



SAPIENZA  
UNIVERSITÀ DI ROMA

## **Corso di Ragioneria**

*Analisi di bilancio – Caso pratico*

Dott. Angelo De Marco – *Manager Advisory & Corporate Finance* Banca Finnat

Roma, 18 maggio 2017

# Agenda

---

**I. Introduzione al caso pratico**

II. Bilancio riclassificato

III. Stima dei principali indicatori di bilancio

# Introduzione al caso pratico

---

- Il caso illustrato nelle slide seguenti fornisce le linee guida pratiche per la stima dei principali indicatori di bilancio.
- L'analisi in esame prevede il calcolo dei principali indicatori di struttura, liquidità, rotazione/durata, redditività e leva finanziaria di una **società italiana attiva nel settore dell'elettronica di consumo**. In particolare, la società opera nella distribuzione di prodotti di terzi e nella produzione e commercializzazione di prodotti a marchio proprio.
- A supporto dell'analisi sono presentati i prospetti riclassificati di **Conto Economico, Stato Patrimoniale e Cash Flow** relativi al triennio **2014 – 2016**.

# Agenda

---

I. Introduzione al caso pratico

**II. Bilancio riclassificato**

III. Stima dei principali indicatori di bilancio

# Conto Economico

<b>CONTO ECONOMICO (Euro/.000)</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
Ricavi delle vendite e delle prestazioni	103.134	92.514	96.961
Altri ricavi e proventi	1.289	318	171
<b>Valore della produzione</b>	<b>104.424</b>	<b>92.832</b>	<b>97.132</b>
Costi per materie prime	(104.243)	(76.114)	(81.041)
Variazione rimanenze	7.097	(1.909)	(1.795)
Costi per servizi	(3.244)	(10.548)	(7.881)
Costi godimento beni di terzi	(462)	(467)	(515)
Costi per il personale	(1.504)	(1.527)	(1.686)
Oneri diversi di gestione	(90)	(108)	(118)
<b>Costi operativi</b>	<b>(102.446)</b>	<b>(90.673)</b>	<b>(93.036)</b>
<b>EBITDA</b>	<b>1.977</b>	<b>2.159</b>	<b>4.096</b>
Ammortamenti	(115)	(490)	(506)
Svalutazioni di crediti	(378)	(68)	(105)
<b>EBIT</b>	<b>1.484</b>	<b>1.602</b>	<b>3.485</b>
Proventi / (oneri) finanziari	(539)	(1.182)	(1.474)
Rettifiche di valore di attività finanziarie	0	0	(233)
Proventi / (oneri) straordinari	3	182	(81)
<b>Risultato ante imposte</b>	<b>949</b>	<b>602</b>	<b>1.697</b>
Imposte di esercizio	(435)	(355)	(819)
<b>Risultato netto</b>	<b>513</b>	<b>248</b>	<b>878</b>

- Nel triennio di riferimento si evidenzia un aumento dell'incidenza dei ricavi derivanti dalla vendita di prodotti a marchio proprio sul fatturato totale, che passa dall'8% nel 2014 al 25% nel 2016.
- In particolare, i ricavi derivanti dalla distribuzione di prodotti di terzi passano da Euro 96M nel 2014 a Euro 73M nel 2016.
- I ricavi derivanti dalla vendita di prodotti a marchio proprio passano da Euro 8M nel 2014 a Euro 24M nel 2016.
- L'incidenza dei costi operativi sul valore della produzione passa dal 98% nel 2014 al 96% nel 2016.
- Nel 2015 si evidenzia un sostanziale incremento dei costi per servizi dovuto agli oneri di pubblicità sostenuti per la promozione del marchio di proprietà.
- A fronte di una riduzione dei ricavi derivanti dalla distribuzione, l'incremento dei ricavi da prodotti a marchio proprio ha generato un miglioramento dei margini operativi.
- In particolare, l'EBITDA % passa da 1,9% nel 2014 a 4,2% nel 2016.

# Stato Patrimoniale

<b>STATO PATRIMONIALE (Euro/.000)</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
Immobilizzazioni immateriali	1.406	1.516	3.111
Immobilizzazioni materiali	144	868	804
Immobilizzazioni finanziarie	1.581	1.581	1.286
<b>Immobilizzazioni nette</b>	<b>3.131</b>	<b>3.965</b>	<b>5.202</b>
Rimanenze	12.783	10.873	9.078
Crediti verso clienti	21.680	29.675	34.182
Crediti tributari	323	142	241
Altri crediti	7	40	20
Ratei e risconti attivi	219	317	1.474
Debiti verso fornitori	(2.771)	(9.087)	(8.377)
Debiti tributari	(228)	(977)	(396)
Altri debiti	(786)	(665)	(1.397)
Ratei e risconti passivi	(53)	(64)	(54)
<b>Capitale circolante netto</b>	<b>31.173</b>	<b>30.254</b>	<b>34.772</b>
Fondl	(208)	(284)	(341)
<b>Capitale investito netto</b>	<b>34.096</b>	<b>33.935</b>	<b>39.633</b>
Debiti verso banche a breve termine	29.792	29.372	32.507
Debiti verso banche a m/l termine	0	0	1.684
Disponibilità liquide	(48)	(36)	(36)
<b>Posizione finanziaria netta</b>	<b>29.744</b>	<b>29.336</b>	<b>34.156</b>
Capitale	3.700	4.000	4.000
Riserve	139	352	599
Utile (perdita) di esercizio	513	248	878
<b>Patrimonio netto</b>	<b>4.352</b>	<b>4.599</b>	<b>5.477</b>
<b>PFN e Patrimonio netto</b>	<b>34.096</b>	<b>33.935</b>	<b>39.633</b>

- L'incremento delle immobilizzazioni immateriali da Euro 1,4M nel 2014 a Euro 3,1M nel 2016 è dovuto principalmente ai costi di pubblicità capitalizzati relativi alla campagna pubblicitaria per lo sviluppo del marchio di proprietà.
- Nell'ambito dei crediti verso clienti, si evidenziano crediti scaduti per Euro 4,5M nel 2014, Euro 9,5M nel 2015 ed Euro 11,5M nel 2016. Tali importi, di natura non corrente, non dovranno essere considerati per la stima degli indicatori di liquidità e dei giorni medi di incasso dei crediti commerciali.
- I debiti verso banche a breve termine, pari a Euro 32,5M nel 2016, sono rappresentati principalmente da linee autoliquidanti e finanziamenti all'importazione.
- Nel 2016 si evidenzia l'accensione di nuovi debiti a medio-lungo termine per il finanziamento della campagna pubblicitaria avviata per lo sviluppo del marchio di proprietà.
- L'incremento del capitale sociale tra il 2014 e il 2015, pari a Euro 0,3M, è dovuto alla conversione di riserve di utili.

# Cash Flow

<b>CASH FLOW (Euro/.000)</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
EBIT	1.602	3.485
Imposte d'esercizio	(355)	(819)
Variazione crediti e debiti tributari	930	(681)
<b>Utile operativo netto</b>	<b>2.178</b>	<b>1.985</b>
Ammortamenti e svalutazioni	557	611
Variazione fondi	76	57
<b>Flusso di cassa lordo</b>	<b>2.811</b>	<b>2.653</b>
Variazione rimanenze	1.909	1.795
Variazione crediti v/ clienti	(7.390)	(4.964)
Variazione crediti v/ società controllate	(673)	352
Variazione debiti v/ fornitori	6.358	(878)
Variazione debiti v/ società controllate	(41)	167
Variazione altre attività e passività	(242)	(415)
<i>Variazione capitale circolante</i>	<i>(79)</i>	<i>(3.942)</i>
<b>Flusso di cassa della gestione corrente</b>	<b>2.731</b>	<b>(1.289)</b>
Variazione immobilizzazioni immateriali	(529)	(2.009)
Variazione immobilizzazioni materiali	(795)	(28)
Variazione immobilizzazioni finanziarie	0	62
<i>Variazione immobilizzazioni nette</i>	<i>(1.324)</i>	<i>(1.976)</i>
<b>Flusso di cassa operativo</b>	<b>1.408</b>	<b>(3.265)</b>
Proventi / (oneri) straordinari	182	(81)
<b>Flusso di cassa ante servizio del debito</b>	<b>1.590</b>	<b>(3.346)</b>
Oneri finanziari netti	(1.182)	(1.474)
Variazione debiti v/banche e altri istituti	(420)	4.819
<b>Flusso di cassa netto</b>	<b>(12)</b>	<b>(1)</b>

- Il flusso di cassa lordo è stabile nel biennio di riferimento, attestandosi rispettivamente a Euro 2,8M nel 2015 e Euro 2,7M nel 2016.
- Nel 2016 si registra un maggior fabbisogno di capitale circolante rispetto all'esercizio precedente, riconducibile principalmente ad un incremento dei crediti commerciali.
- Tra il 2015 ed il 2016 si evidenziano investimenti in asset immateriali pari complessivamente ad Euro 2,5M e relativi alla campagna pubblicitaria per lo sviluppo del marchio di proprietà.
- Nel 2016, il fabbisogno operativo è pari a Euro 3,4M e risulta finanziato per Euro 1,7M dall'accensione di nuovi debiti a m/ termine e per la restante parte dall'incremento delle linee di credito a breve termine.

# Agenda

---

I. Introduzione al caso pratico

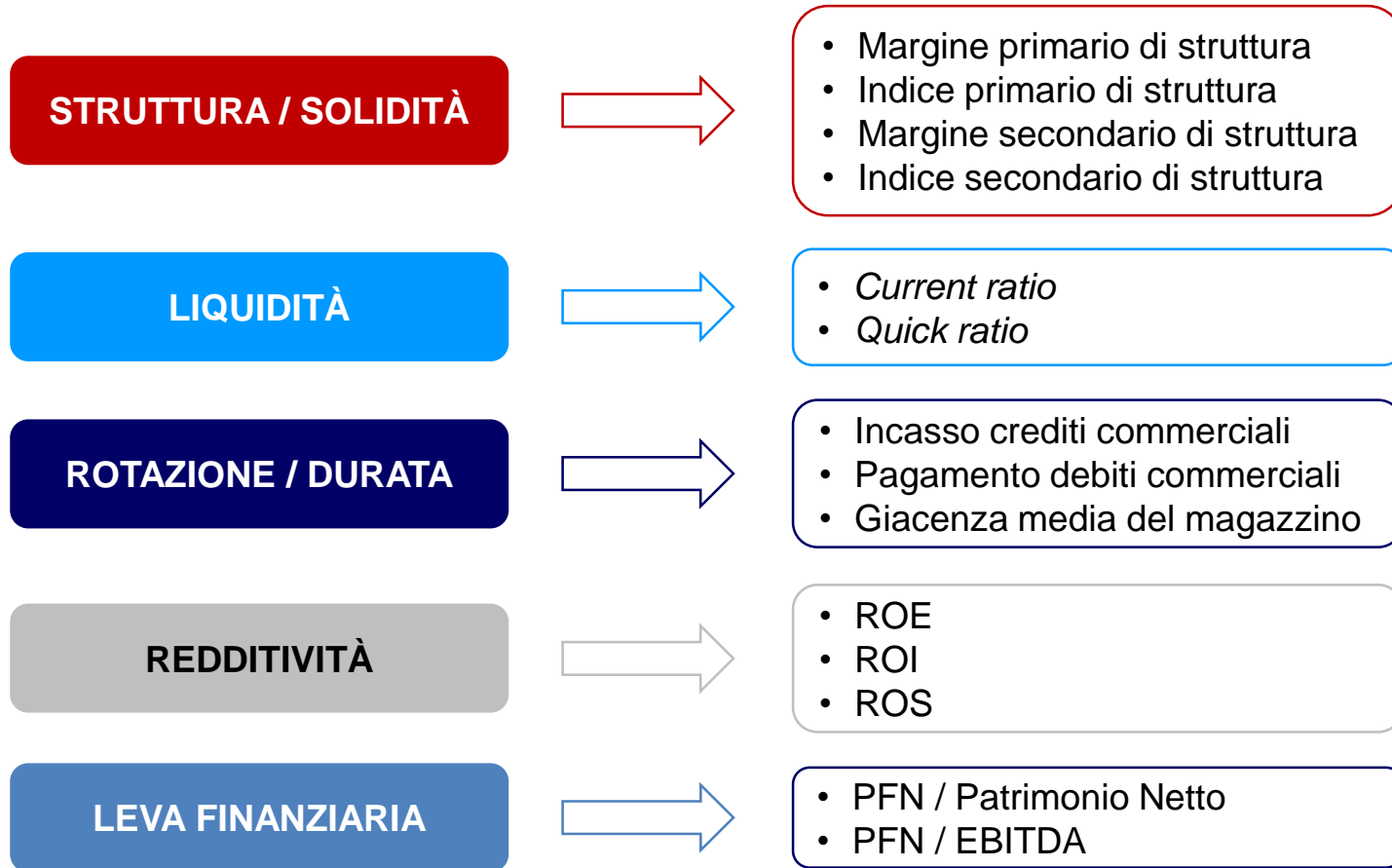
II. Bilancio riclassificato

**III. Stima dei principali indicatori di bilancio**



# Tipologie di indicatori

- Di seguito si riportano gli indicatori che saranno calcolati sulla base dei bilanci riclassificati nelle *slide* precedenti:



# Indicatori di struttura

- Di seguito si riporta il calcolo dei principali indicatori di struttura:

		2014	2015	2016	
<b>Margine primario di struttura</b>	⇒	$\frac{\text{PATRIMONIO NETTO}}{\text{ATTIVO IMMOBILIZZATO}}$	1.221	634	275
<b>Indice primario di struttura</b>	⇒	$\frac{\text{PATRIMONIO NETTO}}{\text{ATTIVO IMMOBILIZZATO}}$	1,4	1,2	1,1
<b>Margine secondario di struttura</b>	⇒	$\frac{(\text{PATR. NETTO} + \text{DEBITI M/L})}{\text{ATTIVO IMMOBILIZZATO}}$	1.221	634	1.959
<b>Indice secondario di struttura</b>	⇒	$\frac{(\text{PATR. NETTO} + \text{DEBITI M/L})}{\text{ATTIVO IMMOBILIZZATO}}$	1,4	1,2	1,4

# Indicatori di liquidità

- Di seguito si riporta il calcolo dei principali indicatori di liquidità:

		2014	2015	2016
<b>Current Ratio</b>	$\frac{\text{ATTIVO CORRENTE}}{\text{PASSIVO CORRENTE}}$	0,9	0,8	0,8
<b>Quick Ratio</b>	$\frac{(\text{LIQ. IMM} + \text{LIQ. DIFF.})}{\text{PASSIVO CORRENTE}}$	0,5	0,5	0,5

dove:

**Attivo corrente** = Rimanenze + Crediti commerciali (escluso scaduto) + Altri crediti + Liquidità

**LIQ. IMM + LIQ. DIFF** = Crediti commerciali (escluso scaduto) + Altri crediti + Liquidità

**Passivo corrente** = Debiti commerciali + Debiti finanziari a b/t + Altri debiti

# Indicatori di rotazione/durata

- Di seguito si riporta il calcolo dei principali indicatori di rotazione / durata:

		2014	2015	2016
<b>Giorni medi di incasso crediti commerciali</b>	$\frac{\text{CREDITI COMM.}^{(1)}}{\text{RICAVI X IVA}} \times 365$	50	65	70
<b>Giorni medi di pagamento debiti commerciali</b>	$\frac{\text{DEBITI COMM.}}{\text{ACQUISTI}^{(2)} \text{ X IVA}} \times 365$	8	31	28
<b>Giorni medi di giacenza magazzino</b>	$\frac{\text{RIMANENZE}}{\text{COSTO VENDUTO}^{(3)}} \times 365$	45	52	41

(1) Non inclusi crediti commerciali scaduti, pari nel caso in esame a Euro 4,5M nel 2014, Euro 9,5M nel 2015 ed Euro 11,5M nel 2016

(2) Costi per materie prime + Costi per servizi

(3) Costi per materie prime

# Indicatori di redditività

- Di seguito si riporta il calcolo dei principali indicatori di redditività :

		2014	2015	2016
<b>ROE</b> (Return on Equity)	⇒ $\frac{\text{REDDITO NETTO}}{\text{PATRIMONIO NETTO}}$	11,8%	5,4%	16,0%
<b>ROI</b> (Return on Investment)	⇒ $\frac{\text{REDDITO OPERATIVO}}{\text{CAPITALE INV.NETTO}}$	4,4%	4,7%	8,8%
<b>ROS</b> (Return on Sales)	⇒ $\frac{\text{REDDITO OPERATIVO}}{\text{RICAVI DI VENDITA}}$	1,4%	1,7%	3,6%

# Indicatori di leva finanziaria

- Di seguito si riporta il calcolo dei principali indicatori di leva finanziaria:

	2014	2015	2016
<b>PFN / PATRIMONIO NETTO</b> →	6,8	6,4	6,2
<b>PFN / EBITDA</b> →	15,0	13,6	8,3

# Sintesi dei risultati (1/2)

INDICATORI DI STRUTTURA	2014	2015	2016
Margine primario di struttura	1.221	634	275
Indice primario di struttura	1,4	1,2	1,1
Margine secondario di struttura	1.221	634	1.959
Indice secondario di struttura	1,4	1,2	1,4

- La società non presenta rilevanti investimenti in capitale fisso in quanto la produzione a marchio proprio è affidata a terzi.
- Tra il 2014 e il 2016 si registra un decremento dell'indice primario per effetto degli investimenti effettuati, non finanziati da un corrispondente aumento del patrimonio netto.
- L'indice secondario risulta sostanzialmente stabile, principalmente per effetto dell'accensione nel 2016 di nuovi finanziamenti bancari a m/l termine.

INDICATORI DI LIQUIDITA'	2014	2015	2016
Current ratio	0,9	0,8	0,8
Quick ratio	0,5	0,5	0,5

- Nel triennio di riferimento si registra una costante situazione di disequilibrio, in quanto le passività a breve finanziano anche le attività non correnti.
- In particolare, si evidenziano problemi di liquidità a breve legati alla presenza di crediti scaduti.

INDICATORI DI ROTAZIONE / DURATA	2014	2015	2016
Giorni medi di incasso crediti commerciali	50	65	70
Giorni medi di pagamento debiti commerciali	8	31	28
Giorni medi di giacenza magazzino	45	52	41

- Tra il 2014 e il 2016 si registra un allungamento dei tempi medi di incasso dei crediti commerciali.
- Tale dinamica è stata compensata da una maggiore dilazione dei pagamenti verso i fornitori.
- Complessivamente, la società presenta un ciclo del circolante commerciale positivo pari a circa 80 giorni. Necessita pertanto di finanziare la gestione ordinaria.

## Sintesi dei risultati (2/2)

INDICATORI DI REDDITIVITA'	2014	2015	2016
ROE	11,8%	5,4%	16,0%
ROI	4,4%	4,7%	8,8%
ROS	1,4%	1,7%	3,6%

- Nel 2015 si evidenzia un decremento del ROE dovuto al minor utile di esercizio, che risulta inferiore di circa il 50% rispetto alle *performance* del 2014.
- Si precisa che i valori assunti dal ROE devono essere analizzati tenuto conto anche della bassa capitalizzazione della società.
- L'incremento del ROI e del ROS tra il 2015 e il 2016 riflette l'incremento dei volumi di vendita dei prodotti a marchio proprio, attività che presenta margini più elevati rispetto alla distribuzione di prodotti di terzi.

INDICATORI DI LEVA FINANZIARIA	2014	2015	2016
PFN / Patrimonio Netto	6,8	6,4	6,2
PFN / EBITDA	15,0	13,6	8,3

- Entrambi gli indicatori si attestano oltre i valori massimi accettati nella prassi.
- Il miglioramento del rapporto PFN / EBITDA nel 2016 è dovuto alla maggiore marginalità operativa generata dalla vendita di prodotti a marchio proprio.
- Complessivamente, si evidenzia un elevato grado di leva finanziaria e la società risulta sottocapitalizzata.