

3.3.2 Note all'analisi Economico Patrimoniale¹

¹ *Il presente lavoro è stato elaborato utilizzando elementi e dati forniti da Delta SpA, 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>	2003	2002	2001	2000
Ricavi Netti	16.263	14.747	19.438	14.957
Margine di Contribuzione	3.559	3.256	3.904	3.272
Margine Operativo Lordo	820	347	1.046	860
Ricavi Netti	16.263	14.747	19.438	14.957
Margine Operativo Lordo	820	347	1.046	860
<i>Inc. % sui Ricavi Netti</i>	<i>5.04</i>	<i>2.35</i>	<i>5.38</i>	<i>5.75</i>
Capitale di Funzionamento	4.939	4.745	4.187	3.272
Capitale Immobilizzato Netto	420	474	355	336
Capitale Investito Netto	5.359	5.219	4.542	3.608
Posizione Finanziaria Netta	-3.875	-3.824	-3.784	-3.065
Patrimonio Netto	-1.484	-1.395	-758	-543
Totale Fonti	-5359	-5.219	-4.542	-3.608
Debt/Equity	2.6	2.7	5.1	5.6
Debt/Margine Operativo lordo	4.73	11.02	3.71	3.57
ROE	6.3%	8.4%	39.7%	14.6%
Ricavi Netti/CIN (TURNOVER)	3.07	3.02	4.77	4.15

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 recupero del fatturato (+10,28%) dopo una sensibile flessione evidenziata nel 2002 (-24,13%).
- Il margine di contribuzione pari a 21,88% nel 2003 è in lieve flessione confrontato con l'esercizio precedente (22,08%) ed in buon aumento rispetto al 2001 (20,08%).
- Una incidenza dei costi fissi in valori assoluti in calo sia rispetto al 2002 (-170 Euro/000) sia rispetto al 2001 (- 119 Euro/000) con un costo del lavoro pari a Euro/000 1.318 (8,10% sui ricavi netti) anch'esso in calo rispetto ai 2 esercizi precedenti (1.402 Euro/000 nel 2002 e 1.405 Euro/000 nel 2001).
- Un M.O.L. di 5,04% nel 2003 in buona ripresa rispetto al 2002 (2,35%) e sostanzialmente costante rispetto al 2001 (5,38%); nonostante il calo del fatturato rispetto all'esercizio 2001 l'azienda ha quindi mantenuto i livelli di M.O.L. rispetto all'esercizio 2001 riducendo nel 2003 i costi fissi.
- Una gestione finanziaria che nel 2003 ha inciso in maggior misura sui ricavi netti per il 2,88% rispetto agli esercizi precedenti (2,12% nel 2002 e 1,71% nel 2001); il costo del denaro è passato dal 6,23% del 2002 al 8,68% del 2003.
- La remunerazione del capitale netto (R.O.E.) è diminuita da 8,4% del 2002 a 6,30% del 2003 soprattutto per effetto di maggiori imposte (300 Euro/000 nel 2003 e 139 Euro/00 nel 2002).
- Una ridotta redditività nel 2003 (89 Euro/000), con un risultato di gestione pari a 148 Euro/000; nonostante che la redditività dopo le imposte risulti praticamente uguale al 2002 (87 Euro/000) si è avuto

un risultato di gestione sensibilmente migliore del 2002 (-178 Euro/000) dovuto alla positiva azione di contenimento dei costi fissi.

- Una maggior capacità dell'azienda di remunerare il capitale investito (R.O.N.A.), che è passata da 2,8% del 2002 a 11,6% del 2003; questo per effetto di un recupero del fatturato accompagnato da un'accorta gestione dei costi fissi.

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>	2002	2003
Ricavi Netti	14.747	16.263
Margine Operativo Lordo	347	820
<i>Inc. % sui Ricavi Netti</i>	2.35	5.04
Reddito Operativo	135	616
<i>Inc. % sui Ricavi Netti</i>	0.91	3.79
Utile Netto	87	89
<i>Inc. % sui Ricavi Netti</i>	0.59	0.54
	<< >>	
Crediti verso clienti	5.615	6.803
Debiti verso fornitori	-3.629	-5.401
Rimanenze	3.060	3.873
Altre attività/ (Altre passività)	-299	-337
Capitale Circolante Netto	4.745	4.939
	<< >>	
Immobilizzazioni Nette	834	719
Crediti Immobilizzati	0	66
Immobilizzazioni Finanziarie	142	143
Depositi Cauzionali	6	4
TFR / Fondi rischi	-508	-512
Capitale Immobilizzato Netto	474	420
Capitale Investito Netto	5.219	5.359
	<< >>	
Posizione Finanziaria Netta	-3.824	-3.875
Patrimonio Netto	-1.395	-1.484
Totale Fonti	5.219	5.359
	<< >>	
Debt/Equity	2.7	2.6
Debt/Margine Operativo lordo	11.02	4.73
Quoziente di indebitamento	78.63%	77.58%
	<< >>	
Giorni medi magazzino	104	111
Giorni medi clienti	131	139
Giorni medi fornitori	72	78

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>	2003	2002	2001
Margine Operativo Lordo	820	347	1.046
Flusso di Cassa Operativo	331	-244	-184
Flusso di Cassa Netto	-51	-40	-718
Posizione Finanziaria Netta Iniziale	-3.824	-3.784	-3.065
Posizione Finanziaria Netta Finale	-3.875	-3.824	-3.784
Totale Variazione Finanziaria	-51	-40	-718

Posizione finanziaria netta (P.F.N.):

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.

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.

MOL / 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.

	Delta SpA MOL	Delta SpA MOL/CF
2003	16.9%	16.93%
2002	7.78%	7.77%
2001	28.1%	28.05%
2000	26.3%	26.28%

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 .

Delta SpA

2003	11.6%
2002	2.8%
2001	20.3%
2000	17.3%

Considerazioni di sintesi sullo Stato Patrimoniale

<i>Euro/000</i>	2003	%	2002	%	Differenza
Capitale Investito Netto	5.359		5.219		140
<i>di cui:</i>					
Crediti verso clienti	6.803	56.38	5.615	55.84	1.188
Altri Crediti	459	3.81	400	3.98	59
Rimanenze	3.873	32.10	3.060	30.43	872
Immobilizzazioni	933	7.74	982	9.77	-49
<i>di cui:</i>					
- Materiali	222	1.84	284	2.83	-62
- Immateriali	497	4.12	550	5.47	-53
- Crediti Immobilizzati	66	0.55	0	0	66
- Finanziarie	148	1.23	148	1.48	0
Totale Attivi	12.068		10.057		2.011
Debiti verso Fornitori	-5.401		-3.629		-1.772
Altre Passività	-796		-701		-95
TFR e Fondi Rischi	-513		-508		-5
Totale Passivi	-6.710		-4.838		-1.872

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 investimenti¹. Maggiore è il grado di ammortamento e minore è il capitale investito e viceversa.

<i>Euro/000</i>	2003	2002
Capitale Investito Netto	5.359	5.219
Posizione Finanziaria Netta	-3.875	-3.824
Variazione del Capitale investito Netto		140
Variazione della Posizione Finanziaria Netta		-51

Considerazioni di sintesi sullo Stato Patrimoniale

La struttura del capitale investito evidenzia:

- Un capitale investito netto (C.I.N.) nel 2003 in aumento rispetto all'esercizio precedente e pari a Euro/000 5.359 (+139 Euro/000).
- L'aumento è soprattutto dovuto all'incremento del capitale circolante (+194 Euro/000) con particolare evidenza le scorte (+813 Euro/000).
- Gli investimenti in beni strumentali nel 2003 sono diminuiti a 89 Euro/000 rispetto a 442 Euro/000 del 2002.
- Il capitale investito netto è finanziato con predominanza dal sistema bancario; il quoziente di indebitamento risulta elevato nonostante un aumento di capitale avvenuto nel 2002.
- Una situazione costante nel periodo 2002/2003 del turnover finanziario passato da 3,02 del 2002 a 3,07 del 2003, ma in decisa flessione rispetto al 2001 (4,77).
- Il debt/equity, che esprime il rapporto tra la posizione finanziaria netta ed il patrimonio netto, nel 2003 è pari a 2,6 contro 2,7 dell'anno precedente; la composizione della posizione finanziaria netta è migliorata rispetto all'esercizio 2001 (5,0) per effetto dell'aumento di capitale avvenuto nel 2002.
- Il rapporto tra debito finanziario e margine operativo lordo nel 2003 è pari a 4,73, in peggioramento rispetto all'anno precedente (11,02). 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

Delta SpA

2003	8.1%
2002	9.5%
2001	7.2%
2000	8.1%

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).

Euro/000

	2003	2002
Durata Media Crediti Commerciali	139	131
Durata Media Debiti Commerciali	78	72
Durata Media Rimanenze	104	111

Analisi della solvibilità e della liquidità

Euro/000

2003

Crediti verso clienti	6.803
Debiti Finanziari a Breve	-2.971
Δ	3.832
Debiti verso Fornitori	-5.401
Δ	-1.569
Altri Crediti	459
Altre Passività	-796
Differenza Liquidità Lorda	-1.906
Magazzino Quota Corrente	1.565
Differenza Liquidità Netta	-341
<< >>	
Debiti Finanziari a Lungo Termine	-904
Patrimonio Netto	-1.484
Δ	-2.388
Capitale Immobilizzato Netto	420
Margine Struttura	-1.968
Magazzino Quota Immobilizzata	2.309
Differenza Liquidità Netta	341

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
E.V.A.			WACC		
Risultato Operativo Netto	615	135	Rendimento Attività Free Risk (bot 3 mesi)	2.91%	2.06%
Aliquota Irpeg	34%	36%	Fattore di Rischio	4.0%	4.0%
- Totale Imposte Proforma	209	48	Fattore di Rischio di Settore (Beta)	1.14	1.14
			Beta Levered	1.69	1.71
Risultato Imponibile IRAP	3.177	2.770	Patrimonio Netto / C.I.N.	27.21%	22.06%
Aliquota IRAP	4.25%	4.25%	Tasso Interesse Medio su PFN	6.51%	4.91%
- Totale Imposte Proforma	135	118	Aliquota d'Imposta	34%	36%
			PFN / C.I.N. Medio	72.79%	77.94%
Totale Imposte Pro-Forma	344	166	Costo Capitale Investito	2.63%	1.96%
NOPAT	271	-31	Costo del Capitale di Terzi	3.13%	2.45%
Capitale Investito Netto Medio	5.289	4.880			
WACC	5.76%	4.41%	WACC	5.76%	4.41%
Costo Figurativo del Capitale	304	215			
E.V.A.	-33	-246			