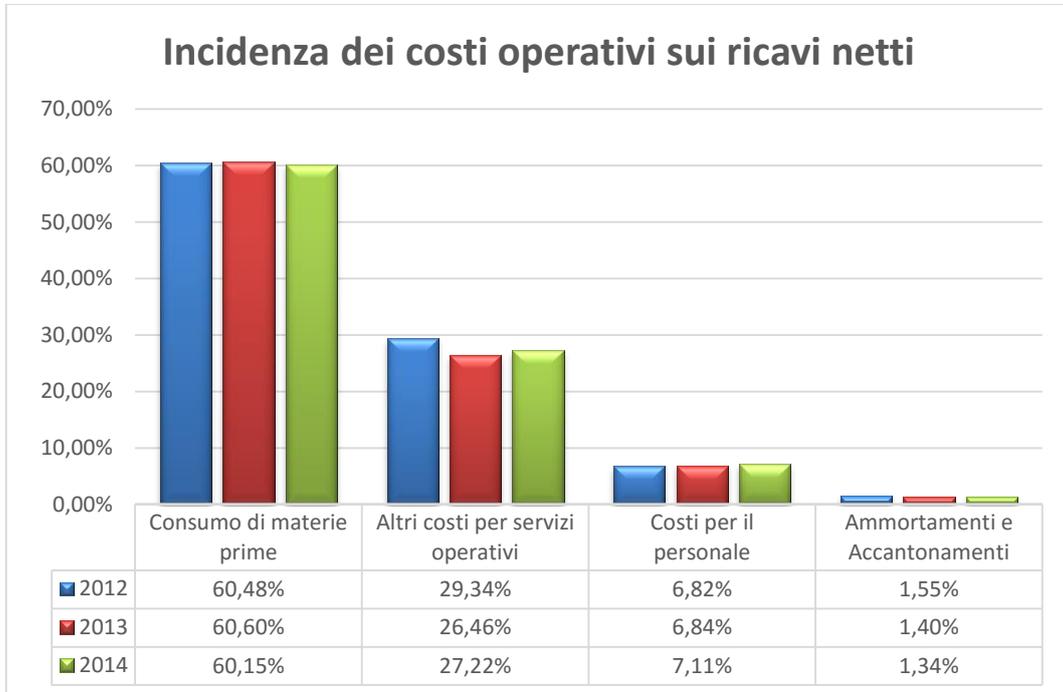


Figura 8 - Incidenza dei costi operativi su ricavi netti

4. Indicatori per l'analisi di bilancio

Gli indici di bilancio sono quozienti ottenuti rapportando grandezze che provengono dallo Stato patrimoniale e dal Conto economico opportunamente riclassificati. Essi sono accolti per la semplicità di calcolo, per la comprensione del risultato e per la valenza segnaletica degli andamenti economici, patrimoniali e finanziari dell'azienda.

Le principali finalità di impiego degli indici sono:

- evidenziare gli aspetti più rilevanti della gestione e palesare collegamenti tra variabili economiche e finanziarie;
- facilitare confronti nel tempo (intertemporali), nello spazio (interaziendali) e con dati standard;
- configurare obiettivi di prestazione aziendale e verificare il loro raggiungimento.

In particolare, i quozienti sono in grado di accertare tre aspetti fondamentali della vita di un'impresa:

1. la redditività, intesa come la capacità aziendale di remunerare tutti i fattori di produzione;
2. la liquidità, vista come l'abilità di far fronte ai propri impegni in maniera tempestiva;
3. la solidità, interpretata come l'attitudine a perdurare nel tempo, adattandosi alle mutevoli condizioni esterne e interne.

Queste tre caratteristiche della gestione di un'impresa si influenzano reciprocamente poichè, una buona solidità patrimoniale deriva da una discreta liquidità e da una redditività ragionevole; quindi un'azienda che riesce a rispettare i suoi impegni è sicuramente un'azienda che possiede un buon grado sia di redditività che di solidità.

Come apparirà evidente dalla descrizione dei vari indicatori, i loro valori assumono un significato nell'ambito di un'analisi congiunta dei loro risultati, che devono essere letti ed interpretati correttamente per fornire un quadro completo dello stato di salute della realtà aziendale su cui si applicano.

Per quanto riguarda il calcolo degli indici sono possibili due opzioni: rapportare al valore del Conto economico il dato dello Stato patrimoniale di fine esercizio così

come compare nella riclassificazione finanziaria, oppure utilizzare un valore medio, calcolato come media tra valore iniziale (cioè quello che appare nello Stato patrimoniale finale dell'esercizio precedente) e valore finale.

Per il proseguo dell'analisi verranno calcolati gli indici medi⁶.

4.1. Redditività

Gli indici di bilancio indagano diversi aspetti della gestione. L'analisi ha inizio dagli indici di redditività, cioè quelli che si occupano di valutare la capacità dell'impresa di produrre risultati economici soddisfacenti.

Calcolare la redditività aziendale è solitamente uno degli aspetti più importanti per tutti i soggetti che gravitano attorno ad un'impresa, come l'imprenditore stesso, gli investitori, i finanziatori e gli stakeholders in generale.

Un'impresa priva di redditività aziendale perde lo scopo primario della sua esistenza, ovvero la produzione di reddito.

Risulta quindi fondamentale conoscere concretamente se un'impresa, che può essere la propria per quanto riguarda l'imprenditore, ma anche un'azienda concorrente o sulla quale vi sia un interesse, riesce ad essere remunerativa e soprattutto quanto rispetto alla media di settore.

Questo studio può essere fatto attraverso alcuni indici, che dovranno essere calcolati e analizzati per avere un quadro completo della redditività aziendale. Ogni indice ha una specifica funzione informativa, e può essere considerato come dato indicativo a se stante o come parte di un confronto con gli altri valori riscontrati.

Il punto di partenza dell'analisi della redditività comincia con l'indicatore di sintesi della redditività dell'impresa, il ROE (Return on Equity). In particolare, tale indice esprime il rendimento complessivo dell'azienda dal punto di vista del portatore del capitale proprio ed è dato dal rapporto tra il risultato netto di periodo (utile o perdita), tratto dal Conto economico riclassificato, e il capitale netto mediamente impiegato nel periodo, ricavato dallo Stato patrimoniale riclassificato.

⁶ Per il calcolo di alcuni indici verranno utilizzati i valori medi ottenuti dalla riclassificazione dello Stato patrimoniale, poichè le voci del Conto economico sono dati di flusso mentre i valori dello Stato patrimoniale sono dati di stock.

$$\text{ROEm} = \frac{\text{Reddito netto}}{\text{Patrimonio netto medio}}$$

Tale indice è uno dei più utilizzati nell'analisi di bilancio per la sua capacità di esprimere sinteticamente la redditività del capitale proprio e di mostrare sinteticamente l'economicità complessiva della gestione annuale. Esso segnala il rendimento al netto delle imposte del capitale proprio investito in azienda e, pertanto, la convenienza dei soci ad effettuare investimenti a titolo di capitale esente dal pagamento di interessi. Questa capacità sintetica rappresenta il suo maggior pregio ed il suo peggior difetto. È un pregio per la sua capacità di comprendere velocemente la profittabilità del capitale di rischio, ma contemporaneamente l'eccessiva sintesi non consente di capire quali siano i fattori che hanno contribuito a quel risultato reddituale.

Il ROE può assumere valore positivo e si possono avere due casi:

1. il reddito netto è maggiore di zero e lo stesso vale per il capitale netto. In tal caso, la redditività netta è positiva e può essere confrontata con indicatori del passato o con valori di riferimento del settore;
2. sia il reddito netto che il capitale netto sono minori di zero. In tal caso la redditività netta è negativa (anche se l'indice è numericamente positivo), in quanto si è in presenza tanto di una perdita di esercizio quanto di un deficit patrimoniale (passività maggiori delle attività). Questa situazione prelude alla cessazione della vita aziendale se non intervengono radicali interventi di risanamento.

Se il ROE assume valore negativo si avranno i seguenti casi:

1. il reddito netto è maggiore di zero mentre il capitale netto è minore di zero. In tal caso la redditività netta è positiva, ma l'unità produttiva è un deficit patrimoniale. La situazione è difficilissima e se non vengono attuati adeguati risanamenti la società si avvicinerà al fallimento;
2. il reddito netto è negativo mentre il capitale netto è, nel suo complesso positivo. La redditività netta è negativa in quanto si è in presenza di una perdita d'esercizio.

L'influsso delle diverse aree di gestione sulla redditività del patrimonio netto può essere analizzato attraverso la scomposizione dell'indice di redditività del patrimonio netto secondo il cosiddetto <<schema della leva finanziaria>>, ma

vedremo meglio avanti le sue componenti e il rispettivo significato, intanto ci si limita ad esporne la formula:

$$ROE = \left\{ ROA + (ROA - ROD) \times \frac{\text{Mezzi di terzi}}{\text{Patrimonio netto}} \right\} \times (1 - t)$$

La gestione operativa costituisce normalmente la principale area di intervento per migliorare la redditività del patrimonio netto di un'impresa. L'analisi della gestione operativa è volta a valutare la capacità di produrre risultati economici soddisfacenti a partire da un determinato ammontare di risorse impiegate nelle diverse attività aziendali e a individuarne le cause elementari.

Essa trova il punto di sintesi nell'indice di redditività dell'attivo netto, chiamato anche ROA (acronimo di Return of Assets). Il quoziente è ottenuto dividendo il valore del risultato operativo aziendale per il valore dell'attivo netto.

$$ROA = \frac{\text{Risultato operativo aziendale}}{\text{Attivo netto medio}}$$

L'indice di redditività dell'attivo netto esprime, in termini percentuali, il rendimento di tutte le attività impiegate nella gestione caratteristica e nella gestione accessoria-patrimoniale.

Il reddito operativo, posto al numeratore, costituisce il risultato economico che deriva dalle diverse forme di impiego del capitale, al lordo delle componenti reddituali extraoperative (interessi passivi, proventi e oneri straordinari, imposte). L'attivo netto, al denominatore, rappresenta, mediamente, il totale delle risorse finanziarie impiegate nella gestione.

Non esiste un valore di riferimento, pertanto sarà utile un confronto con il settore ed un'analisi dei valori storici. In termini generali è auspicabile un valore positivo più alto possibile. Come accennato, il ROA svolge un ruolo fondamentale per quanto riguarda il miglioramento della redditività del capitale proprio.

Continuando con l'analisi degli indici, si trova l'indicatore della redditività del capitale investito, chiamato ROI (Return on Investment), il quale costituisce il quoziente segnaleitico della redditività tipica aziendale (produzione, marketing, ricerca e sviluppo, logistica e amministrazione).

Tale indice esprime il tasso di rendimento complessivo degli investimenti aziendali ed è dato dal rapporto tra il risultato operativo globale e gli investimenti medi complessivi dell'esercizio.

$$ROI_m = \frac{\text{Risultato operativo caratteristico} + \text{Proventi Patrimoniali}}{\text{Capitale investito aziendale medio}}$$

Il valore al numeratore, estratto dal Conto economico riclassificato, è costituito dal risultato operativo caratteristico e dai proventi netti derivanti da investimenti accessori. Il denominatore è composto dal capitale complessivo mediamente investito nel periodo, risultante dallo Stato patrimoniale riclassificato secondo il criterio funzionale⁷.

L'impresa, a questo punto, potrà confrontare il proprio indice ROI con quello degli anni precedenti e con quello dei concorrenti. Nell'ipotesi in cui sia diminuito oppure risulti notevolmente inferiore anche alla media del settore l'azienda dovrà approfondire e cercare i motivi per cui essa risulti in stato di crisi. L'indice concerne la redditività delle vendite è il ROS (Return on Sales), definito dal rapporto tra due valori appartenenti al Conto economico riclassificato, rispettivamente risultato operativo caratteristico e ricavi netti di vendita.

$$ROS = \frac{\text{Risultato operativo caratteristico}}{\text{Ricavi netti}}$$

Il ROS viene inteso come un indice che esprime globalmente il margine operativo per euro di vendita e, quindi, segnala le relazioni che si possono intravedere tra i ricavi di vendita e i costi operativi; in altre parole, quanta parte dei ricavi di vendita diviene risultato operativo.

Analizzando l'andamento del ROS nel tempo, si può esprimere un giudizio sulla gestione di costi e ricavi caratteristici, capendo se e quanto l'impresa abbia raggiunto gli obiettivi di massimizzare i ricavi a parità di costi e minimizzare i costi a parità di ricavi, poichè sono i due fattori che influenzano il risultato operativo.

Il suo campo di variabilità dipende da varie cause, come le politiche di produzione

⁷ Per il calcolo del ROI è stato necessario riclassificare lo Stato patrimoniale in forma funzionale.

e di marketing che incidono sui ricavi di vendita, di amministrazione, di ricerca e sviluppo e di logistica che incidono sui costi operativi e anche dalle condizioni del settore in cui opera l'azienda.

Anche in questo caso l'andamento dell'indice mantiene quello classico di tutti gli indici che approfondiscono un aspetto reddituale dell'impresa, assumendo un significato positivo, un suo aumento e uno negativo, una sua diminuzione. Di conseguenza è tanto più soddisfacente quanto più elevato risulta.

Questo indice aumenta con l'aumentare dei ricavi e con il diminuire dei costi. I ricavi possono aumentare sia incrementando il volume delle vendite, sia incrementando i prezzi; di norma, un aumento dei prezzi di vendita causa una contrazione dei volumi di vendita; per migliorare l'indice si potrebbe agire sul reddito operativo attraverso la compressione dei costi ottenuta migliorando l'efficienza aziendale. Il ROS assume segno negativo nei casi in cui i ricavi di vendita non risultano sufficienti per la copertura dei costi corrispondenti e questo è sintomo di una grave crisi produttiva e gestionale.

Il costo del capitale di debito, in inglese Return on Debt o ROD, indica l'onerosità del capitale preso a prestito da terzi, ovvero evidenzia il costo medio del denaro che l'azienda sostiene per il ricorso a capitale di terzi. Pertanto è un indice che misura la capacità dell'impresa di remunerare il capitale di debito e l'incidenza degli oneri finanziari sulla redditività complessiva.

È calcolato come il rapporto tra oneri finanziari e mezzi di terzi.

$$RODm = \frac{\text{Oneri finanziari}}{\text{Mezzi di terzi medi}}$$

Il ROD considerato singolarmente non ha un'alta valenza significativa, ma confrontato con il ROI è essenziale per stabilire la convenienza o meno a finanziare gli investimenti tramite l'indebitamento esterno. Se la redditività del capitale investito, misurata dal ROI, è superiore alla onerosità del capitale di debito, espressa dal ROD, l'impresa ha convenienza a finanziare gli investimenti, incrementando i finanziamenti a titolo di capitale di debito perché ciò significa che le risorse investite producono un reddito sufficiente a garantire il pagamento degli interessi passivi.

Come verrà evidenziato nel proseguo dell'analisi, la redditività del patrimonio

netto è influenzata dal tasso di incidenza fiscale e straordinaria, il quale esprime l'influsso combinato della gestione straordinaria e della gestione fiscale. Si considera, inoltre, che un aumento del suddetto tasso ha effetti negativi, al contrario una sua diminuzione ha effetti positivi sulla variazione nel tempo del ROE.

$$\text{Tasso di incidenza fiscale e straordinaria} = \frac{\text{Imposte d'esercizio} + \text{Gest. straordinaria}}{\text{Reddito ante imposte} + \text{Gest. straordinaria}}$$

Il risultato operativo, detto anche reddito operativo, è la grandezza ottenuta detraendo dal margine operativo lordo gli ammortamenti e gli accantonamenti, quindi aggiungendo la gestione accessoria patrimoniale e quella finanziaria, passando quindi per gli stadi intermedi del MOL e dell'EBIT. Il risultato operativo mostra il reddito dell'impresa prima della gestione straordinaria e di quella tributaria. Questo valore è normalmente considerato per il calcolo di numerosi indici per l'analisi della redditività dell'impresa, potendo contare su un valore non inquinato da eventi straordinari o da imposte.

Per questo con il prossimo indice si vuole valutare l'incidenza che quest'ultimo ha sul reddito netto dell'impresa.

$$\text{Redditività del reddito operativo} = \frac{\text{Reddito netto}}{\text{Reddito operativo caratteristico}}$$

L'indice di onerosità dei debiti finanziari mette in relazione l'esborso legato ai finanziamenti passivi in generale con il volume dei correlati importi di finanziamento.

Da un punto di vista finanziario indica il costo del finanziamento dell'impresa, mentre da un punto di vista economico rappresenta quanta parte del risultato della gestione caratteristica si trasforma in risultato per i portatori di capitale a titolo di debito.

$$\text{Onerosità debiti finanziari} = \frac{\text{Oneri finanziari}}{\text{Debiti finanziari}}$$

4.2. Efficienza

Agli indici di redditività vanno aggiunti quelli di efficienza. Le capacità reddituali dell'impresa sono direttamente correlate alla produttività del capitale investito e alla produttività del lavoro, in quanto una maggiore produttività genera un miglioramento degli indicatori di redditività. L'efficienza, ovvero l'impiego razionale delle risorse, è la condizione che implica la redditività interna di un'azienda.

La crescita nel tempo degli indici di produttività segnala il miglioramento dell'efficienza aziendale.

L'interpretazione di tali indicatori deve sempre essere rapportata sia al settore dove opera l'azienda, sia nel loro andamento temporale. Essi riportano i risultati realizzati con i fattori impiegati ovvero le quantità di output (volumi di produzione, volumi di vendita, numero dipendenti) con quantità di input.

Di seguito vengono considerati alcuni degli indicatori di produttività, che esprimono il grado di efficienza dei fattori produttivi aziendali.

La produttività del lavoro in sede di analisi di bilancio può essere misurata considerando quozienti calcolati tra valore della produzione, margine operativo lordo e costo del personale da un lato, e numero dei dipendenti, quale indicatore sintetico della forza lavoro, dall'altro.

Il primo indice calcolato è il costo del lavoro, dato dal rapporto tra il costo del personale dipendente e il numero di dipendenti. L'indicatore rappresenta il costo medio del personale e deve essere confrontato con il dato settoriale, o degli anni passati, per comprendere la struttura di tale tipologia di costo. Valori molto elevati indicano una remunerazione del personale sopra i livelli di mercato, probabilmente dovute alle caratteristiche del contratto in vigore o per la prevalenza di figure professionali di elevato profilo.

Ogni azienda, ha la necessità di stabilire il costo di esercizio della propria attività. Avrà quindi la necessità di determinare i vari costi di gestione, inclusi quelli dei dipendenti. Il costo del lavoro e la sua determinazione, servono a pianificare le uscite aziendali e le spese di gestione del personale. Ai fini aziendali, il calcolo dei costi e la pianificazione degli stessi, servono a gestire l'attività in maniera proficua.

$$\text{Costo del lavoro} = \frac{\text{Costo del personale dipendente}}{\text{N° dipendenti}}$$

Il secondo indice rappresenta il fatturato medio per ogni dipendente dell'azienda. Un aumento dell'indice è sintomo di una maggiore efficienza aziendale e pertanto un indicatore di buona salute dell'azienda stessa.

$$\text{Vendite per dipendente} = \frac{\text{Ricavi netti}}{\text{N° dipendenti}}$$

Anche in questo caso, per esprimere la bontà o meno del valore calcolato, occorre aiutarci con il confronto storico o con il confronto con aziende dello stesso settore. Il valore di questo indice è strettamente connesso alla tipologia di attività e risulta particolarmente indicativo un confronto settoriale per capire se aziende similari presentano maggiore o minore produttività.

Come nel caso precedente, anche il prossimo quoziente è un indicatore di produttività dei dipendenti, considerando non più i ricavi ma il margine operativo lordo. È utile ricordare che il MOL evidenzia il reddito di un'azienda basato solo sulla sua gestione operativa, quindi senza considerare gli interessi (gestione finanziaria), le imposte (gestione fiscale), il deprezzamento di beni e gli ammortamenti.

Anche in questo caso risulta particolarmente indicativo un confronto settoriale ed un'analisi storica.

In termini di 'ricchezza' mediamente prodotta da ciascun lavoratore, il margine operativo lordo per dipendente è espresso dal seguente rapporto:

$$\text{Margine operativo lordo per dipendente} = \frac{\text{MOL}}{\text{N° dipendenti}}$$

Gli indici di produttività sono influenzati in maniera determinante dal numero dei dipendenti, un calo di produzione in momenti di crisi come quelli che stiamo attraversando, non sempre sono accompagnati da una diminuzione del numero dei dipendenti.

Il rendimento dei dipendenti è dato dall'incidenza del costo del lavoro sui ricavi netti e indica i ricavi netti generati per ogni euro speso per il costo del lavoro.

$$\text{Rendimento dipendenti} = \frac{\text{Ricavi netti}}{\text{Costo del personale dipendente}}$$

Per un'azienda gestire la produttività significa creare un'efficienza dei profitti, ossia gestire i risultati economici. Si presume che, aumentando la produttività, i risultati economici debbano migliorare dal momento che si produce un valore uguale o anche superiore, impiegando meno risorse o anche utilizzandole in modo più efficiente.

Per valutare ciò si rapporta ai ricavi netti il capitale investito netto aziendale.

$$\text{Produttività aziendale} = \frac{\text{Ricavi netti}}{\text{Capitale investito netto aziendale}}$$

4.3. Solidità patrimoniale

La solidità è la capacità di un'azienda di perdurare nel tempo, attraverso la sua adattabilità alle mutevoli condizioni di contesto.

La stabilità aziendale, così intesa, dipende da due fattori primari:

1. una ragionevole correlazione fra liquidità degli impieghi e quella delle fonti;
2. un certo grado di indipendenza dell'impresa da terzi.

Pertanto è importante per un'azienda che ha investito molto nelle immobilizzazioni, avere a disposizione fonti proprie e fonti durevoli di terzi per importi corrispondenti ai valori delle immobilizzazioni.

L'analisi della solidità è tesa ad investigare se l'azienda ha la capacità di mantenersi in condizione di tendenziale equilibrio finanziario, nel medio lungo tempo. Dunque, un'azienda solida ha maggiori probabilità di superare squilibri economici o finanziari di breve termine, poichè il suo assetto patrimoniale le consente di assorbire meglio tali squilibri senza compromettere la continuità della gestione.

Anche in questo caso, vengono analizzati alcuni margini e indici, per indagare l'assetto patrimoniale dell'azienda.

Una prima parte dell'analisi della solidità riguarda le correlazioni esistenti tra

l'attivo fisso e le modalità di copertura di tale fabbisogno di finanziamento.

Il margine di struttura è dato dalla differenza tra patrimonio netto e attività immobilizzate:

$$\text{Margine di struttura} = \text{Patrimonio netto} - \text{Attivo immobilizzato}$$

Il significato attribuito al margine è il seguente: tanto più il margine tende verso valori positivi, quanto più l'impresa esprime moderati livelli di rischio finanziario, poichè il capitale proprio copre tutto il fabbisogno durevole.

Il ragionamento che sta alla base di tale interpretazione è che si può ragionare sulla dinamica economico-finanziaria dei modi di copertura del fabbisogno di finanziamento correlato all'attivo fisso. Ai fini dell'analisi della solidità, i modi di finanziamento andranno valutati in relazione al loro impatto su due caratteristiche essenziali dell'azienda:

- il rischio di insolvenza;
- l'autonomia delle scelte di ritenzione degli utili netti.

L'azienda infatti, può considerarsi tanto più solida quanto più basso è il rischio di insolvenza e quanto più alta è l'autonomia nelle decisioni di rinnovo delle immobilizzazioni.

Considerando il rapporto, invece della differenza, tra patrimonio netto e attivo immobilizzato, otteniamo l'indice di autocopertura delle immobilizzazioni.

$$\text{Indice di autocopertura delle immobilizzazioni} = \frac{\text{Patrimonio netto}}{\text{Attivo immobilizzato}}$$

Segnala se il capitale proprio copre le immobilizzazioni, riuscendole a finanziare interamente. Un valore maggiore di 1 indica una situazione ottima. Un indice pari a 1 indica che tutte le immobilizzazioni sono finanziate con capitale proprio. Un indice inferiore deve essere ulteriormente approfondito in quanto se la parte di immobilizzazioni non coperta dal capitale proprio è finanziata da debiti a lungo esiste ugualmente equilibrio fra fonti e impieghi. Se la parte di immobilizzazioni, non coperta dal capitale proprio, è finanziata da debiti a breve, sicuramente ci si trova di fronte ad uno scorretto utilizzo delle fonti di finanziamento con conseguenti problemi di squilibrio finanziario.

È possibile ottenere un margine di struttura secondario nel seguente modo:

$$\text{Margine di struttura secondario} = \left(\text{Patrimonio netto} + \text{Passivo consolidato} \right) - \text{Attivo immobilizzato}$$

Da questo margine si arriva all'indice utilizzato per semplificare l'analisi dei risultati, ovvero l'indice di copertura globale delle immobilizzazioni, il quale mette in relazione il capitale permanente, dato dalla somma tra capitale proprio e passività consolidate, con le immobilizzazioni.

Tendenzialmente le immobilizzazioni dovrebbero essere finanziate da mezzi propri o, in alternativa, da crediti a lungo termine. Pertanto, in una situazione di equilibrio, l'indice di copertura globale deve assumere valori superiori a 1; in questo caso significa che la struttura patrimoniale-finanziaria può ritenersi bilanciata e il grado di solidità soddisfacente.

$$\text{Indice di copertura delle immobilizzazioni} = \frac{(\text{Patrimonio netto} + \text{Passivo consolidato})}{\text{Attivo immobilizzato}}$$

La cosa importante da considerare è la sua evoluzione nel tempo, quindi se ad esempio il suo valore è superiore all'unità ma continua a decrescere con il passare del tempo, l'analista deve segnalare l'anomalia per poter intraprendere decisioni correttive.

Un altro indice che fa parte della famiglia degli indicatori di struttura e quindi che indaga la solidità dello Stato patrimoniale dell'azienda, è l'indice di indipendenza finanziaria (o indice di autonomia finanziaria).

È dato dal rapporto tra il patrimonio netto e il capitale acquisito di un'azienda.

$$\text{Grado di indipendenza} = \frac{\text{Patrimonio netto}}{\text{Mezzi di terzi}}$$

Esso esprime il peso relativo dei mezzi propri sul totale del capitale acquisito ed è molto utile perchè permette di accertare l'esistenza di un corretto grado di finanziamento. Riflette l'attitudine dell'azienda a operare in condizioni di relativa indipendenza verso i creditori e la sua capacità di indebitamento. Di solito, è

esposto in termini unitari e varia da zero con un'assenza di capitale, a uno con una parità tra capitale proprio e di terzi e da uno in poi con il capitale proprio maggiore di quello di terzi.

Il reciproco di questo indice rappresenta il tasso di indebitamento aziendale.

Anche se non rappresenta un indice di redditività, influenza direttamente il ROE, come precedentemente accennato. Mostra in che modo l'azienda riesce a finanziare i propri investimenti ed in particolare se con prevalenza di capitale proprio o di capitale di terzi. Attraverso il tasso di indebitamento è possibile valutare quanto l'azienda è esposta al rischio e quindi quanto è esposta alla probabilità di default. Più l'azienda è indebitata e più è esposta al rischio.

$$\text{Leverage} = \frac{\text{Mezzi di terzi}}{\text{Patrimonio netto}}$$

Il leverage può assumere valori:

- pari a uno nel caso di assenza di capitale di terzi. Ciò significa che tutti gli investimenti sono finanziati con capitale proprio, situazione più teorica che non effettiva. In tal caso, l'effetto moltiplicativo del ROA non si produce;
- maggiore di uno nel caso, consueto, di presenza tanto di capitale proprio quanto di capitale di terzi. L'effetto moltiplicativo del ROA si produce tanto più quanto maggiore è il grado di leva finanziaria;
- minore di uno nel caso, raro ma non impossibile, in cui il capitale proprio sia negativo (deficit patrimoniale).

Tanto più elevato è l'indice tanto maggiore è l'indebitamento.

L'indice di indebitamento viene chiamato anche effetto leva finanziaria in quanto la presenza di indebitamento può attuare una moltiplicazione finanziaria positiva o negativa della redditività. Se il rendimento degli investimenti (ROA) è maggiore dei tassi di interesse pagati per ottenere i finanziamenti, la conseguenza sarà che più debiti per effettuare investimenti si fanno, più si guadagna e maggiore risulterà il ROE; l'indice di indebitamento provocherà un effetto leva positivo e causerà un incremento della redditività.

L'effetto leva finanziaria sarà approfondito nella sezione dedicata ai commenti sugli indici.

Infine l'indice che evidenzia il grado di indebitamento è dato da:

$$\text{Grado di indebitamento} = \frac{\text{Mezzi di terzi}}{\text{Attivo netto}}$$

Esso mostra la porzione di investimenti che sono finanziati da mezzi di terzi.

4.4. Struttura finanziaria

Un'azienda presenta una struttura finanziaria sana quando è in grado di far fronte con le entrate correnti di tutti i giorni alle uscite correnti e alle esigenze di investimento.

Un'azienda finanziariamente in buona salute è in grado di pagare con regolarità e secondo la loro scadenza tutti i debiti contratti.

Questo stato di salute non è casuale e trova origine in una corretta politica di scelta delle fonti di finanziamento più idonee ottenute correlando adeguatamente fonti e impieghi:

- investimenti a medio lungo termine, per esempio in immobilizzazioni, devono essere finanziati con capitale destinato a rimanere per medi e lunghi periodi in azienda (capitale proprio e debiti a lungo termine);
- investimenti a breve termine, per esempio merci, materie prime, concessione di crediti verso clienti, possono essere finanziati con capitale destinato a rimanere per brevi periodi in azienda (debiti a breve termine).

Per verificare se l'azienda ha la capacità di mantenere nel tempo una situazione di equilibrio strutturale, bisogna analizzare la struttura degli investimenti e dei finanziamenti.

A questo scopo, gli indici utilizzati sono i seguenti.

$$\text{Indice di elasticità degli impieghi} = \frac{\text{Attivo corrente}}{\text{Attivo netto}}$$

Esprime la percentuale di impieghi a breve ciclo di utilizzo rispetto al totale impieghi. Tale indice è complementare all'indice di rigidità degli impieghi. A parità di altre condizioni, è preferibile un valore alto.

$$\text{Indice di rigidità degli impieghi} = \frac{\text{Attivo consolidato}}{\text{Attivo netto}}$$

Esprime la percentuale di impieghi a lungo ciclo di utilizzo rispetto al totale impieghi. Tale indice è complementare all'indice di elasticità degli impieghi. A parità di altre condizioni, è preferibile un valore basso.

Questi indici permettono di definire la composizione degli impieghi, che dipende sostanzialmente dal tipo di attività svolta dall'azienda (industriale, commerciale, di trasporti) e dal grado di flessibilità della struttura aziendale. Più la struttura degli impieghi è elastica, maggiore è la capacità di adattamento dell'azienda alle mutevoli condizioni di mercato; un'eccessiva rigidità degli impieghi invece, comporta difficoltà da parte dell'impresa ad adeguarsi alla nuova situazione verificatasi, oltre che il sostenimento di notevoli costi di struttura.

Per le passività è possibile eseguire un'analisi speculare.

L'indice di elasticità e quello di rigidità delle fonti permettono di definire il grado d'indebitamento dell'azienda e l'incidenza dei diversi gruppi di passività in relazione al totale delle fonti.

$$\text{Indice di elasticità delle fonti} = \frac{\text{Mezzi di terzi}}{\text{Totale passivo}}$$

L'interpretazione di tale indice è in antitesi rispetto a quella fornita per il grado di elasticità degli impieghi: quanto maggiore è questo indice tanto più rischiosa appare la struttura.

Complementare di quest'indice è l'indice di rigidità delle fonti, dato dal rapporto tra capitale netto e totale fonti.

$$\text{Indice di rigidità delle fonti} = \frac{\text{Patrimonio netto}}{\text{Totale passivo}}$$

L'indice aumenta con l'aumentare del patrimonio netto. Un indice pari a 100 indica che tutti i finanziamenti sono rappresentati da capitale proprio. Un valore basso suggerisce all'azienda di tenere sotto controllo la propria struttura finanziaria.

4.5. Situazione finanziaria

Attraverso lo Stato patrimoniale riclassificato secondo il criterio finanziario possiamo effettuare l'analisi finanziaria dell'azienda, confrontando fra loro gli aggregati evidenziati dalla riclassificazione. Lo scopo principale di questa analisi è la verifica dell'equilibrio finanziario dell'azienda, sia nel breve quanto nel medio-lungo termine.

Un'impresa è in equilibrio finanziario se è in grado di far fronte ai propri impegni di breve periodo (debiti di funzionamento e la quota annuale di quelli di finanziamento) attraverso l'utilizzo delle sole attività a breve termine (crediti, rimanenze e disponibilità liquide). L'analisi di questa capacità è "l'attitudine a fronteggiare le uscite imposte dallo svolgimento della gestione, tempestivamente e in modo economico", attraverso la "capacità di disporre, economicamente e in ogni istante, dei mezzi di pagamento necessari e sufficienti agli effetti del conveniente esplicarsi della gestione medesima"⁸.

Situazioni di squilibrio finanziario possono portare anche l'impresa verso una crisi irreversibile di liquidità che di solito preannuncia l'insolvenza dell'impresa, per questo motivo l'equilibrio finanziario a breve termine assume un'importanza forse addirittura superiore di quello a medio-lungo termine.

L'equilibrio finanziario a breve termine può essere analizzato sia attraverso l'utilizzo di margini che di indici, di cui di seguito esporremo le caratteristiche salienti.

Un primo semplice confronto che si può effettuare è dato dal margine di tesoreria. Esso viene determinato tramite la differenza tra le liquidità immediate e le passività correnti.

$$\text{Margine di tesoreria} = \text{Liquidità immediate} - \text{Passività correnti}$$

Per liquidità immediate, si intendono i fondi liquidi disponibili presso l'azienda o presso banche ed uffici postali (cassa, banca, titoli realizzabili a vista, ecc), mentre per passività correnti si intendono i debiti a breve termine.

⁸ Entrambe le citazioni virgolettate sono tratte da FERRERO G., DEZZANI F., PISONI P., PUDDU L., *Analisi di bilancio e rendiconti finanziari*, Giuffrè ed., Milano, 2006)

Il confronto è circoscritto solo ad attività correnti e passività correnti, che saranno integralmente liquidate o rimborsate nel corso dell'esercizio successivo. Esso tiene conto delle considerazioni svolte a proposito della diversa urgenza monetaria delle attività correnti e delle passività correnti. Tali considerazioni suggeriscono, infatti, che può essere utile escludere dall'analisi di liquidità, tutte le attività correnti differite, che saranno invece considerate nel calcolo dei margini e indici di liquidità.

La presenza di un margine di tesoreria positivo viene ritenuta segno della sussistenza di condizioni di equilibrio monetario. Il fondamento logico è il seguente: se l'impresa impiegasse esclusivamente contanti per i suoi acquisti e le sue vendite, non potrebbe sussistere un divario di tesoreria negativo. Se, invece, il margine di tesoreria è negativo, l'impresa si trova esposta a più elevato rischio finanziario perchè di fronte ad una richiesta di rimborso immediato dei debiti, non avrebbe, per via ordinaria, i mezzi monetari per farvi fronte.

Per un più facile confronto viene utilizzato l'indice di tesoreria, ovvero il rapporto tra liquidità immediate e passività correnti.

$$\text{Indice di tesoreria} = \frac{\text{Liquidità immediate}}{\text{Passività correnti}}$$

I margini e gli indici di liquidità valutano la solvibilità dell'azienda, ossia la sua capacità a far fronte agli impieghi finanziari di prossima scadenza con le proprie disponibilità liquide, non prendendo in considerazione le rimanenze di magazzino, disponibili ma in effetti non sempre liquide.

Il margine di liquidità è dato da:

$$\text{Margine di liquidità} = (\text{Liq. immediate} + \text{Liq. differite}) - \text{Passività correnti}$$

Le liquidità differite sono gli altri investimenti a breve termine esistenti alla data di bilancio diversi dalle liquidità immediate e dalle rimanenze di magazzino (crediti verso clienti, effetti attivi, crediti verso erario, ratei e risconti, ecc).

Esso, in un'azienda sana, dovrebbe sempre essere positivo, in caso contrario ci si trova di fronte un'impresa a rischio finanziario di insolvenza.

Anche in questo caso, al fine di facilitare la lettura e la confrontabilità, gli analisti nella pratica usano l'indice di liquidità (Quick ratio), il quale rapporta le attività correnti al netto del magazzino (quindi liquidità immediate sommate alle differite) con le passività correnti.

$$\text{Indice di liquidità} = \frac{(\text{Liquidità immediate} + \text{Liquidità differite})}{\text{Passività correnti}}$$

L'indice presentato mette in evidenza la capacità dell'azienda di far fronte agli impieghi a breve utilizzando le attività destinate ad essere realizzate nel breve periodo.

È un indice di copertura degli impegni finanziari a breve termine ed esprime, idealmente, in che misura gli investimenti, destinati a trasformarsi più facilmente e rapidamente a breve in moneta, e le scorte liquide sono sufficienti o insufficienti ad assicurare il tempestivo e conveniente pagamento dei debiti correnti.

E' considerato soddisfacente un indice vicino a 1. Un valore inferiore segnala problemi di solvibilità nel breve periodo.

Un altro semplice confronto che si può effettuare una volta riclassificato lo Stato patrimoniale è quello fra l'attivo a breve ed il passivo a breve.

$$\text{Capitale Circolante Netto} = \text{Attivo corrente} - \text{Passivo corrente}$$

L'indicatore CCN, deve essere inteso come segnaletico di una risorsa finanziaria, ossia come un serbatoio di valori potenzialmente capaci di generare liquidità, in altre parole, come un complesso di risorse spendibili entro un determinato lasso di tempo. Infatti, per come lo Stato patrimoniale finanziario viene costruito, le attività correnti e le passività correnti vengono considerate come equivalenti, rispettivamente, ai flussi delle future entrate e delle future uscite monetarie nel breve termine, assunto due ipotesi comunemente condivise dagli analisti finanziari:

- la conveniente e completa trasformazione in numerario delle attività correnti e delle passività correnti;
- la mancanza di altre operazioni future generatrici di entrate e uscite

monetarie, ovvero la tendenza della gestione futura a proporre nuovi flussi di cassa, ma secondo le medesime correlazioni quantitative e temporali derivanti dall'accostamento delle attività correnti e delle passività correnti.

Di conseguenza, se le attività correnti sono superiori alle passività correnti, si ritiene che l'impresa presenti condizioni soddisfacenti di liquidità. Infatti le entrate potenziali nel breve periodo sono superiori alle uscite potenziali del corrispondente periodo. Assumendo questa prospettiva, la presenza di condizioni di equilibrio finanziario dovrebbe essere, in prima approssimazione, segnalata da un valore positivo del CCN.

Un CCN negativo deve essere interpretato quale campanello d'allarme sulla situazione di liquidità.

Sottolineiamo il fatto che un'impresa con un CCN positivo, ma con un margine di tesoreria negativo (deficit di tesoreria) potrebbe manifestare difficoltà nel fronteggiare economicamente gli impegni a breve.

Per facilitare l'analisi dei risultati ottenuti e garantirne una maggiore confrontabilità nel tempo e nello spazio, gli analisti utilizzano l'indice di liquidità secondaria (o indice di disponibilità o Current ratio), il quale mette in rapporto le attività correnti con le passività correnti. Il quoziente di disponibilità e il quoziente di liquidità differiscono per l'importo che compare al numeratore, ovvero le rimanenze.

$$\text{Indice di disponibilità} = \frac{\text{Attivo corrente}}{\text{Passivo corrente}}$$

Tale indice mette in evidenza la capacità dell'azienda di far fronte agli impegni di breve termine utilizzando tutte le attività destinate ad essere realizzate nel breve termine (anche il magazzino).

In genere i testi anglosassoni sostengono che valori dell'indice prossimi a 2 denotano una buona situazione di liquidità. La pratica insegna, peraltro, che valori tra 1 e 2 possono essere considerati soddisfacenti e che il grado di soddisfazione dipende, sia dal settore in cui opera l'impresa, che dai valori storici. È necessaria una notevole professionalità nell'interpretare questo, come ogni altro indice, in un'impresa; esiste infatti un'ampia gamma di condizioni, nei diversi settori merceologici, che escludono la possibilità di creare dei modelli rigidi. Alcune

imprese operano ottimamente con indici che sarebbero sintomo di crisi per altre. Un singolo indice isolato dice poco; è necessario invece adottare una metodologia che consenta utili confronti. La metodologia può prevedere l'utilizzo di più fonti, come, ad esempio, dati e tendenze storiche, bilanci di concorrenti, dati pubblicati su riviste specializzate.

Alla domanda se esista o meno una struttura finanziaria ottimale non è possibile dare una risposta assoluta, fornire cioè le indicazioni generali, valide in ogni situazione, per creare la struttura finanziaria ideale.

Si può affermare invece che, in funzione della situazione di un'impresa, del suo ambiente di riferimento e degli obiettivi che l'impresa stessa si pone, esiste una struttura finanziaria che può essere tendenzialmente considerata ottimale, o, comunque, la più adeguata. Per individuarla è necessario considerare la ricerca dell'equilibrio e della flessibilità finanziaria.

4.6. Turnover

Un altro ordine di indici sono i cosiddetti quozienti di durata, di turnover o di rinnovo. Essi sono volti a fornire indicazioni sul grado di esigibilità delle attività e delle passività correnti.

Non vi sono dati standard o valori di riferimento per giudicare i risultati ottenuti, ma se il confronto temporale indica un aumento della velocità, questo significa che la liquidità sta migliorando.

L'indice di rotazione dell'attivo corrente è formato al numeratore dal totale dei ricavi della gestione caratteristica ed al denominatore dall'attivo a breve investito nella gestione caratteristica.

Misura quante volte in un anno si rinnova l'attivo corrente, esprime cioè i ricavi di vendita realizzati per ogni euro impiegato nelle attività a breve.

$$\textit{Turnover dell'attivo corrente} = \frac{\text{Ricavi netti}}{\text{Attivo corrente medio}}$$

Per approfondire l'analisi si ricorre a indici espressivi della durata del ciclo economico e finanziario, allo scopo di dedurre i tempi nei quali si succederanno i flussi di cassa.

Un indice finalizzato a questo tipo di analisi è la durata media delle scorte.

$$\text{Durata media delle scorte} = \frac{\text{Rimanenze medie}}{\text{Ricavi netti}} * 360$$

L'indice indica il tempo, in giorni, necessario per far sì che l'investimento in scorte torni disponibile per l'impresa in forma liquida.

Esso è influenzato, dal punto di vista tecnico-logistico, dalla velocità del processo produttivo aziendale, dal punto di vista finanziario, dalla rapidità/lentezza con la quale le rimanenze impegnano mezzi finanziari prima di essere ceduti sul mercato. Pertanto, a parità delle altre condizioni, un allungamento della durata del magazzino implica un eccessivo investimento in scorte e, di conseguenza, un maggior fabbisogno finanziario.

Inoltre, per valutare adeguatamente un'azienda bisogna verificare l'equilibrio finanziario esistente fra i tempi di dilazione di pagamento accordati alla clientela e i tempi di dilazione di pagamento ottenute dai fornitori.

Per fare ciò si analizzano i prossimi due indici presi in considerazione.

Con il primo indice troviamo quanti giorni, mediamente, intercorrono tra il sorgere dei crediti e il momento della loro effettiva riscossione. In particolare, un valore troppo elevato nelle dilazioni concesse alla clientela rispetto al settore o ad altre aziende similari o a un suo trend di crescita, può significare difficoltà nelle vendite, scarso controllo della clientela, politiche di vendita aggressive o comunque maggiori rischi di perdite.

$$\text{Durata media dei crediti commerciali} = \frac{\text{Crediti comm. medi}}{(1 + \text{IVA})} * \frac{360}{\text{Ricavi netti}}$$

Tale numero deve essere più basso della dilazione media ottenuta da fornitori.

L'indicatore della durata media dei debiti commerciali fornisce un'indicazione sulla durata media di dilazione concessa alla società dai propri fornitori, ovvero ci dice quanti giorni, mediamente, intercorrono tra il sorgere dei debiti e il momento del loro pagamento.

$$\frac{\text{Durata media dei debiti commerciali}}{\text{Debiti comm. medi}} = \frac{\text{Debiti comm. medi}}{(1 + \text{IVA})} * \frac{360}{\text{Acquisto beni e servizi}}$$

Un elevato valore segnala un buon servizio di approvvigionamento e la capacità di ottenere condizioni vantaggiose di acquisto.

Confrontando la durata media di incasso e pagamento di crediti e debiti si possono capire le politiche commerciali attuate (o subite) dall'impresa ed il suo eventuale fabbisogno finanziario generato per esempio da una durata media di incasso dei crediti maggiore rispetto a quella di pagamento dei debiti.

Anche in questo caso, tuttavia, potrebbe non esserci necessità di ricorrere a finanziamenti. Infatti, potrebbe darsi che sia vero che i tempi di incasso siano maggiori rispetto a quelli del pagamento, ma se questi ultimi sono in valore assoluto una piccola parte dei ricavi di vendita si potrebbe lo stesso ottenere un equilibrio tra entrate ed uscite finanziarie.

Giova segnalare che dal punto di vista teorico l'impresa dovrebbe operare per minimizzare la durata media dei crediti commerciali ed allungare la durata media dei debiti commerciali; questa politica non deve però cozzare contro una corretta gestione dell'impresa che deve tenere conto della soddisfazione dei clienti e della tendenza a fare del fornitore un partner nell'ambito del sistema degli stakeholder.

Un aspetto da non sottovalutare è la presenza dell'IVA, che rappresenta nel primo caso (crediti commerciali) un debito verso l'erario e nel secondo caso (debiti commerciali) un credito verso l'erario. Una durata dei crediti commerciali maggiore dei debiti comporterà un impatto finanziario in quanto bisognerà anticipare l'IVA delle fatture di vendita emesse dall'erario, generando così un ulteriore fabbisogno finanziario per l'azienda.

Per il calcolo degli indici nell'anno 2012 e 2013 è stata utilizzata l'IVA pari al 21%, mentre per l'anno 2014 l'IVA è salita al 22%⁹.

La sintesi di questi indici fornisce indicazioni, di massima, sulla durata del ciclo monetario dell'azienda. Il ciclo monetario è il periodo di tempo che mediamente intercorre tra l'uscita monetaria collegata all'acquisto dei fattori produttivi e l'entrata monetaria originata dalla vendita dei beni o dei servizi aziendali.

⁹ Per una panoramica sui meccanismi di funzionamento dell'IVA Cfr. Portale R. "Imposta sul valore aggiunto 2009", Il Sole 24 Ore ed., Milano, 2009; Fazzini E. "Il diritto di detrazione nel tributo sul valore aggiunto", CEDAM ed, Padova, 2000.

La durata del ciclo monetario, espresso in giorni, è data da:

$$\begin{aligned} \textit{Durata dl ciclo monetario} &= \textit{Durata media delle scorte} \\ &\quad - \textit{Durata media dei debiti commerciali} \\ &\quad + \textit{Durata media dei crediti commerciali} \end{aligned}$$

Quanto più breve è la durata del ciclo monetario tanto minore è l'importo dei finanziamenti necessari al sostegno dell'attività di gestione; viceversa, tanto più lunga è la durata del ciclo monetario tanto maggiore è l'esigenza di disporre di notevoli finanziamenti.

La conoscenza di tali informazioni è molto importante per le decisioni di tipo gestionale, ai fini dell'accertamento della situazione di liquidità aziendale.

4.7. Commenti all'analisi per indici

Redditività		2012	2013	2014	
ROE medio	=	Reddito netto / Patrimonio netto medio	31,74%	58,55%	44,88%
ROI medio	=	Risultato oper. Caratt. / Cap. inv. Aziend. medio	9,88%	32,30%	29,76%
ROS	=	Risultato oper. caratt/ Ricavi netti	1,81%	4,70%	4,18%
ROA medio	=	Risultato oper. aziendale / Attivo netto medio	5,75%	14,93%	13,47%
ROD medio	=	Oneri finanziari / mezzi di terzi medi	1,68%	1,59%	1,06%
Tasso incidenza fiscale e straordinaria	=	Imposte d'esercizio+Gest. straord / RAI +Gest. Straod.	21,53%	37,62%	37,37%
Redditività del reddito operativo	=	Reddito netto / Reddito oper. Caratt.	71,38%	61,19%	63,17%
Onerosità debiti finanziari	=	Oneri finanziari / Debiti finanziari	3,92%	4,30%	3,11%
Efficienza		2012	2013	2014	
Costo del personale dipendente	=	Costo del personale dipendente	1.623.668,00	1.797.395,00	2.040.330,00
Numero medio di dipendenti	=	Numero medio di dipendenti	39	40	44
Costo medio del lavoro	=	Costo del pers. Dipend. / Numero medio dipenden.	41.632,51	44.934,88	46.371,14
Vendite per dipendente	=	Ricavi netti / Numero medio dipenden.	610.530,64	657.307,50	652.510,05
Margine operativo lordo per dipendente	=	MOL / numero medio dipenden.	20.510,00	40.125,20	35.999,57
Rendimento dei dipendenti	=	Ricavi netti / Costo del personale dipenden.	14,66	14,63	14,07
Produttività aziendale	=	Ricavi netti / Cap. invest. Netto aziendale	5,75	7,48	6,31
Solidità patrimoniale		2012	2013	2014	
Margine di struttura	=	Patrimonio netto - Attivo immobilizzato	- 803.010,00	- 52.891,00	265.795,00
Indice di autocopertura delle imm.ni	=	Patrimonio netto / Attivo immobilizzato	0,56	0,97	1,17
Margine di strutt. secondario	=	(Patrimonio netto + Pass. Cons.) - Attivo immobiliz.	- 504.998,00	271.491,00	656.518,00
Indice di copertura delle imm.ni 2	=	(Patrimonio netto + Pass. Cons.) / Attivo immobiliz.	0,72	1,17	1,42
Grado di indipendenza	=	Patrimonio netto / Mezzi di terzi	0,13	0,21	0,22
Leverage (tasso di indebitamento)	=	Mezzi di terzi / Patrimonio netto	7,57	4,84	4,56
Grado di indebitamento	=	Mezzi di terzi / Attivo netto	0,88	0,83	0,82
Struttura finanziaria		2012	2013	2014	
Indice di elasticità degli impieghi	=	Attivo corrente / Attivo netto	0,79	0,82	0,85
Indice di rigidità degli impieghi	=	Attivo consolidato / Attivo netto	0,21	0,18	0,15
Indice di elasticità delle fonti	=	Mezzi di terzi / Passività	0,88	0,83	0,82
Indice di rigidità delle fonti	=	Patrimonio netto / Passività	0,12	0,17	0,18
Situazione finanziaria		2012	2013	2014	
Margine di tesoreria	=	Liquidità immediate - Passività correnti	- 6.173.442,00	- 5.771.123,00	- 6.542.360,00
Indice di tesoreria	=	Liquidità immediate / Passività correnti	2,25%	7,24%	3,84%
Margine di liquidità	=	Liquid. Immedieate + differite - Passività correnti	- 741.703,00	- 243.033,00	- 38.456,00
Indice di liquidità	=	(Liquid. Immedieate + differite) / Passività correnti	88,26%	96,09%	99,43%
Capitale Circolante Netto	=	Attivo corrente - Passivo corrente	632.894,00	1.272.370,00	1.761.539,00
Indice di disponibilità	=	Attivo corrente / Passivo corrente	110%	120%	126%
Turnover		2012	2013	2014	
Turnover dell'attivo corrente medio	=	Ricavi netti / Attivo corrente medio	3,23	3,64	3,58
Durata media del magazzino	=	Magazzino medio * 365 / Ricavi netti	21,42	19,79	20,79
DSO medio	=	(Crediti commerciali medi / 1+IVA) * 360 / Ricavi netti	69,00	58,78	58,17
DPO medio	=	(Debiti comm. medi / 1+IVA) * 360 / Acq beni e servizi	41,38	36,09	33,36
Durata ciclo monetario	=	Durata media del magaz. + DSO medio - DPO medio	49,04	42,47	45,60
Dati utili per il calcolo degli indici 2012:					
Attivo netto 2011		9.712.735,00			
Attivo corrente 2011		7.813.914			
Crediti commerciali 2011		5.874.131			
Rimanenze finali 2011		1.458.671			
Patrimonio netto 2011		916.022,00			
Mezzi di terzi 2011		8.796.713,00			
Debiti commerciali 2011		3.155.254,00			
Debiti finanziari 2011		3.849.908,00			
Capitale investito netto aziendale 2011		4.589.654,00			
Leverage medio 13-14		4,69			
Leverage medio 12-13		5,92			
Leverage medio 11-12		8,53			

Figura 9 - Indici di bilancio

La tabella rappresenta i principali indici utilizzati per l'analisi di Il fornaio del Casale S.P.A., nel corso del triennio considerato.

Dal punto di vista economico, per quanto concerne la redditività e i rendimenti possiamo trarre le seguenti considerazioni. L'azienda nel 2012 ha registrato un rendimento del capitale di rischio (ROE), ovvero del capitale proprio, del 31,74 % che giunge al 44,88% nel 2014 non incrementando in modo lineare. Infatti dal 2013 al 2014 c'è stato un decremento e questo è dovuto al fatto che il reddito netto è rimasto pressoché lo stesso negli ultimi due anni mentre il patrimonio netto è aumentato per effetto della patrimonializzazione degli utili.

Affrontando i rendimenti economici secondo una chiave di lettura più ampia, si evidenzia come il rendimento del capitale investito (ROI) sia aumentato nel corso del triennio da 9,88% a 29,76% quindi ogni euro di capitale investito nell'azienda il ritorno operativo derivante dalla gestione caratteristica, è aumentato. Ciò è dovuto al fatto che l'EBIT aumenta di circa il 143% durante il triennio mentre il capitale investito aziendale aumenta meno che proporzionalmente del 10% circa.

Per quanto riguarda gli impieghi, notiamo come ogni 100 € di assets vengano generati 5,75 € di reddito dalla gestione tipica del core-business nel 2012 e come nei due anni successivi il rendimento degli impieghi (ROA) aumenti, comunque in modo non lineare, a 13,47% nel 2014. Le considerazioni che si possono trarre sono che tale rendimento registra una contrazione dal 2013 al 2014 per effetto di due forze: diminuisce, in termini assoluti, l'EBIT aziendale e inoltre aumenta il totale degli impieghi.

Dal 2013 al 2014 l'EBIT aziendale e l'EBIT operativo non diminuiscono solo in termini assoluti, ma diminuisce anche il ritorno economico marginale del fatturato, infatti il ROS passa dal 4,70% nel 2013 al 4,18% nel 2014. Comunque sia, rispetto al 2012 (1,81%) c'è stato un incremento significativo che ha permesso nel triennio di più che raddoppiare la redditività di ricavi, portando così, per effetto dell'aumento assoluto dei ricavi e per effetto dell'aumento del rendimento di questi, il reddito operativo da 430.000 € a 1,2 milioni €. La causa principale che ha permesso di aumentare il ROS è stata la compressione dei costi per servizi, i quali hanno perso un'incidenza percentuale di circa 2 punti sui ricavi stessi nel giro di due anni.

Riprendendo il concetto di redditività degli impieghi (ROA), risulta utile effettuare una comparazione con l'indice che riassume l'onerosità dei debiti, ovvero il ROD. Quest'ultimo indice diminuisce da 1,68% nel 2012 a 1,06 % nel 2014. Ciò significa che ogni 100€ dei debiti totali, ci sono 1,06 € di oneri

finanziari che erodono i risultati economici nell'ultimo anno oggetto dell'analisi. Tale onerosità è relativamente bassa considerando che il capitale di rischio rappresenta solo il 18% (rigidità delle fonti) del totale delle passività portando così il Leverage a 4,56. Quindi concludendo, avendo un ROD dell'1,06% e un rendimento dell'attivo netto (ROA) del 13,47%, si genera uno SPREAD di 12,41% e pertanto la leva finanziaria agisce positivamente ed in maniera significativa sulla redditività. Questo effetto si ottiene in quanto il rendimento del attivo netto è maggiore del costo che l'azienda deve sopportare per essere finanziata da terzi per l'82% del totale.

Diverso dal ROD è invece l'onerosità dei debiti finanziari che è circa il triplo in quanto il peso che i debiti di natura finanziaria hanno sul totale dei debiti è relativamente contenuto.

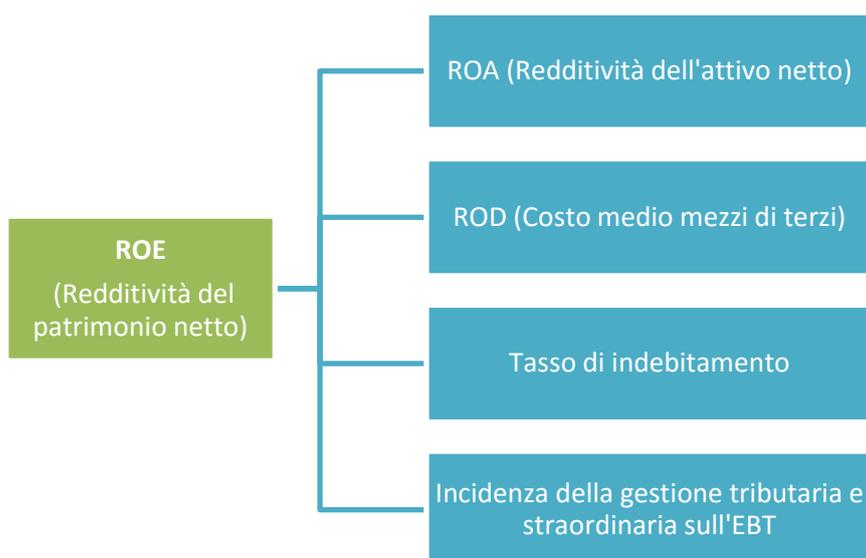


Figura 10 - Scomposizione della redditività dell'attivo netto

$$ROE = \left\{ ROA + (ROA - ROD) \times \frac{\text{Mezzi di terzi}}{\text{Patrimonio netto}} \right\} \times (1 - t)$$

$$\text{ANNO 2014} \quad 44,88\% = \{13,47\% + (13,47\% - 1,06\%) \times 4,7\} \times (1 - 37,37\%)$$

$$\text{ANNO 2013} \quad 58,55\% = \{14,93\% + (14,93\% - 1,59\%) \times 5,9\} \times (1 - 37,62\%)$$

$$\text{ANNO 2012} \quad 31,74\% = \{5,75\% + (5,75\% - 1,68\%) \times 8,5\} \times (1 - 21,53\%)$$

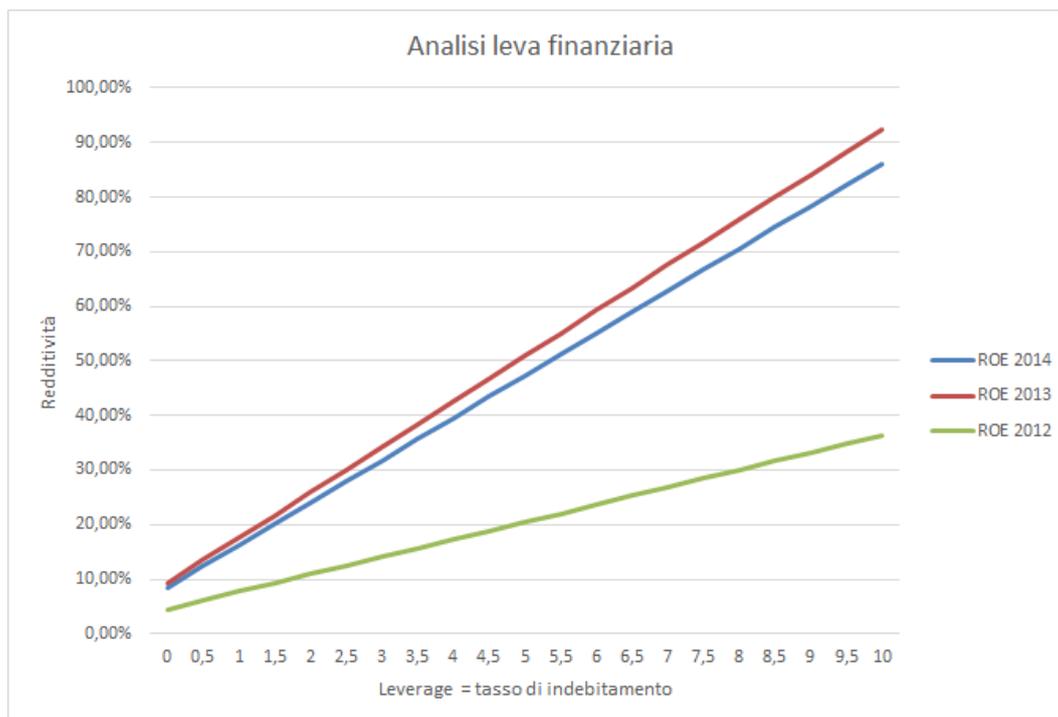


Figura 11 - Effetto leva finanziaria

Effettuando l'analisi della leva finanziaria per il triennio che va dal 2012 al 2014 ed evidenziando lo SPREAD (ROA – ROD) emerge quanto segue:

	2012	2013	2014
SPREAD	4,07%	13,34%	12,41%

Tabella 8 - Evoluzione dello spread

Il differenziale tra il ROA e il ROD cresce in modo sostanziale durante l'arco di tempo analizzato, risultando essere maggiore nel 2013. Tale incremento implica un aumentato così dell'effetto leva permettendo pertanto a tale moltiplicatore di incrementare la redditività del capitale di rischio (ROE).

Sapendo che l'onerosità dei mezzi di terzi (ROD) durante il triennio registra, in termini assoluti, una variazione di circa 0,6 punti percentuali, si può constatare come la variazione dello SPREAD sia dovuta soprattutto alla variazione della redditività operativa dell'attivo netto (ROA) la quale passa da 5,75% nel 2012 a 13,47% nel 2014.

Considerando che il coefficiente delle curve che rappresentano la leva finanziaria è lo SPREAD, alla luce di quanto detto, si nota come un aumento di tale

differenziale faccia aumentare l'inclinazione delle curve stesse incrementando, come già detto, l'effetto leva sul ROE.

L'intercetta, inoltre, grazie ad un aumento del ROA, permette alle curve di traslare verso l'alto in maniera tale che, qualora l'azienda finanziasse i suoi impieghi solo con mezzi propri (mezzi di terzi uguali a 0), la redditività netta del capitale di rischio aumenterebbe.

Tuttavia, sia l'intercetta, sia il coefficiente angolare sono influenzati dal fattore $(1 - t)$, il quale rappresenta la redditività netta dell'EBT, in quanto questa entità viene moltiplicata al ROA che determina l'intercetta e allo SPREAD che determina il coefficiente.

Nonostante il fattore $(1-t)$ diminuisca dopo il 2012, generando un effetto di diminuzione del coefficiente e dell'intercetta, le considerazioni fatte in precedenza mantengono validità in quanto l'aumento della redditività degli impieghi e l'aumento dello SPREAD generano un effetto contrario più che proporzionale.

Sotto il profilo dell'efficienza del personale, effettuando l'analisi di bilancio e disponendo del numero medio di dipendenti in ogni anno dal 2012 al 2014, si sono calcolati alcuni indici che mettono a rapporto il costo del personale piuttosto che il numero medio dei dipendenti con alcuni margini di risultato economico come l'EBITDA e i ricavi netti.

Da quanto risulta dall'analisi si noti come anzitutto il costo del personale dipendente, in termini assoluti, sia aumentato 1,623 M a 2,040 M nel giro dei tre anni, mentre il numero medio dei dipendenti sia passato da 39 nel 2012 a 44 nel 2014. Risulta agevole notare come l'aumento relativo del costo totale del lavoro dipendente sia stato più che proporzionale rispetto all'aumento del numero medio dei dipendenti stessi, comportando pertanto un incremento del costo medio per dipendente che passa da 41,6 a 46,3 migliaia di euro annui.

Risulta utile sottolineare come il costo del personale in qualsiasi tipologia di azienda, rappresenti un costo operativo non indifferente che va ad incidere sulla redditività operativa delle vendite (ROS) significativamente. È doveroso quindi tenere sotto controllo questa entità di costo soprattutto sapendo che il costo medio per dipendente è in ascesa. Si noti infatti, dal Conto economico riclassificato in precedenza, come l'incidenza del costo del lavoro sui ricavi netti sia aumentata durante il triennio e infatti l'indicatore che indica il rendimento dei dipendenti sia passato da 14,66 a 14,07. Questo indice mette a rapporto i ricavi netti con il costo

complessivo del personale dipendente. I ricavi netti sono aumentati durante i tre anni ma il costo del lavoro è incrementato più che proporzionalmente, portando così da 14,66 a 14,07 i ricavi netti generati ogni euro speso per il costo del lavoro. Dal punto di vista finanziario e patrimoniale, notiamo subito come l'azienda abbia una struttura patrimoniale molto elastica tanto che l'indice di elasticità degli impieghi è pari a 0,85 nel 2014, contro lo 0,79 del 2012. Ciò significa che gli impieghi immobilizzati hanno una bassa incidenza sul totale attivo netto e che quindi la redditività degli asset aziendali è molto elevata. Tuttavia l'aumento del peso dell'attivo circolante sul totale attivo netto deve essere letto anche con criticità, infatti si osserva che tale incremento è dovuto solo ed esclusivamente dall'aumento notevole dell'ammontare delle liquidità differite e del magazzino. Questo può essere giustificato come un riflesso dei maggiori ricavi registrati nell'ultimo triennio ma se non c'è una gestione accorta della tesoreria potrebbe indurre a problemi di liquidità dato che il passivo corrente più di quanto aumentano le liquidità immediate. Tale considerazione è fatta tenendo in considerazione il confronto fra gli indici di turnover DPO e DSO, rispettivamente il tempo medio di pagamento dei debiti e di riscossione dei crediti, che verranno affrontati in seguito come anche il quoziente di tesoreria.

Per quanto concerne il passivo, anche in questo asse patrimoniale, domina la componente corrente che nel 2014 rappresenta circa l'80% dell'ammontare dei debiti e il 67% del totale delle fonti mentre le passività consolidate sono il 15% delle fonti.

A sostegno del fatto che la gestione della tesoreria sia da monitorare, si rileva che il quoziente di tesoreria (liq. Immediate/passivo corrente) è del 3,84% nel 2014, quindi a fronte di 100 € di debiti di breve periodo, l'azienda dispone solo di 3,84€ di disponibilità liquidate per poter pagare tali impegni. Una nota positiva è quanto emerge dal quoziente di liquidità ((liq. Immediate+diff.)/passivo corrente) che nel 2014 ammonta a 0,99 permettendo all'azienda di far fronte a tutti i debiti a breve termine con le disponibilità liquide e incassando tutti i crediti, senza contare le rimanenze di magazzino. Tuttavia risulta importante sottolineare che il DSO e il DPO, come già anticipato in precedenza, potrebbero gravare sulla tesoreria in quanto il tempo medio di riscossione dei crediti nel 2014 è di 58 giorni mentre il tempo medio di pagamento dei debiti è di 33.

Per quanto concerne, invece, la durata media del magazzino, si noti come questa

risultati molto stabile nel corso del triennio, attestandosi a 20,79 nel 2014. Ciò significa che ogni 20,79 giorni il magazzino si rinnova, ovvero, questo è il tempo che intercorre dall'acquisto alla vendita delle merci.

Concludendo, risulta utile calcolare anche la durata del ciclo monetario, inteso come il periodo di tempo che mediamente intercorre tra l'uscita monetaria collegata all'acquisto dei fattori produttivi e l'entrata monetaria originata dalla vendita dei beni o dei servizi aziendali. Tale indicatore non subisce variazioni significative negli ultimi 3 anni e risulta essere pari a 45,6 nel 2014 dunque questo è l'arco di tempo che passa da quando pago per l'acquisto della merce e incasso per la vendita della medesima merce.

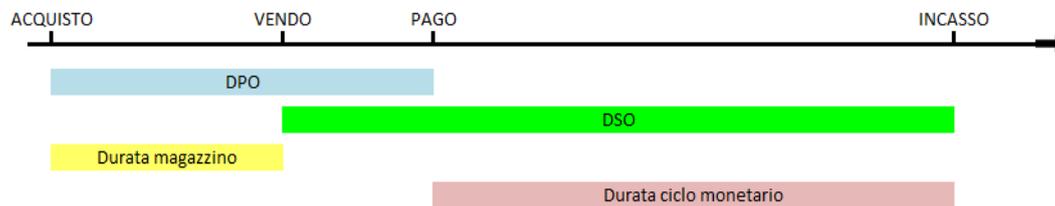


Figura 12 - Durata del ciclo monetario

5. Analisi dei flussi

I margini e gli indici analizzati fino ad ora sono utilizzati per effettuare le analisi di bilancio da una prospettiva ‘statica’, cioè analizzando l’impresa fermandone la sua vita ad un dato momento della vita aziendale. Tale analisi, in grado di evidenziare aspetti importanti dell’andamento dell’impresa, deve essere effettuata considerando i risultati derivanti dagli indici in una prospettiva d’insieme, valutandone la complessività e le interazioni dei risultati ed armonizzandoli in un giudizio globale.

Nonostante il già notevole sforzo insito in tale lavoro, l’analisi risulta ancora incompleta e necessita di ulteriori informazioni sulla qualità e l’andamento delle entrate e delle uscite nel periodo considerato.

Queste informazioni sono ottenibili con l’utilizzo dell’analisi dei flussi finanziari. L’analisi dei flussi può essere effettuata considerando solo i flussi reali di risorse monetarie oppure anche i flussi finanziari in senso più ampio; nel primo caso sarà effettuata un’analisi dei flussi di cassa in senso stretto, nel secondo saranno considerati anche tutti i flussi finanziari generati dalla nascita ed estinzione dei crediti e debiti di funzionamento aziendali.

Dottrina, principi contabili e prassi sono concordi nel sostenere la maggiore valenza informativa dell’analisi per flussi di cassa in senso stretto, in quanto l’analisi dei flussi finanziari non riesce a verificare la presenza o meno di forti squilibri monetari.

5.1. Flussi di cassa

I flussi di cassa misurano la liquidità generata o assorbita da un’impresa durante la sua gestione, e sinteticamente si ricavano dal confronto fra il risultato economico di un periodo n (opportunitamente modificato) e la variazione dello stock di cassa nei due periodi $n-1$ e n .

L’analisi dei flussi di cassa analizza solo le entrate e le uscite effettive monetarie che si sono succedute durante l’esercizio.

Per fare ciò bisogna in primis identificare e quindi eliminare tutti quei flussi finanziari apparenti che sono inseriti nel bilancio d’esercizio (fabbisogni e fonti

apparenti di risorse monetarie). Vanno successivamente tolti i 'flussi somma', cioè a somma zero perchè sono una serie di flussi di segno opposto che si eliminano a vicenda.

I flussi di cassa reali così ottenuti andranno poi inseriti in un documento in grado di sintetizzare i risultati e renderli intellegibili anche ad un lettore non esperto di contabilità; questo documento è il Rendiconto finanziario.

5.2. Analisi del Rendiconto finanziario

Risulta quanto mai necessaria e insostituibile, ai fini di una corretta ed esaustiva interpretazione del bilancio delle imprese, corredare l'analisi fin qui effettuata (basata essenzialmente sullo studio degli schemi di esposizione formale e sulla stesura di un sistema di indici) con la definizione della dinamica finanziaria e il suo studio tramite la determinazione dei flussi, che spieghino come si è passati da una certa composizione del capitale investito e delle fonti di finanziamento ad un'altra, come si sono generate risorse finanziarie dalla gestione reddituale, come e in quali aree gestionali si siano ripartiti gli investimenti effettuati e a quali tipologie di finanziamenti si sia data adeguata copertura a tali necessità di investimento.

Il documento utilizzato per effettuare questa analisi è denominato Rendiconto finanziario o Statement of cash flow. Esso permette, come già accennato sopra, di effettuare un'analisi dei flussi monetari, in entrata ed in uscita, che l'azienda ha avuto nel corso del periodo considerato.

Il suo contenuto informativo, pur derivando dallo Stato patrimoniale e dal Conto economico di periodo, fornisce un'informazione insostituibile poichè non può essere ricavata direttamente da tali documenti.

Esso ha come principale scopo quello di comunicare informazioni sulla formazione e sulla dinamicità dell'equilibrio finanziario dell'impresa, inteso come capacità dell'azienda di far fronte alle necessità di investimento in attività, correnti e immobilizzate, e di rimborso di passività, per scadenze a breve di impieghi correnti e di medio/lungo periodo, con convenienti mezzi finanziari resi disponibili dalla complessa attività di gestione.

Le risorse finanziarie generate o consumate dalla gestione d'impresa, documentate nel rendiconto e aggregate per aree gestionali, costituiscono l'anello di

congiunzione tra:

- le variazioni intervenute nella situazione patrimoniale / finanziaria iniziale e finale (confronto fra due Stati patrimoniali successivi);
- la dinamica economico-reddituale, rappresentata nel Conto economico.

Il Rendiconto presenta un insieme organizzato di flussi finanziari¹⁰, nel senso che vengono aggregati in una serie di aree gestionali in funzione della loro origine. Tali aree risulteranno omogenee, cioè coerenti, alla natura delle operazioni che hanno determinato variazioni nelle voci patrimoniali.

Il Rendiconto finanziario è uno strumento d'informazione patrimoniale, finanziaria ed economica talmente importante da renderlo parte integrante del bilancio d'esercizio. Tale documento, secondo quanto previsto dal principio contabile nazionale n.12, andrebbe allegato alla Nota integrativa¹¹.

Il Principio n.12 spiega che il Rendiconto evidenzia:

- l'attività di finanziamento dell'impresa durante l'esercizio, espressa in termini di variazioni delle risorse finanziarie disponibili;
- la parte di variazione di tali risorse causata dall'attività produttiva di reddito svolta durante l'esercizio;
- l'attività di investimento dell'impresa;
- le variazioni intervenute nella situazione patrimoniale e finanziaria dell'impresa;
- le correlazioni esistenti tra le fonti di finanziamento e investimenti effettuati.

Tutte le risorse finanziarie evidenziate nel documento patrimoniale possono essere identificate come fondo di valori, base di riferimento su cui calcolare la variazione (flusso) intervenuta nell'arco di un periodo. Gli aggregati fondo più studiati fanno riferimento:

- al capitale circolante netto, come sintesi tra l'attivo e il passivo corrente, cioè come differenza tra impieghi e fonti di breve durata;
- alla liquidità, cioè alle disponibilità liquide dell'azienda.

Di seguito viene riportato il Rendiconto finanziario delle variazioni delle disponibilità liquide (cash flow statement) secondo il metodo indiretto, mettendo

¹⁰ Flusso finanziario: variazione finanziariamente rilevante, intervenuta negli elementi di due Stati Patrimoniali successivi

¹¹ D.Lgs. 139/2015.

in evidenza come i flussi finanziari influiscano sulle sole liquidità immediate e quindi sull'equilibrio monetario aziendale.

Il 'cash flow' è ottenuto come differenza tra l'insieme delle entrate monetarie e l'insieme delle uscite monetarie relative alla gestione per ciascun periodo. In altri termini, il flusso di cassa complessivo della gestione per un periodo si può ricavare sottraendo alla liquidità di fine periodo quella di inizio periodo.

Il Rendiconto finanziario per saldi di liquidità immediata può essere costruito attraverso due metodologie:

- diretta: attraverso l'analisi delle movimentazioni della voce "cassa" per ogni operazione (metodo lungo e dispendioso);
- indiretta: parte dal risultato economico (utile netto o utile operativo) viene rettificato da una serie di voci cui non si correla una manifestazione finanziaria quali, per esempio ammortamenti e accantonamenti (è quella generalmente utilizzata e esaminata di seguito).

	Anno 2013	Anno 2014
A. Flussi finanziari derivanti dalla gestione reddituale (metodo indiretto)		
Utile (perdita) dell'esercizio	756.535,00	758.247,00
Imposte sul reddito	431.274,00	436.897,00
Interessi passivi/(interessi attivi)	23.457,00	- 10.254,00
(Dividendi)	- 220.000,00	- 499.999,00
	991.266,00	684.891,00
1. Utile (perdita) dell'esercizio rettificato		
<i>Rettifiche per elementi non monetari che non hanno avuto contropartita nel capitale circolante netto</i>		
Accantonamenti ai fondi	74.471,00	96.061,00
Ammortamenti delle immobilizzazioni	328.075,00	337.929,00
Altre rettifiche per elementi non monetari	585,00	76.455,00
	403.131,00	510.445,00
2. Flusso finanz prima delle variaz del ccn		
<i>Variazioni del capitale circolante netto</i>		
Decremento/(incremento) delle rimanenze	- 140.806,00	- 284.592,00
Decremento/(incremento) dei crediti v/clienti	- 39.769,00	- 884.173,00
Incremento/(decremento) dei debiti v/fornitori	61.536,00	100.632,00
Decremento/(incremento) dei ratei e risconti attivi	- 8.643,00	2.802,00
Incremento/(decremento) dei ratei e dei risconti passivi	- 8.551,00	- 9.358,00
Altre variazioni del capitale circolante netto	231.382,00	240.301,00
	95.149,00	- 834.388,00
3. Flusso finanz dopo le variaz del ccn		
<i>Altre rettifiche</i>		
Interessi incassati/(pagati)	- 23.457,00	10.254,00
(Imposte sul reddito pagate)	- 130.450,00	- 656.600,00
(Utilizzo dei fondi)	- 48.101,00	- 29.720,00
	- 202.008,00	- 676.066,00
4. Flusso finanz dopo le altre rettifiche		
	1.287.538,00	- 315.118,00
	<u>1.287.538,00</u>	<u>- 315.118,00</u>
B. Flussi finanziario derivanti dall'attività d'investimento		
Immobilizzazioni materiali	- 48.463,00	- 379.350,00
(Investimenti)	- 48.463,00	- 368.527,00
Prezzo di realizzo disinvestimenti		- 10.823,00
Immobilizzazioni immateriali	- 74.782,00	- 86.785,00
(Investimenti)		- 86.785,00
Prezzo di realizzo disinvestimenti	- 74.782,00	
	- 123.245,00	- 466.135,00
	<u>- 123.245,00</u>	<u>- 466.135,00</u>
C. Flussi finanziari derivanti dall'attività di finanziamento		
Mezzi di terzi	- 856.192,00	592.013,00
Incremento (decremento) debiti a breve verso banche	- 722.339,00	494.509,00
Accensione finanziamenti	3.160,00	104.142,00
Rimborso finanziamenti	- 137.013,00	- 6.638,00
	- 856.192,00	592.013,00
	<u>- 856.192,00</u>	<u>592.013,00</u>
Incremento (decremento) delle disponibilità liquide (A± B ± C)	308.101,00	- 189.240,00
Disponibilità liquide al 1° gennaio 2014	142.294,00	450.395,00
Disponibilità liquide al 31 dicembre 2014	450.395,00	261.155,00

Figura 13 - Rendiconto finanziario

Nel prossimo diagramma vengono riassunti i tre flussi generati rispettivamente dalla gestione reddituale, dall'attività di investimento e dall'attività di finanziamento, durante gli anni 2013 e 2014.

Nel 2013, la gestione reddituale ha generato un flusso finanziario di 1.287.538 di euro mentre nel 2014 ha eroso denaro per 315.118 euro.

Il flusso finanziario generato dall'attività di investimento è negativo per entrambi gli anni considerati.

Infine il flusso finanziario dell'attività di finanziamento è caratterizzato, nel 2013,

da una diminuzione di denaro di 856.192 euro, mentre nel 2014 è stato prodotto denaro per 592.013 euro.

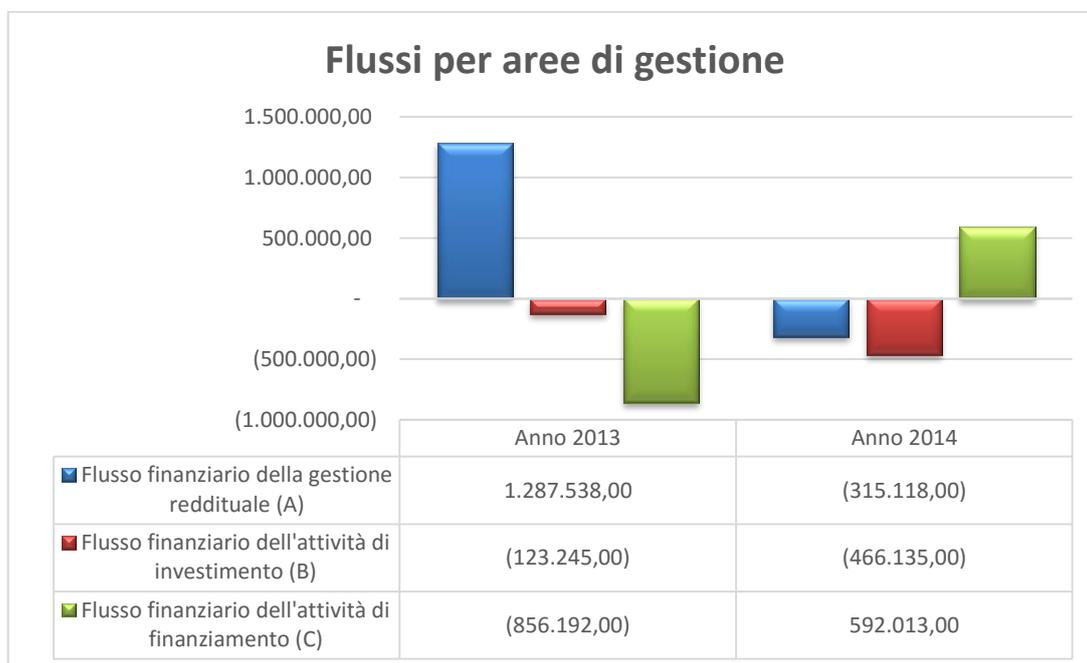


Figura 14 - Flussi per aree di gestione

Procedendo con l'analisi del Rendiconto finanziario dell'anno 2013 e 2014 emergono diversi aspetti da evidenziare.

Per quanto riguarda i flussi generati dal core business aziendale si nota in maniera immediata come la gestione reddituale, durante l'anno 2013, abbia generato 1,287 M di euro di cassa mentre nel 2014 si siano depauperati 0,315 M di euro di cassa. Questo divario tra i due anni è dovuto ai seguenti fattori:

- sono stati distribuiti 0,28 M di euro di dividendi in più nel 2014 rispetto al 2013;
- nel 2014 sono incrementate le rimanenze di 0,28 M;
- rispetto al 2013, nel 2014 sono aumentati i crediti commerciali di 0,88M ed è il principale motivo per cui il flusso della gestione reddituale ha subito questa variazione;
- nel 2014 sono state pagate 0,526 M di imposte in più rispetto al 2013.

Di seguito si può osservare l'andamento dei flussi appartenenti alla gestione reddituale nel biennio considerato.

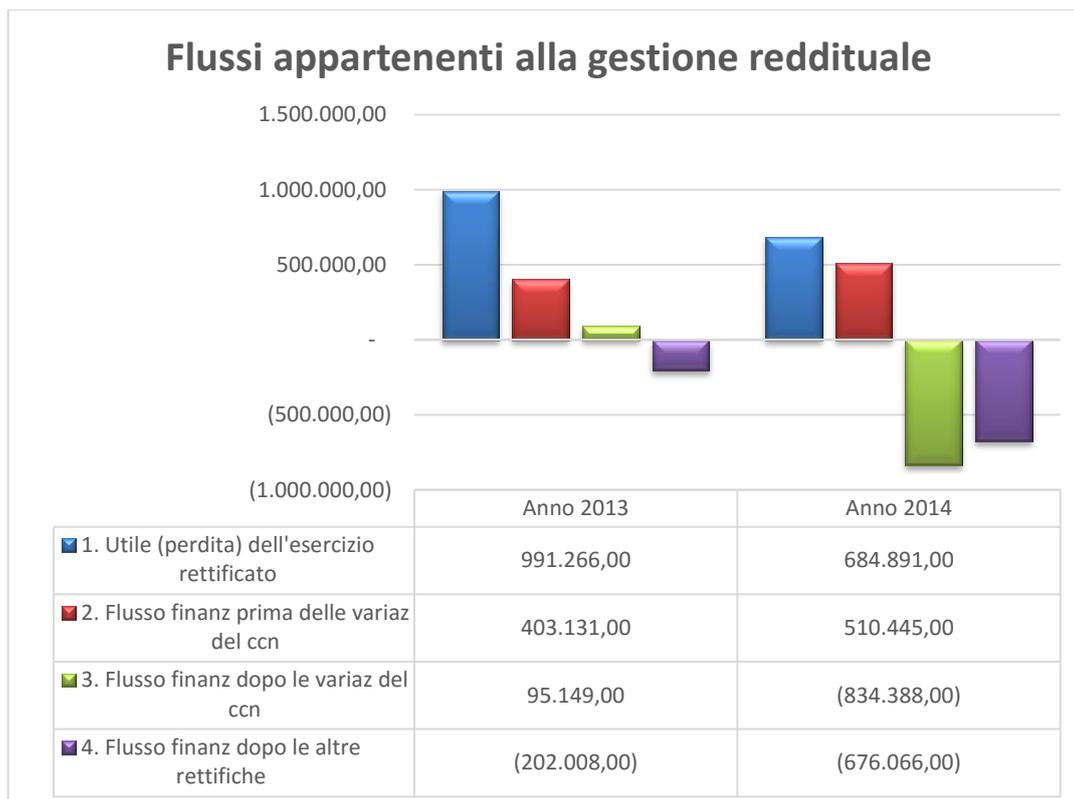


Figura 15 - Flussi appartenenti alle gestione reddituale

Per quanto riguarda il flusso derivante dalla gestione di investimento i flussi in uscita, da un anno all'altro, in termini relativi più che triplicano. Tale incremento è dovuto per lo più all'acquisto di nuovi macchinari volti ad incrementare la produttività aziendale (vedi Nota integrativa).

Per quanto concerne invece il flusso derivante dalla gestione di finanziamento, è chiaro come i flussi in entrata di quest'area, nel 2014, servino a coprire i corposi flussi in uscita derivanti dagli investimenti e a coprire, almeno in parte, i flussi in uscita generati dalla gestione reddituale. Paradossalmente, nel 2013 sono stati rimborsati una parte sostanziosa dei debiti finanziari verso le banche, mentre nel 2014, trovandosi in una situazione di necessità finanziaria hanno ottenuto altri prestiti e finanziamenti per far fronte ai propri impegni.

Nel complesso nel 2013 è stato registrato un incremento di liquidità di 308.000 euro mentre nel 2014 è stata conservata liquidità per 189.000.

Conclusioni

Come è stato detto nell'introduzione di questa tesi, uno dei principali obiettivi della ricerca svolta è quello di predisporre un giudizio in merito allo stato di salute dell'azienda di riferimento, Il fornaio del Casale S.P.A., rispondendo a tre domande:

- Com'è andata l'impresa da un punto di vista economico?
- E da un punto di vista finanziario?
- Dove ha reperito le risorse necessarie per la gestione e come le ha impiegate?

È possibile rispondere a queste domande attraverso la riclassificazione dei documenti contabili, il calcolo dei principali indici di bilancio e la stesura del Rendiconto finanziario, precedentemente elaborati.

La ricerca dei dati, l'elaborazione, l'analisi e la trascrizione sono durate qualche mese, ma la cosa più importante è che è stata elaborata un'analisi completa studiando il caso di interesse e verificando le tre condizioni principali che garantiscono il perdurare della vita aziendale: equilibrio economico, equilibrio finanziario ed equilibrio patrimoniale.

Dalla contrapposizione nel Conto economico tra i ricavi e i costi è possibile valutare se l'impresa ha conseguito un utile di esercizio o una perdita, dallo Stato patrimoniale riclassificato è possibile individuare come sono state impiegate le risorse confluite nell'azienda da parte dei soci e da parte di terzi, infine dalla predisposizione del Rendiconto finanziario si possono ricavare le informazioni per massimizzare il flusso di cassa generato dalla gestione aziendale.

Si può affermare che l'azienda nel corso del triennio considerato ha generato un risultato economico positivo, poiché l'evoluzione dell'utile conseguito, dal 2012 al 2014, è più che raddoppiato.

Da un punto di vista della performance reddituale l'azienda sta ottenendo negli anni risultati molto soddisfacenti, come sottolinea la crescita del fatturato.

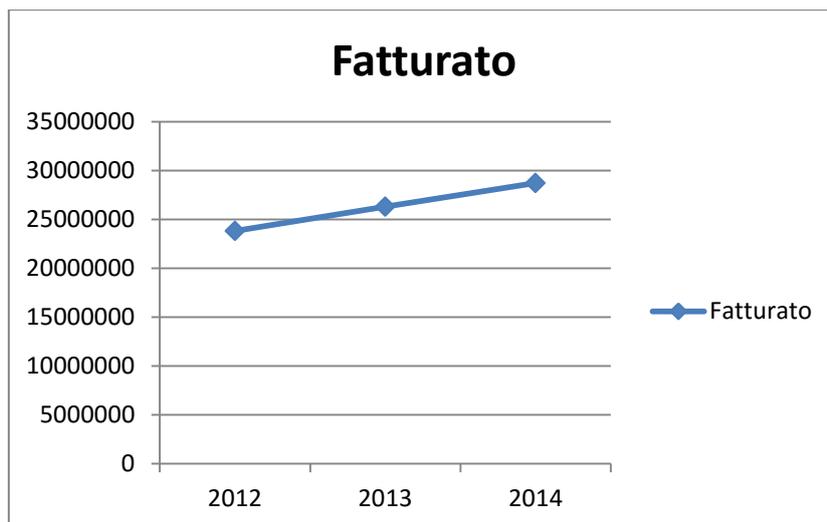


Figura 16 - Fatturato 2012-2014

Anche alcuni risultati parziali di sintesi, come l'EBITDA e l'EBIT aziendale, evidenziano una crescita notevole, anche se non lineare, che va ad influire positivamente nella gestione reddituale dell'impresa.

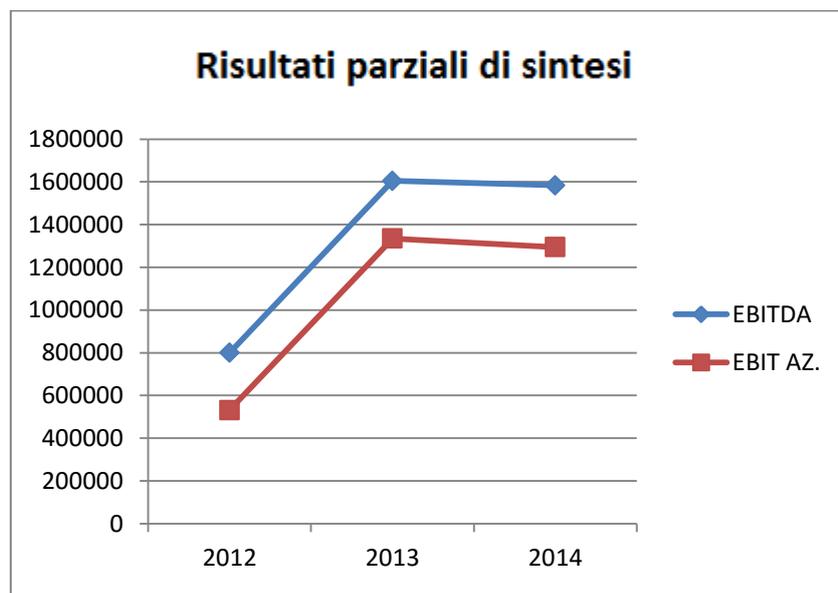


Figura 17 - Ebitda e Ebit aziendale 2012-2014

Per quanto riguarda la gestione finanziaria, emerge come si dovrebbe monitorare l'aspetto della tesoreria. L'azienda, infatti, presenta un margine di tesoreria negativo, il quale potrebbe presagire un rischio finanziario di insolvenza, e un basso indice di tesoreria, il che significa che possiede poche disponibilità liquide

per far fronte ai debiti di breve periodo. Tuttavia, l'indice di liquidità e l'indice di disponibilità dimostrano come l'azienda, incassando tutti i crediti e contando le rimanenze di magazzino, sia in grado di far fronte a tutti i debiti di breve termine con le proprie disponibilità liquide.

Dall'analisi del Rendiconto finanziario si evidenzia uno squilibrio per quanto concerne i flussi di cassa appartenenti all'area di finanziamento e investimento. Nel 2014 l'azienda ha sostenuto 466 mila euro di investimenti e nel corso del 2013 ha rimborsato 850 mila euro di debiti finanziari. Nel 2014 si è ritrovata, quindi, senza liquidità per acquistare le immobilizzazioni e oltretutto l'attività operativa ha depauperato cassa per 365 mila euro, dovuto a crediti non incassati. Pertanto, è stato necessario accendere ulteriori finanziamenti per coprire tale scopenso.

L'azienda potrebbe, inoltre, ottimizzare la gestione finanziaria, anticipando la riscossione dei crediti e dilazionando il pagamento dei debiti, sempre tenendo conto della soddisfazione dei clienti e dei fornitori.

Infine, considerando l'aspetto patrimoniale, si può sottolineare come nel corso del triennio sia aumentata l'elasticità degli impieghi. Oltre a ciò, diminuisce l'elasticità delle fonti, quindi l'azienda corre un rischio minore di non far fronte ai debiti di breve termine. Inoltre l'impresa è ben capitalizzata.

A sostegno delle precedenti considerazioni si può notare come il margine di struttura nel 2014 sia positivo. Questo significa che il patrimonio netto copre tutto l'attivo immobilizzato, segno di una forte solidità patrimoniale.

In conclusione si può dire di aver raggiunto a pieno gli obiettivi prefissati durante questo studio, cercando di esporre in modo più esauriente possibile le dinamiche aziendali di Il fornaio del Casale s.p.a.. È importante sottolineare come attraverso gli strumenti utilizzati nell'analisi di bilancio si possano ottenere risultati in grado di capire la realtà aziendale, a differenza della sola lettura e utilizzo dei bilanci aziendali.

Bibliografia

- ❖ Banca dati Aida
- ❖ Brunetti G., *Contabilità e bilancio d'esercizio*, Etas Libri ed, Milano, 2007
- ❖ Dallochio M., *Finanza d'azienda. Analisi e valutazioni per le decisioni di impresa*, Egea ed, Milano, 1995
- ❖ Ferrero G., Dezzani F., Pisoni P., Puddu L., *Analisi di bilancio e rendiconti finanziari*, Giuffrè ed., Milano, 2006
- ❖ Ferrero G., *Le analisi di bilancio: Indici e flussi*, Milano; Giuffrè Editore, 2003
- ❖ Sòstero U. e Ferrarese P., *Analisi di Bilancio: Strutture formali, indicatori e rendiconto finanziario*, Giffrè Editore, 2000
- ❖ www.ilfornaioedelcasale.it

Ringraziamenti

Vorrei dedicare queste ultime righe per ringraziare tutte le persone a me care.

Desidero innanzitutto ringraziare il mio relatore, il professore Naccarato Francesco, che si è da subito reso disponibile per darmi una mano e seguirmi in questa tesi.

I ringraziamenti più grandi vanno ai miei genitori, Massimo e Nicoletta, perchè senza di loro non sarei mai potuta arrivare fino qui, mi sono sempre stati vicini in tutti questi anni, supportandomi e sopportandomi, non facendomi mancare mai nulla. La vera dedica di questa tesi e di tutto il percorso di laurea va a loro, che hanno avuto fiducia in me nonostante i momenti in cui ho avuto palesemente delle difficoltà; vedere che continuavano a credere in me, mi dava la forza di andare avanti e di concludere i miei studi. Mi auguro in futuro di ripagare i loro sacrifici e la loro pazienza e spero di renderli orgogliosi di me come io lo sono di loro.

Ringrazio Enrico, il mio caro fratello, nonchè gemello, il migliore. Senza di lui davvero certe cose non sarei mai riuscita a farle. Ho sempre potuto contare su di lui in qualsiasi momento, i suoi consigli sono stati preziosi, e so che sarà per sempre il mio punto di riferimento. Non sempre lo dimostro, ma questa è una buona occasione per dire che gli voglio un gran bene e che sono davvero fortunata ad avere un fratello speciale come lui. Grazie a Serena, la mia futura cognatina, che ha sempre avuto gesti carini e dolci nei miei confronti e sono davvero felice faccia parte della nostra famiglia.

Una parte importante in tutto questo l'ha avuta anche la persona con cui spero di continuare a condividere la mia vita, Filippo. Grazie al suo sorriso e alla sua carica è riuscito a trasmettermi più responsabilità e fermezza nello studio. Ha sempre creduto in me, regalandomi parole di conforto. Grazie di cuore per aver reso la mia vita migliore.

Ringrazio anche i suoi genitori, Marina e Paolo, che mi hanno accolto in casa come una di famiglia, le sue sorelle Alessia e Arianna, due ragazze splendide, e la nonna Maria, sempre così premurosa.

Un ringraziamento speciale va ai miei cari amici, compagni di avventura, con cui ho condiviso tante esperienze e tante risate. Elencarvi tutti sarebbe troppo lungo, ma ringrazio ognuno di voi per aver lasciato qualcosa di speciale nella mia vita.

Siamo cresciuti insieme, ne abbiamo passate tante e mi auguro di avervi sempre al mio fianco, perchè siete stati tutti parte fondamentale della mia felicità.

Grazie alle mie pazze compagne di squadra. Un gruppo meraviglioso, una seconda famiglia. Tra allenamenti, partite, sedute pesi e forse qualche piadina di troppo, sono state un supporto morale insostituibile.

Un altro ringraziamento particolare va alle persone fantastiche che ho conosciuto nella realtà universitaria, con cui ho condiviso progetti e studio.

Ringrazio chiunque, che in un modo o nell'altro, ha fatto parte della mia vita, regalandomi qualcosa di sè.

Vorrei che questi ringraziamenti siano un punto di arrivo da una parte, ma anche un punto di inizio, perchè non si finisce mai di crescere e spero di raggiungere nuovi ed importanti traguardi con tutte loro ancora al mio fianco.