

## 3.1.2 Note all'analisi Economico Patrimoniale<sup>1</sup>

---

<sup>1</sup> *Il presente lavoro è stato elaborato utilizzando elementi e dati forniti da Alfa Srl, sui quali non è stata effettuata alcuna verifica né attività di auditing; sulla loro correttezza ed esattezza gli analisti non assumono pertanto alcuna responsabilità.  
In relazione a quanto procede, nessuna asserzione, implicita o esplicita, può essere fatta sull'accuratezza delle informazioni e dei dati ricevuti in buona fede e sulle elaborazioni conseguenti. Gli analisti, quindi, non possono essere considerati in alcun modo responsabili per qualsiasi conseguenza derivante, direttamente o indirettamente, dalla lettura, elaborazione e valutazione del presente memorandum o da qualsiasi evento che venisse da chiunque ad esso ricondotto.  
Il documento non può costituire una base informativa e valutativa finalizzata in qualunque modo alla sollecitazione del mercato.*

## Sintesi dei principali dati finanziari consuntivi

---

Di seguito si riportano i principali dati finanziari relativi ai bilanci a consuntivo 2000-2003:

<i>Euro/000</i>	<b>2003</b>	<b>2002</b>	<b>2001</b>	<b>2000</b>
Ricavi Netti	5.217	6.143	5.363	5.731
Margine di Contribuzione	1.212	1.317	1.102	1.314
Margine Operativo Lordo	132	250	157	325
Ricavi Netti	5.217	6.143	5.363	5.731
Margine Operativo Lordo	132	250	157	325
<i>Inc. % sui Ricavi Netti</i>	<i>2.53</i>	<i>4.07</i>	<i>2.93</i>	<i>5.67</i>
Capitale di Funzionamento	931	1.153	803	735
Capitale Immobilizzato Netto	480	257	333	437
<b>Capitale Investito Netto</b>	<b>1.411</b>	<b>1.410</b>	<b>1.136</b>	<b>1.172</b>
Posizione Finanziaria Netta	-840	-801	-562	-650
Patrimonio Netto	-571	-609	-574	-522
<b>Totale Fonti</b>	<b>-1.411</b>	<b>-1.410</b>	<b>-1.136</b>	<b>-1.172</b>
Debt/Equity	1.5	1.3	1.0	1.2
Debt/Margine Operativo lordo	6.36	3.20	3.56	2.00
ROE	-6.28%	6.22%	9.93%	17.40%
Ricavi Netti/CIN (TURNOVER)	3.70	4.83	4.65	4.89

### Turnover:

L'indice indica il numero di volte che i fattori produttivi, sia di funzionamento sia immobilizzati, impiegati nel ciclo produttivo tipico si sono trasformati in moneta tramite le vendite nel corso dell'esercizio.

## Considerazioni di sintesi sul Conto Economico

---

I dati economici evidenziano:

- Nel 2003 un sensibile calo del fatturato (-15,06%) con un margine di contribuzione pari a 23,24% in aumento di 1,8% rispetto al periodo precedente;
- Una incidenza dei costi fissi in valori assoluti praticamente costante nel periodo 2002/2003 con un costo del lavoro pari a Euro/000 490 (9,39% sui ricavi netti);
- Un M.O.L. in forte calo passato da 4,07% del 2002 a 2,53% del 2003; calo dovuto dalla combinazione della riduzione dei ricavi e la costanza dei costi fissi;
- Una redditività negativa, dovuta anche ad una gestione finanziaria che nel periodo 2002/2003 è peggiorata incidendo nel 2003 sui ricavi netti per il 2,55%; la remunerazione del capitale netto (R.O.E.) è quindi passata da 6,22% del 2002 a -6,28% del 2003;
- Una minor capacità dell'azienda di remunerare il capitale investito (R.O.N.A.), che è passata da 17,49% del 2002 a 7,11% del 2003; il forte decremento del fatturato, con i costi di struttura rimasti costanti, ha determinato nel 2003 un utile operativo netto (risultato al lordo della gestione finanziaria) pari a Euro/000 100 contro un risultato di Euro/000 223 nel 2002

## Sintesi dei principali dati finanziari consuntivi

Di seguito si riportano i principali dati finanziari relativi ai bilanci a consuntivo 2002-2003:

<i>Euro/000</i>	<b>2002</b>	<b>2003</b>
Ricavi Netti	6.143	5.217
Margine Operativo Lordo	250	132
<i>Inc. % sui Ricavi Netti</i>	4.07	2.53
Reddito Operativo	223	100
<i>Inc. % sui Ricavi Netti</i>	3.63	1.92
Utile Netto	36	-38
<i>Inc. % sui Ricavi Netti</i>	0.58	-0.73
	<< >>	
Crediti verso clienti	2.290	1.447
Debiti verso fornitori	-1.555	-1.161
Rimanenze	704	806
Altre attività/ (Altre passività)	-286	-161
<b>Capitale Circolante Netto</b>	<b>1.153</b>	<b>931</b>
	<< >>	
Immobilizzazioni Nette	53	291
Crediti Immobilizzati	77	84
Immobilizzazioni Finanziarie	263	272
Depositi Cauzionali	5	4
TFR / Fondi rischi	-141	-171
<b>Capitale Immobilizzato Netto</b>	<b>257</b>	<b>480</b>
<b>Capitale Investito Netto</b>	<b>1.410</b>	<b>1.411</b>
	<< >>	
Posizione Finanziaria Netta	-801	-840
Patrimonio Netto	-609	-571
<b>Totale Fonti</b>	<b>1.410</b>	<b>1.411</b>
	<< >>	
Debt/Equity	1.3	1.5
Debt/Margine Operativo lordo	3.20	6.36
Quoziente di indebitamento	56.83	59.76
	<< >>	
Giorni medi magazzino	59	74
Giorni medi clienti	106	131
Giorni medi fornitori	104	133

### Capitale Investito Netto:

Indica il capitale investito in azienda, al netto delle passività non esplicitamente onerose.

Si ottiene dalla somma di due differenze: crediti meno debiti di funzionamento (**capitale di funzionamento**) e attività fisse meno passività a lungo termine non finanziarie (**capitale immobilizzato**).

La relazione fondamentale della struttura patrimoniale di una azienda sta in questa semplice equazione:

$$\text{C.I.N.} = \text{P.F.N.} + \text{P.N.}$$

A destra abbiamo il capitale investito nelle varie attività dell'impresa: a lungo termine e a breve termine, al netto delle relative passività.

A sinistra ci sono invece i finanziatori, le banche e/o gli obbligazionisti e i soci dell'azienda.

Questa relazione è alla base dei nuovi metodi di misurazione della redditività aziendale, infatti il reddito prodotto dagli investimenti in C.I.N. deve essere in grado di remunerare chi ha scelto di investire nell'azienda siano essi soci oppure finanziatori terzi come le banche.

**Il quoziente di indebitamento** rappresenta il rapporto tra i fattori principali delle fonti di finanziamento non "esplicitamente onerose" suddivise in capitale proprio ed in capitale di terzi.

In questo caso è stato calcolato come rapporto di composizione tra le passività di terzi e tutte le passività aziendali

## Cash Flow

---

Di seguito si riportano i principali dati finanziari relativi ai bilanci a consuntivo 2001-2003:

<i>Euro/000</i>	<b>2003</b>	<b>2002</b>	<b>2001</b>	<b>Posizione finanziaria netta (P.F.N.):</b>
Margine Operativo Lordo	132	250	157	E' il margine più significativo della gestione finanziaria: permette di valutare la dilatazione dei debiti verso il sistema bancario, in genere quei debiti che tendono ad irrigidire la posizione finanziaria aziendale.
Flusso di Cassa Operativo	331	-205	-15	
<b>Flusso di Cassa Netto</b>	<b>-39</b>	<b>-238</b>	<b>89</b>	
Posizione Finanziaria Netta Iniziale	-801	-562	-651	Quando la P.F.N. è di segno positivo o addirittura molto positiva indica un surplus di liquidità che non sempre è sintomo di scelte aziendali razionali: la redditività degli investimenti liquidi in genere è pari allo zero e il costo opportunità perduto sicuramente, influenza l'intera redditività aziendale.
Posizione Finanziaria Netta Finale	-840	-801	-562	
<b>Totale Variazione Finanziaria</b>	<b>-39</b>	<b>-239</b>	<b>89</b>	

## Analisi di redditività - MOL e Capitale di Funzionamento

---

Il **M.O.L.**, oltre ad essere un margine per l'analisi della redditività aziendale, è il primo risultato parziale nell'analisi per flussi. Il livello di fatturato deve essere tale da poter coprire tutti costi operativi e i costi fissi della struttura, riducendone al minimo l'incidenza, in questo modo è possibile mantenere un margine in grado di remunerare l'azienda (ammortamenti), le banche (interessi passivi), i soci (utile netto).

Esso può essere considerato il primo generatore di liquidità, la più importante fonte di autofinanziamento aziendale.

Il **capitale di funzionamento** è l'investimento della maggior parte della liquidità nella gestione corrente:

- magazzino,
- clienti (dilazioni concesse),
- fornitori (dilazioni ricevute),
- crediti e debiti diversi.

L'indice **M.O.L./Capitale di finanziamento** consente di valutare l'impatto economico in termini di redditività delle scelte strategiche dell'investimento nei valori determinanti della redditività della gestione corrente.

Quindi, se il **M.O.L.** è il più importante generatore di liquidità aziendale il **capitale di funzionamento** è l'investimento nella gestione corrente della liquidità, appare evidente che se il **M.O.L.** non copre buona parte del valore investito in capitale di funzionamento, il denaro lo dovremo chiedere al sistema bancario, la gestione, in questo caso, non si autofinanzia.

	Alfa Srl MOL	Alfa Srl MOL/CF
2003	2.53%	12.66%
2002	4.07%	25.57%
2001	2.93%	20.47%
2000	5.67%	44.25%

## Analisi di redditività - Indicatori

---

R.O.N.A. (Return On Net Assets).

L'indice si ottiene dal rapporto tra l'utile operativo netto e capitale investito netto e misura la capacità dell'azienda di remunerare il capitale investito .

### Alfa Srl

2003	7.11%
2002	17.49%
2001	10.86%
2000	23.94%

## Considerazioni di sintesi sullo Stato Patrimoniale

<i>Euro/000</i>	<b>2003</b>	<b>%</b>	<b>2002</b>	<b>%</b>	<b>Differenza</b>
<b>Capitale Investito Netto</b>	<b>1.411</b>		<b>1.410</b>		<b>1</b>
<i>di cui:</i>					
Crediti verso clienti	1.447	46.41	2.290	63.91	-843
Altri Crediti	213	6.83	192	5.35	21
Rimanenze	806	25.84	704	19.64	102
Immobilizzazioni	652	20.91	397	11.08	255
<i>di cui:</i>					
- Materiali	277	8.88	49	1.36	228
- Immateriali	19	0.61	8	0.22	11
- Crediti Immobilizzati	84	2.69	77	2.14	7
- Finanziarie	272	8.72	263	7.34	9
<b>Totale Attivi</b>	<b>3.118</b>		<b>3.583</b>		<b>-465</b>
Debiti verso Fornitori	-1.161		-1.555		394
Altre Passività	-375		-477		102
TFR e Fondi Rischi	-171		-141		-30
<b>Totale Passivi</b>	<b>-1.707</b>		<b>-2.173</b>		<b>466</b>

Le aziende nella fase di investimento hanno **variazioni** positive del **capitale investito**, successivamente negli esercizi che seguono i beni acquistati si trasformano in ricavi e grazie all'ammortamento si accumulano le risorse necessarie ai successivi investimenti.

Il **grado di ammortamento delle immobilizzazioni** permette di capire in quale fase si trova l'azienda, se il tasso è elevato allora l'azienda necessita di investimenti nel breve periodo, viceversa se il tasso è basso allora l'azienda ha da poco compiuto degli investimenti<sup>1</sup>. Maggiore è il grado di ammortamento e minore è il capitale investito e viceversa.

<i>Euro/000</i>	<b>2003</b>	<b>2002</b>
Capitale Investito Netto	1.411	1.410
Posizione Finanziaria Netta	-840	-801
Variazione del Capitale investito Netto		1
Variazione della Posizione Finanziaria Netta		39

## Considerazioni di sintesi sullo Stato Patrimoniale

---

La struttura del capitale investito evidenzia:

- Un capitale investito netto (C.I.N.) invariato nel periodo 2002/2003 e pari a Euro/000 1.411; finanziato con predominanza dal sistema bancario in buon equilibrio con il ricorso a mezzi propri;
- Una predominanza di investimento in capitale circolante rispetto al capitale immobilizzato anche se, durante il 2003, sono stati eseguiti acquisti di beni strumentali pari a Euro/000 270;
- Un peggioramento nel periodo 2002/2003 del turnover finanziario passato da 4,83 del 2002 a 3,70 del 2003;
- Il debt/equity, che esprime il rapporto tra la posizione finanziaria netta ed il patrimonio netto, nel 2003 è pari a 1,3 contro 1,5 dell'anno precedente; la composizione della posizione finanziaria netta è migliorata rispetto all'anno precedente per effetto dell'apertura di finanziamenti a medio lungo termine avvenuti nel 2003;
- Il rapporto tra debito finanziario e margine operativo lordo nel 2003 è pari a 6,36, in peggioramento rispetto all'anno precedente (3,20). Esprime la prima approssimazione del flusso di cassa generato dalla gestione operativa prima degli investimenti ed in linea di massima non dovrebbe eccedere un livello di 5-6 volte.

## Costo del Lavoro

---

L'analisi del costo del lavoro varia da azienda ad azienda a seconda del numero dei reparti interni che ogni singola realtà possiede.

Questa voce di costo che incide in modo rilevante sulla redditività aziendale può essere analizzata attraverso:

### Costo del Lavoro / Ricavi Netti

#### Alfa Srl

2003	9.39%
2002	7.71%
2001	7.51%
2000	7.48%

## Considerazioni di sintesi sullo Stato Patrimoniale

---

Gli indicatori che permettono di valutare i tempi di incasso e di pagamento, espressi in giorni medi, dei crediti e dei debiti commerciali sono:

**l'indice di rotazione dei crediti**, che ha particolare importanza poiché rappresenta una fonte di finanziamento aziendale che laddove sia inutilizzabile, per la lunghezza eccessiva dei tempi di incasso, crea necessità di accedere a fonti di finanziamento a carattere oneroso;

**l'indice di rotazione dei debiti**, che, per contro, riveste particolare importanza rappresentando la principale forma di finanziamento a carattere non oneroso disponibile in azienda.

Uno degli indicatori che permette di valutare i tempi di permanenza delle scorte in magazzino è:

**l'indice di rotazione del magazzino, che** permette di capire quante volte il magazzino viene rinnovato completamente (quante volte ruota all'interno di un esercizio).

	2003	2002
Durata Media Crediti Commerciali	131	106
Durata Media Debiti Commerciali	133	104
Durata Media Rimanenze	74	59



## Considerazioni sulle Performance Aziendali - E.V.A.

**L'Economic Value Added (E.V.A.)** nasce originariamente come indicatore di performance al pari di altri indici come il R.O.E. e il R.O.I., successivamente si è trasformato in un metodo per la misura della creazione del valore.

Tale indice tenta di misurare il valore prodotto da un'azienda nel corso di un esercizio, confrontando la redditività operativa (**NOPAT**) con il costo medio del capitale investito (**W.A.C.C.**). Questa è la formula sulla quale si basa il calcolo dell'**E.V.A.**:

$$E.V.A. = [ \text{NOPAT o U.O.N. rettificato} - (\text{W.A.C.C.} \times \text{C.I.N.}) ]$$

Questa equazione ha una relazione fondamentale:

*il reddito prodotto attraverso il capitale investito in azienda deve, per creare valore aziendale, essere maggiore della remunerazione del capitale dei finanziatori, siano essi soci dell'azienda oppure il sistema bancario.*

Euro/000	2003	2002		2003	2002
<b>E.V.A.</b>			<b>WACC</b>		
Risultato Operativo Netto	100	223	Rendimento Attività Free Risk (bot 3 mesi)	2.91%	2.06%
Aliquota Irpeg	34%	36%	Fattore di Rischio	4.00%	4.00%
- Totale Imposte Proforma	34	80	Fattore di Rischio di Settore (Beta)	1.14	1.14
			Beta Levered	1.58	1.53
Risultato Imponibile IRAP	1.073	1.221	Patrimonio Netto / C.I.N.	41.84%	46.47%
Aliquota IRAP	4.25%	4.25%	Tasso Interesse Medio su PFN	16.11%	16.62%
- Totale Imposte Proforma	46	52	Aliquota d'Imposta	34%	36%
			PFN / C.I.N. Medio	58.16%	53.53%
<b>Totale Imposte Pro-Forma</b>	<b>80</b>	<b>132</b>	<b>Costo Capitale Investito</b>	<b>3.13%</b>	<b>3.08%</b>
<b>NOPAT</b>	<b>20</b>	<b>91</b>	<b>Costo del Capitale di Terzi</b>	<b>6.18%</b>	<b>5.69%</b>
Capitale Investito Netto Medio	1.410	1.273	<b>WACC</b>	<b>9.31%</b>	<b>8.77%</b>
WACC	9.31%	8.77%			
<b>Costo Figurativo del Capitale</b>	<b>131</b>	<b>112</b>			
<b>E.V.A.</b>	<b>-111</b>	<b>-21</b>			