

L'analisi del bilancio

Francesco Giunta
Michele Pisani



Impaginazione elettronica: Grafica Editoriale

© Copyright 2016 by Maggioli S.p.A.

Maggioli Editore è un marchio di Maggioli S.p.A.

Azienda con sistema qualità certificato ISO 9001:2008

47822 Santarcangelo di Romagna (RN) • Via del Carpino, 8

Tel. 0541/628111 • Fax 0541/622595

www.maggiolieditore.it

e-mail: clienti.editore@maggioli.it

Diritti di traduzione, di memorizzazione elettronica, di riproduzione
e di adattamento totale o parziale con qualsiasi mezzo sono riservati per tutti i Paesi.

Finito di stampare nel mese di aprile 2016
nello stabilimento Maggioli S.p.A.
Santarcangelo di Romagna (RN)

Indice

Prefazione

xi

**Parte I: L'analisi del bilancio
nel quadro dell'analisi fondamentale
La ricerca delle determinanti del valore**

**1 Analisi fondamentale
e valore intrinseco dell'impresa 1**

1.1 Valore economico e analisi fondamentale 1
1.2 Il processo di analisi fondamentale 4
1.3 Il contributo dell'analisi del bilancio
all'analisi fondamentale 12
1.4 L'analisi del bilancio è veramente utile?
Le indicazioni fornite dalla ricerca 20
1.5 Il piano dell'opera 26
Parole chiave 42

**2 La base informativa
per l'analisi fondamentale 43**

2.1 Analisi fondamentale e informazioni 44
2.2 L'informazione primaria 46
2.2.1 L'informazione obbligatoria 49
2.2.1.1 Il bilancio 49
2.2.1.2 Gli altri documenti previsti
dalla legge o da regolamenti
definiti dai soggetti preposti
alla vigilanza o alla gestione
del mercato finanziario 66
2.2.2 L'informazione volontaria 69
2.3 L'informazione derivata 77
2.4 Le fonti dalle quali attingere le informazioni 86
Sommario 90
Parole chiave 91

Parte II: L'analisi strategica

La chiave per interpretare i risultati contabili

3 L'analisi dell'ambiente competitivo 93

3.1 L'ambiente competitivo
nel quadro dell'analisi strategica 94
3.2 Il settore di attività e l'intensità della competizione 96
3.2.1 I confini del settore 96
3.2.2 La struttura del settore
e le forze competitive 99
3.2.3 La struttura del settore
e i fattori critici di successo 105
3.3 Il potenziale di trasformazione
del settore di attività 108
3.3.1 Il ciclo di vita del settore 109
3.3.2 Macro-ambiente, grado di innovazione
e ciclicità del settore 116
3.4 I risultati dell'analisi dell'ambiente competitivo:
attrattività del settore e fattori di rischio 126
Sommario 130
Parole chiave 131

4 L'analisi delle strategie 133

4.1 Analizzare le scelte strategiche:
il modello di business 134
4.2 L'identità e la strategia aziendale 137
4.2.1 Identità aziendale e orientamento
strategico di fondo 137
4.2.2 Strategia aziendale, portafoglio ASA
e vie di crescita 138
4.3 La strategia competitiva e la catena del valore 145
4.4 Il profilo economico del modello di business
e la ricostruzione della logica economica
dell'impresa 158

Sommario	171
Parole chiave	173

Parte III: L'analisi del bilancio

Risultati contabili e variabili del valore

Sezione prima

I presupposti dell'analisi del bilancio

5 La verifica della qualità contabile e delle informazioni raccolte 175

5.1 I profili di analisi delle informazioni raccolte	176
5.2 La valutazione dell'informazione <i>financial</i> e la qualità del sistema contabile	177
5.2.1 L'ambiente contabile	179
5.2.2 Le politiche contabili	182
5.2.3 Le azioni di <i>earnings manipulation</i>	190
5.3 I diagnostici per valutare la qualità contabile	194
5.3.1 Le procedure analitiche (<i>red flag</i>)	197
5.3.2 I modelli statistici	202
5.3.3 Un diagnostico per le piccole e medie imprese italiane	207
5.4 La correzione dei risultati di bilancio	212
5.5 La valutazione dell'informazione <i>non-financial</i> e la qualità della <i>disclosure</i>	214
Sommario	215
Parole chiave	217

6 Il modello di analisi della gestione 219

6.1 L'analisi del bilancio e le variabili del valore	220
6.2 Il modello di rappresentazione e di analisi della gestione	222
6.2.1 Le componenti dei flussi di cassa e del rischio d'impresa	227
6.2.2 Il modello di analisi della gestione e la logica di determinazione del valore fondamentale	230
6.3 Dal modello di analisi della gestione all'analisi del bilancio	233
6.3.1 La riclassificazione dei prospetti contabili	234
6.3.2 La scelta degli indicatori	236
Sommario	243
Parole chiave	244

7 Le comparazioni di bilancio 245

7.1 La comparazione come strumento di analisi del bilancio	246
7.2 I presupposti per la comparazione: attendibilità, omogeneità e completezza dei valori contabili	249

7.3 La comparazione nel tempo	258
7.3.1 Le rappresentazioni grafiche e i numeri indice	260
7.3.2 I tassi annui medi di variazione e le medie mobili	264
7.3.3 I bilanci in <i>common size</i>	270
7.4 La comparazione nello spazio	272
7.4.1 I termini del confronto	273
7.4.2 Gli strumenti del confronto	280
7.4.2.1 I valori medi	280
7.4.2.2 I quantili	284
7.4.2.3 Le rappresentazioni grafiche	288
7.4.2.4 Le analisi multivariate	292
7.5 Gli indici teorici o standard	296
Sommario	299
Parole chiave	301

Sezione seconda

La costruzione dei prospetti contabili per l'analisi del bilancio

8 La riclassificazione dello Stato Patrimoniale 303

8.1 I criteri di riclassificazione dello Stato Patrimoniale	304
8.2 Il criterio di pertinenza gestionale	305
8.3 Le finalità conoscitive del modello "di pertinenza"	311
8.3.1 I fabbisogni finanziari operativi	312
8.3.2 La posizione finanziaria netta	313
8.3.3 Il prospetto "capitale investito-capitale raccolto"	316
8.4 Il capitale circolante netto commerciale e il fabbisogno finanziario del ciclo operativo	320
8.4.1 Le determinanti del capitale circolante netto	323
8.4.1.1 Capitale circolante netto e volume di attività	325
8.4.1.2 Capitale circolante netto e ciclo monetario	326
8.4.2 Le componenti durevole e fluttuante del capitale circolante netto	332
8.5 Il <i>segment reporting</i> e la riclassificazione per aree di affari	337
Sommario	339
Parole chiave	342

9 La riclassificazione del Conto Economico 343

9.1 La riclassificazione del Conto Economico e i risultati reddituali parziali	344
--	-----

9.2 La normalizzazione del reddito	344
9.2.1 I costi e ricavi straordinari	349
9.2.2 I costi e ricavi da attività operative cessate	353
9.2.3 Oltre il reddito normalizzato: il reddito netto "rettificato"	356
9.3 Il reddito corrente	361
9.3.1 I flussi reddituali della gestione corrente	366
9.3.2 I collegamenti tra flussi di reddito e <i>stock</i> patrimoniali: reddito prodotto e reddito distribuito	368
9.4 Il reddito operativo	373
9.4.1 La riclassificazione in base alla natura dei costi: valore della produzione e valore aggiunto	375
9.4.2 La riclassificazione in base alla destinazione dei costi: il costo del venduto	382
9.4.3 La riclassificazione in base alla variabilità dei costi: il margine di contribuzione	387
9.4.4 Una fondamentale misura del reddito operativo: l'EBITDA	393
9.5 Il <i>segment reporting</i> e la riclassificazione per aree di affari	403
Sommario	405
Parole chiave	407

10 La redazione del Rendiconto Finanziario 409

10.1 Le condizioni di liquidità e il Rendiconto Finanziario	410
10.1.1 L'analisi della liquidità: dalle quantità-livello ai flussi finanziari	411
10.1.2 La scelta della risorsa finanziaria di riferimento: la posizione finanziaria netta a breve termine	413
10.2 Il rendiconto della posizione finanziaria netta a breve termine e le aree di gestione	416
10.2.1 La gestione operativa e il <i>free cash flow from operations</i>	418
10.2.2 I flussi di cassa dell'area finanziaria della gestione: flusso al servizio del debito e flusso al servizio del capitale di rischio	422
10.2.3 Il fabbisogno finanziario complessivo e la sua copertura	425
10.2.4 I tre momenti della gestione monetaria: produzione, assorbimento, raccolta	427
10.3 Il flusso di cassa operativo corrente	433

10.3.1 Il flusso di cassa potenziale e il fabbisogno finanziario del ciclo operativo	433
10.3.2 La messa a punto del flusso operativo corrente	439
10.3.2.1 Flussi <i>levered</i> e flussi <i>unlevered</i>	446
10.3.3 Metodo diretto o metodo indiretto?	448
10.4 Il flusso di cassa della gestione degli investimenti	454
10.4.1 Il flusso della gestione degli investimenti operativi strutturali	455
10.4.2 Il flusso della gestione degli investimenti finanziari	463
10.5 Il flusso di cassa della gestione dei finanziamenti	468
10.5.1 Il flusso della gestione dei debiti finanziari	469
10.5.2 Il flusso della gestione del capitale di rischio	473
10.6 I componenti anomali non altrimenti collocabili e i flussi derivanti da trasferimenti di rami d'azienda	478
10.7 L'utile è un'opinione, la cassa è un fatto	481
Sommario	483
Parole chiave	486

Sezione terza

Gli indicatori per l'analisi della gestione

11 La crescita aziendale 487

11.1 Crescita aziendale ed equilibrio economico-finanziario	488
11.2 I caratteri e le misure della crescita	491
11.2.1 La crescita della dimensione corrente	493
11.2.2 La crescita della dimensione strutturale	495
11.3 Le determinanti della crescita	500
11.3.1 Le determinanti di contesto	500
11.3.2 Le determinanti di azienda	506
11.4 Crescita futura e patrimonio intangibile	513
Sommario	518
Parole chiave	519

12 La redditività operativa 521

12.1 La redditività operativa e i flussi di cassa	522
12.2 Il tasso di rendimento degli investimenti operativi	523
12.2.1 I termini di confronto per la valutazione dei tassi di rendimento degli investimenti operativi	524

12.2.2	Rendimento degli investimenti operativi, tassi di crescita e <i>free cash flow</i>	527
12.2.3	Le determinanti del ROI e il modello di analisi DuPont: produttività del capitale investito e redditività delle vendite	532
12.2.4	Interpretare le determinanti della redditività degli investimenti operativi: settore di attività, strategie competitive, ciclo di vita	538
12.2.5	L'analisi della redditività operativa per area di affari	544
12.2.5.1	Redditività di ASA e redditività di <i>corporate</i>	545
12.2.5.2	La valutazione del portafoglio ASA	549
12.3	La produttività del capitale investito	551
12.3.1	Il contenimento del capitale investito e l'effetto di leva commerciale	552
12.3.2	Lo sfruttamento della capacità produttiva e la rotazione del capitale circolante	557
12.4	La redditività delle vendite	567
12.4.1	La natura e la struttura dei costi operativi	567
12.4.2	La produttività del lavoro	571
12.5	La struttura dei costi e il rischio operativo	575
12.5.1	Il grado di leva operativa	576
12.5.2	Rischio operativo e costo del capitale	580
12.6	L'albero del ROI e le determinanti del valore fondamentale	586
Sommario		588
Parole chiave		589

13 La solvibilità 591

13.1	La gestione finanziaria e le condizioni di solvibilità	592
13.2	La solidità patrimoniale	593
13.2.1	La composizione del patrimonio aziendale	594
13.2.1.1	Il grado di indebitamento	598
13.2.2	La correlazione investimenti-finanziamenti	603
13.3	Le condizioni di liquidità	610
13.4	L'analisi statica della liquidità e lo Stato Patrimoniale finanziario	611
13.4.1	Il capitale circolante netto finanziario e la liquidità generale	614
13.4.2	Il margine di tesoreria e la liquidità immediata	616
13.4.3	La durata del ciclo monetario e le modalità di suo finanziamento	620
13.5	L'analisi dinamica della liquidità e il Rendiconto Finanziario	624

13.5.1	La produzione di moneta	627
13.5.1.1	L'analisi dell'autofinanziamento	629
13.5.1.2	L'analisi del capitale circolante	631
13.5.2	L'assorbimento di moneta	633
13.5.2.1	Il servizio della struttura e il <i>free cash flow from operations</i>	636
13.5.2.2	L'albero del <i>free cash flow</i> e l'analisi per ASA	638
13.5.2.3	Il servizio dei finanziatori	643
13.5.2.4	La gestione degli investimenti finanziari: produzione o assorbimento?	648
13.5.3	La raccolta delle risorse finanziarie	649
13.6	Rischio finanziario e costo del capitale	652
13.6.1	Solvibilità e costo del debito	654
13.6.1.1	Un modello di previsione delle insolvenze per le PMI	661
13.6.2	Solvibilità e costo dell' <i>equity</i>	664
Sommario		668
Parole chiave		670

14 La redditività netta 673

14.1	Valore fondamentale e redditività netta	674
14.2	Una misura di sintesi della redditività netta	675
14.3	Le determinanti della redditività netta	678
14.3.1	La logica additivo-moltiplicativa	678
14.3.2	La logica moltiplicativa	685
14.4	Redditività netta e livelli di rischio	686
14.4.1	Il <i>trading on equity</i>	687
14.4.2	Redditività degli investimenti e rischio operativo	689
14.4.3	Il grado di indebitamento e le condizioni di rischio finanziario: gli effetti sul costo del capitale e sul valore fondamentale	690
14.5	La ricomposizione dei sotto-sistemi di indicatori	695
Sommario		697
Parole chiave		698

15 L'analisi del bilancio consolidato 699

15.1	Il valore informativo del bilancio consolidato	700
15.2	La fase preliminare del processo di analisi: l'"interpretazione" del bilancio consolidato	701
15.3	L'impostazione dell'analisi e la definizione delle "coordinate" economico-finanziarie del gruppo: gli indici di integrazione	702
15.4	La riclassificazione dello Stato Patrimoniale e del Conto Economico	704
15.5	La scomposizione della redditività netta: la classificazione degli interessi di minoranza	706

15.6	La leva finanziaria, la leva azionaria e l'equilibrio patrimoniale del gruppo	710
15.7	La redditività del capitale della capogruppo e l'equazione della leva azionaria	712
15.8	La leva operativa di gruppo	720
15.9	Le relazioni tra leva operativa, leva finanziaria e leva azionaria: la misurazione del sistema dei rischi nei gruppi di imprese	722
Sommario		724
Parole chiave		725

Parte IV: L'analisi prospettica

Bilanci pro-forma e risultati contabili attesi

16 Il bilancio pro-forma: logica, fasi e informazioni necessarie 727

16.1	La logica generale di redazione del pro-forma	728
16.2	Il modello economico-finanziario di redazione	732
16.3	Le determinanti delle grandezze contenute nel modello economico-finanziario	739
16.4	La formulazione e l'elaborazione delle ipotesi	741
16.5	Il modello base per la redazione del pro-forma: le ipotesi e le formule	746
Sommario		755
Parole chiave		757

17 Il bilancio pro-forma: ipotesi e formule di calcolo 759

17.1	Lo sviluppo del modello base di pro-forma: affinamento delle formule ed elaborazione delle ipotesi	760
17.2	La previsione delle vendite	761
17.2.1	Metodi soggettivi e oggettivi di previsione	761

17.2.2	L'approccio <i>top-down</i> e l'impiego dei modelli di correlazione	764
17.3	La preventivazione dei valori dell'area operativa: costi, capitale circolante e investimenti strutturali	775
17.3.1	La preventivazione dei costi operativi	776
17.3.2	La preventivazione del capitale circolante netto commerciale	784
17.3.3	La preventivazione degli investimenti strutturali e degli ammortamenti	791
17.4	La preventivazione dei valori dell'area finanziaria	799
17.4.1	Gli investimenti finanziari e le disponibilità monetarie	799
17.4.2	Il fabbisogno finanziario e le scelte di finanziamento	801
17.5	La redazione dei prospetti di Stato Patrimoniale, Conto Economico e Rendiconto Finanziario pro-forma	804
Sommario		810
Parole chiave		811

18 La valutazione del bilancio pro-forma 813

18.1	Il processo di valutazione del bilancio pro-forma	814
18.1.1	La validazione delle ipotesi	814
18.2	La revisione tecnica del modello	817
18.3	La convenienza economica e la fattibilità finanziaria	819
18.3.1	La crescita sostenibile	825
18.4	L'analisi di sensitività	830
18.4.1	Analisi di sensitività e analisi di vulnerabilità	831
18.4.2	Coefficienti semplici e composti	835
Sommario		846
Parole chiave		848

Indice analitico 849