

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

---

<sup>1</sup> *Il presente lavoro è stato elaborato utilizzando elementi e dati forniti da Gamma 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>	<b>2003</b>	<b>2002</b>	<b>2001</b>	<b>2000</b>
Ricavi Netti	14.049	16.906	17.802	11.307
Margine di Contribuzione	2.543	2.705	2.778	2.259
Margine Operativo Lordo	656	674	985	860
Ricavi Netti	14.049	16.906	17.802	11.307
Margine Operativo Lordo	656	674	985	860
<i>Inc. % sui Ricavi Netti</i>	<i>4.67</i>	<i>3.99</i>	<i>5.53</i>	<i>5.07</i>
Capitale di Funzionamento	5.356	5.888	4.106	3.749
Capitale Immobilizzato Netto	938	-90	-102	-41
<b>Capitale Investito Netto</b>	<b>6.294</b>	<b>5.798</b>	<b>4.004</b>	<b>3.708</b>
Posizione Finanziaria Netta	-5.329	-4.841	-3.075	-2.807
Patrimonio Netto	-965	-957	-929	-901
<b>Totale Fonti</b>	<b>-6.294</b>	<b>-5.798</b>	<b>-4.004</b>	<b>-3.708</b>
Debt/Equity	5.5	5.1	3.3	3.1
Debt/Margine Operativo lordo	8.12	7.18	3.12	3.26
ROE	0.88%	2.98%	3.13%	0.61%
Ricavi Netti/CIN (TURNOVER)	2.32	3.45	4.62	3.05

### 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 (-16,90%) con un margine di contribuzione pari a 28,10% in aumento di 2,1% rispetto al periodo precedente;
- Una incidenza dei costi fissi in valori assoluti diminuita di Euro/000 144 rispetto al 2002 con un costo del lavoro pari a Euro/000 1.077 (7,67% sui ricavi netti);
- Un M.O.L. in leggero aumento passato da 3,99% del 2002 a 4,67% del 2003 grazie al margine di contribuzione che ha beneficiato della riduzione dei costi di struttura;
- Una praticamente assente redditività, dovuta anche ad una gestione finanziaria (sempre eccessiva durante il periodo 2000/2003) che nel periodo 2002/2003 è peggiorata incidendo nel 2003 sui ricavi netti per il 3,34%; la remunerazione del capitale netto (R.O.E.) è quindi passata da 2,98% del 2002 a 0,88% del 2003;
- Una minor capacità dell'azienda di remunerare il capitale investito (R.O.N.A.), che è passata da 12,84% del 2002 a 9,52% del 2003; il forte decremento del fatturato, nonostante la riduzione anche dei costi di struttura, ha determinato nel 2003 un utile operativo netto (risultato al lordo della gestione finanziaria) pari a Euro/000 576 in calo rispetto al risultato di Euro/000 629 ottenuto 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	16.906	14.049
Margine Operativo Lordo	674	656
<i>Inc. % sui Ricavi Netti</i>	3.99	4.67
Reddito Operativo	629	576
<i>Inc. % sui Ricavi Netti</i>	0.04	0.04
Utile Netto	28	8
<i>Inc. % sui Ricavi Netti</i>	1.64	0.60
	<< >>	
Crediti verso clienti	2.811	3.531
Debiti verso fornitori	-2.497	-2.602
Rimanenze	5.923	5.135
Altre attività/ (Altre passività)	-349	-708
<b>Capitale Circolante Netto</b>	<b>5.888</b>	<b>5.356</b>
	<< >>	
Immobilizzazioni Nette	82	1.102
Crediti Immobilizzati	51	53
Immobilizzazioni Finanziarie	61	78
Depositi Cauzionali	2	2
TFR / Fondi rischi	-286	-297
<b>Capitale Immobilizzato Netto</b>	<b>-90</b>	<b>938</b>
<b>Capitale Investito Netto</b>	<b>5.798</b>	<b>6.294</b>
	<< >>	
Posizione Finanziaria Netta	-4.841	-5.329
Patrimonio Netto	-957	-965
<b>Totale Fonti</b>	<b>5.798</b>	<b>6.294</b>
	<< >>	
Debt/Equity	5.1	5.5
Debt/Margine Operativo lordo	7.18	8.12
Quoziente di indebitamento	84.27	86.77
	<< >>	
Giorni medi magazzino	163	195
Giorni medi clienti	46	82
Giorni medi fornitori	78	90

### 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>
Margine Operativo Lordo	656	674	985
Flusso di Cassa Operativo	1.046	-1.246	494
<b>Flusso di Cassa Netto</b>	<b>-488</b>	<b>-1.766</b>	<b>-268</b>
Posizione Finanziaria Netta Iniziale	-4.841	-3.075	-2.807
Posizione Finanziaria Netta Finale	-5.329	-4.841	-3.075
<b>Totale Variazione Finanziaria</b>	<b>-488</b>	<b>-1.766</b>	<b>-268</b>

### 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.

## 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.

	<b>Gamma SpA</b> MOL	<b>Gamma SpA</b> MOL/CF
2003	11.67%	11.67%
2002	13.49%	13.48%
2001	25.09%	25.08%
2000	15.30%	15.29%

## 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 .

### Gamma SpA

2003	9.52%
2002	12.84%
2001	24%
2000	13.54%

## 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>6.294</b>		<b>5.798</b>		<b>496</b>
<i>di cui:</i>					
Crediti verso clienti	3.530	34.13	2.811	30.27	719
Altri Crediti	441	4.26	357	3.84	84
Rimanenze	5.135	49.65	5.923	63.78	-788
Immobilizzazioni	1.236	11.95	196	2.11	1.040
<i>di cui:</i>					
- Materiali	967	9.35	61	0.66	906
- Immateriali	138	1.33	23	0.25	115
- Crediti Immobilizzati	53	0.51	51	0.55	2
- Finanziarie	78	0.75	61	0.66	17
<b>Totale Attivi</b>	<b>10.342</b>		<b>9.287</b>		<b>1.055</b>
Debiti verso Fornitori	-2.602		-2.497		-105
Altre Passività	-1.149		-707		-442
TFR e Fondi Rischi	-297		-285		-12
<b>Totale Passivi</b>	<b>-4.048</b>		<b>-3.489</b>		<b>-559</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	6.294	5.798
Posizione Finanziaria Netta	-5.329	-4.841
Variazione del Capitale investito Netto		496
Variazione della Posizione Finanziaria Netta		-488

## Considerazioni di sintesi sullo Stato Patrimoniale

---

La struttura del capitale investito evidenzia:

- Un capitale investito netto (C.I.N.) in aumento nel 2003 rispetto al 2002 di Euro/000 496 e pari a Euro/000 6.294; finanziato con predominanza dal sistema bancario in disequilibrio con il ricorso a mezzi propri;
- Una predominanza di investimento in capitale circolante (crediti ed in particolare magazzino) rispetto al capitale immobilizzato anche se, durante il 2003, sono stati eseguiti acquisti di beni strumentali pari a Euro/000 1.100; tutti gli indicatori di rotazione sono peggiorati durante il 2003 (in particolare i giorni medi di incasso sono passati da 46 del 2002 a 82 del 2003);
- Un peggioramento nel periodo 2002/2003 del turnover finanziario passato da 3,45 del 2002 a 2,32 del 2003;
- Il debt/equity, che esprime il rapporto tra la posizione finanziaria netta ed il patrimonio netto, nel 2003 è pari a 5,5 contro 5,1 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 che hanno alleggerito l'esposizione a breve termine.
- Il rapporto tra debito finanziario e margine operativo lordo nel 2003 è pari a 8,12, in peggioramento rispetto all'anno precedente (7,18). 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

#### Gamma SpA

2003	7.67%
2002	6.00%
2001	5.39%
2000	8.34%

## 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	82	46
Durata Media Debiti Commerciali	90	78
Durata Media Rimanenze	195	163

## Analisi della solvibilità e della liquidità

---

Euro/000

**2003**

Crediti verso clienti	3.531
Debiti Finanziari a Breve	-2.998
<b>Δ</b>	<b>533</b>

Debiti verso Fornitori	-2.602
<b>Δ</b>	<b>-2.069</b>

Altri Crediti	441
Altre Passività	-1.149

**Differenza Liquidità Lorda -2.777**

Magazzino Quota Corrente	1.421
--------------------------	-------

**Differenza Liquidità Netta -1.356**

<< >>

Debiti Finanziari a Lungo Termine	-2.331
Patrimonio Netto	-965
<b>Δ</b>	<b>-3.296</b>

Capitale Imm.to Netto	939
-----------------------	-----

**Margine Struttura -2.357**

Magazzino Quota Immobilizzata	3.713
-------------------------------	-------

**Differenza Liquidità Netta -1.356**

## 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	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%
<b>Totale Imposte Pro-Forma</b>	<b>344</b>	<b>166</b>	<b>Costo Capitale Investito</b>	<b>2.63%</b>	<b>1.96%</b>
<b>NOPAT</b>	<b>271</b>	<b>-31</b>	<b>Costo del Capitale di Terzi</b>	<b>3.13%</b>	<b>2.45%</b>
Capitale Investito Netto Medio	5.289	4.880			
WACC	5.76%	4.41%	<b>WACC</b>	<b>5.76%</b>	<b>4.41%</b>
<b>Costo Figurativo del Capitale</b>	<b>304</b>	<b>215</b>			
<b>E.V.A.</b>	<b>-33</b>	<b>-246</b>			