



Gli indici (quozienti) di bilancio

Indici di rotazione del Capitale Circolante Commerciale (CCC)

Indici di Liquidità e Copertura

Indici di Struttura Finanziaria

Indici di Redditività

Multipli di Borsa

Emanuele Teti

Slide 2 – Gli indici (quozienti) di bilancio: Introduzione

Gli indici di bilancio sono grandezze economiche, patrimoniali e finanziarie, combinate in modo da fornire indicazioni rispetto allo stato di salute di specifiche variabili aziendali. Esprimono un rapporto (da cui *'ratios'*, come sono definiti nel contesto anglosassone) tra valori di stato patrimoniale e conto economico (riclassificati) e talora valori di mercato, fornendo specifiche indicazioni sulla salute dell'azienda. Offrono indicazioni di tipo "statico", non "dinamico". Ciò che vorremmo subito chiarire in questa sede, è che ogni analista ha la possibilità di costruire un proprio sistema di quozienti, che risponda a differenti esigenze. Occorre precisare che eccetto alcuni indici, la cui costruzione è concordemente accettata dalle aziende e dagli studiosi (ad esempio il ROE, il tempo medio di pagamento e di incasso, l'indice di liquidità, per citarne alcuni), spesso ci si riferisce con il medesimo titolo per definire quozienti conseguiti in modo (parzialmente) diverso, e in altri casi esiste casi in cui vi sono diversi nomi per indicare lo stesso indice di bilancio. Per esempio nella comunità internazionale il termine *leverage* esprime il rapporto tra passività finanziarie e capitale netto, ma a livello nazionale questo termine a volte è definito come 'indice di indebitamento'. In altri casi, per indice di indebitamento si fa invece riferimento a un quoziente diverso dal precedente. Occorre quindi fare attenzione nell'analizzare i quozienti presentati, ricordando quindi che numeratore e denominatore di molti indici possono essere 'adattati' a seconda delle specifiche voci dell'azienda, del settore di appartenenza, degli obiettivi da raggiungere tramite il loro calcolo.

In questo nostro testo, identifichiamo 5 macro-categorie di indici:

1. Indici di rotazione del Capitale Circolante Netto Commerciale (CCC)
2. Indici di Liquidità e Copertura
3. Indici di Struttura Finanziaria
4. Indici di Redditività
5. Multipli di Borsa

Slides 3 e 4 – Indici di rotazione del C.C.C.

Sono analizzati in questo contesto gli indici afferenti alle voci del capitale circolante netto commerciale (CCC). Il primo indicatore è il tempo medio di riscossione o tempo medio di incasso (TMI):

$$\frac{\text{Crediti verso clienti}}{\text{Ricavi di Vendita} / 360}$$

Il rapporto è calcolato ponendo al numeratore i crediti commerciali (desumibili da stato patrimoniale riclassificato a 'pertinenza gestionale') e i ricavi (desumibili da conto economico a 'fatturato e costo del venduto') giornalieri, ossia diviso 360 giorni. In alcuni testi si può trovare il tale valore dividendo i ricavi annui per 365, ma solitamente è preferibile utilizzare come riferimento l'anno commerciale di 360 giorni anziché quello civile di 365. Tale quoziente rileva il tempo medio intercorrente tra la vendita dei prodotti e il relativo incasso. A parità di condizioni quindi, un TMI basso è un valore auspicabile, mentre un TMI elevato è più svantaggioso. Un alto valore di tempo medio di riscossione potrebbe per esempio indicare un limitato potere contrattuale nei confronti dei clienti. Conseguentemente è possibile determinare 'rotazione delle vendite', che sarà pari al rapporto tra ricavi di vendita e crediti verso clienti.

Il secondo indicatore è correlato al precedente, il tempo medio di pagamento (TMP):

$$\frac{\text{Debiti verso fornitori}}{\text{Acquisti (materie prime e servizi)} / 360}$$

Il rapporto è calcolato ponendo al numeratore i debiti commerciali (desumibili da stato patrimoniale riclassificato a 'pertinenza gestionale') e al denominatore gli acquisti di materie prime e servizi (desumibili da conto economico a 'fatturato e costo del venduto') giornalieri, ossia diviso 360 giorni. Vale quanto detto per il TMI per quel che concerne l'utilizzo di 360 anziché 365 giorni. Analogamente al tempo medio di riscossione, il tempo medio di pagamento rileva il tempo medio intercorrente tra l'acquisto delle materie prime o di servizi funzionali all'attività produttiva e il relativo pagamento. In modo opposto a quanto avviene per il TMI quindi, TMP elevati sono auspicabili, indicando forte potere contrattuale nei confronti dei fornitori; al contrario, TMP bassi sono negativi, in quanto l'azienda paga i propri acquisti velocemente, non potendo dilazionare per molto tempo la relativa

fuoruscita monetaria. Similmente alla rotazione delle vendite, è possibile determinare la 'rotazione degli acquisti', come rapporto tra gli acquisti di materie prime e servizi e i debiti verso fornitori.

La terza voce tipica del capitale circolante netto commerciale sono le scorte o rimanenze di magazzino. Il relativo indice è il tempo medio di gestione delle scorte (TMGS):

$$\frac{\text{Scorte (Rimanenze) di magazzino}}{\text{Costo del venduto / 360}}$$

Il rapporto viene calcolato ponendo al numeratore le scorte di magazzino (desumibili da stato patrimoniale riclassificato a 'pertinenza gestionale') ed al denominatore il costo del venduto (desumibile da conto economico a 'fatturato e costo del venduto) giornaliero (diviso 360). Tale indice esprime il tempo medio di permanenza delle scorte in magazzino prima di essere vendute. Occorre segnalare che alcuni testi pongono i soli acquisti di materie prime giornaliere al denominatore, anziché il costo del venduto giornaliero. Proprio per questo, è possibile affinare il precedente indice, costruendo quozienti indicanti in modo separato il tempo di gestione delle scorte relativamente a: materie prime, semilavorati e prodotti finiti.

Il tempo medio di giacenza delle materie prime può essere espresso come:

$$\frac{\text{Scorte di materie prime}}{\text{Acquisti / 360}}$$

Al numeratore saranno poste ovviamente le solo scorte di magazzino afferenti alle materie prime (desumibili da stato patrimoniale riclassificato a 'pertinenza gestionale', facendo anche uso della 'nota integrativa') ed al denominatore gli acquisti giornalieri, in quanto si sta valutando il tempo medio di giacenza delle scorte che non hanno subito nessuno stato di lavorazione.

Il tempo medio di giacenza dei prodotti finiti può essere espresso come:

$$\frac{\text{Scorte di prodotti finiti}}{\text{Costo del venduto / 360}}$$

Anche in questo caso al numeratore saranno incluse le solo scorte di magazzino oggetto di studio, ossia quelle afferenti ai prodotti finiti (desumibili da stato patrimoniale riclassificato a 'pertinenza gestionale', facendo anche uso della 'nota integrativa'), mentre al denominatore sarà incluso opportunamente il valore del costo del venduto giornaliero, che esprime le fasi di lavorazione già effettuate sulle scorte, quindi includendo i costi sostenuti per arrivare ai 'prodotti finiti'.

Da ultimo è possibile analizzare il tempo medio di giacenza dei semilavorati, la cui formula è la seguente:

Scorte di semilavorati

 % del Costo del venduto /360

Non dovrebbe esserci alcun dubbio per il valore da inserire al numeratore, ossia le sole scorte di magazzino di semilavorati (desumibili da stato patrimoniale riclassificato a 'pertinenza gestionale', facendo anche uso della 'nota integrativa'). Il denominatore dovrà comprendere una percentuale del costo del venduto che esprima le fasi di lavorazione già effettuate. La percentuale è variabile, ed è pari all'incidenza del valore degli acquisti sul costo del venduto e il totale del costo del venduto e dipende ovviamente dallo stato di avanzamento della lavorazione dei semilavorati.

Slides 5 e 6 – Indici di liquidità e copertura.

Questi quozienti analizzano rispettivamente il rapporto esistente tra le attività di breve termine e le passività di breve termine (indici di liquidità), il livello di copertura delle immobilizzazioni e le eventuali tensioni di tipo finanziario, scaturenti da una non adeguata copertura degli interessi passivi e dei debiti finanziari (indici di copertura). Partiamo dal primo set di quozienti.

L'indice di liquidità o indice di disponibilità è espresso dalla seguente formula:

$$\frac{\text{Attività breve termine}}{\text{Passività breve termine}}$$

Le voci a numeratore e denominatore sono ovviamente tratte dallo stato patrimoniale riclassificato a 'liquidità e esigibilità'. Tale indice è da considerarsi soddisfacente se superiore a 1, in quanto in tale caso l'azienda è in grado di pagare le sue passività a breve termine ricorrendo alle sole poste attive di breve termine. Cosa accadrebbe infatti se l'indice fosse inferiore all'unità? Significherebbe che le attività a breve sono in grado di coprire solo parte dei debiti dovuti entro l'anno e che l'azienda potrebbe dovere disinvestire una quota del suo attivo di medio-lungo termine (per esempio un'immobilizzazione operativa) per poter soddisfare i propri debiti di breve periodo. Quest'ultima circostanza è ovviamente da evitare.

L'indice di liquidità primaria o liquidità immediata (o acid test) costruisce un affinamento del precedente, o se vogliamo una sua versione 'conservativa' o 'prudenziale'. Esso è espresso dalla seguente formula:

$$\frac{\text{Attività breve termine} - \text{Scorte magazzino}}{\text{Passività breve termine}}$$

Anche in questo caso sia le voci incluse al numeratore che al denominatore sono tratte dallo stato patrimoniale riclassificato a 'liquidità e esigibilità'. Il numeratore considera le sole attività di breve

termine di tipo immediato (es. cassa) e di tipo differito (es. crediti verso clienti, effetti attivi), ma esclude le rimanenze di magazzino. Essenzialmente, il numeratore include le sole poste attive di breve termine che sono in grado concretamente di trasformarsi a breve in liquidità e quindi in grado di soddisfare prontamente le esigenze di breve. Chiaramente, qualora l'indice di liquidità primaria o liquidità immediata sia superiore all'unità l'azienda ha un feedback molto confortante, e sicuramente anche l'indice di disponibilità sarà maggiore dell'unità (quantomeno uguale all'acid test, o superiore se l'azienda ha rimanenze di magazzino).

L'indice di copertura delle immobilizzazioni raffronta le attività e le passività di medio-lungo termine (incluso il capitale netto) e costituisce il quoziente 'opposto' a quello di disponibilità. Esso risulta dalla seguente formula:

$$\frac{\text{Attività lungo termine}}{\text{Passività lungo termine} + \text{Capitale netto}}$$

Come per i due indici di liquidità, anche i valori afferenti al quoziente di copertura delle immobilizzazioni sono tratti dallo stato patrimoniale riclassificato a 'liquidità e esigibilità'. Il numeratore considera le sole attività di medio-lungo termine (le immobilizzazioni tipicamente), mentre il denominatore include tutte le passività di medio-lungo termine e il capitale netto. Se è già stato calcolato l'indice di liquidità o disponibilità, l'indice di copertura delle immobilizzazioni deve condurre al risultato opposto, in quanto utilizza le rimanenti voci di stato patrimoniale 'a liquidità e esigibilità non incluse nel quoziente di disponibilità. Pertanto, se l'attivo a breve è maggiore del passivo a breve (quoziente di liquidità maggiore di 1), la somma di passività consolidate e capitale netto è giocoforza maggiore dell'attivo immobilizzato (il rapporto di copertura delle immobilizzazioni è inferiore all'unità). In caso contrario, se l'attivo di lungo termine è in parte coperto da passività di breve termine, allora il rapporto di copertura delle immobilizzazioni è superiore all'unità. In questo ultimo caso il feedback è preoccupante (infatti non lo era per valori dell'indice di liquidità superiori a 1), perché come affermato in precedenza questo significherebbe che per soddisfare creditori di breve periodo, l'azienda potrebbe essere obbligata a cedere parte dell'attivo immobilizzato.

I restanti indici di copertura analizzano essenzialmente le possibili tensioni di tipo finanziario derivanti da una non adeguata copertura degli interessi passivi e dei debiti finanziari.

Il primo indice analizzato è il 'quoziente di copertura degli oneri finanziari', espresso dalla seguente formula:

$$\frac{\text{Reddito operativo (EBIT)}}{\text{Oneri finanziari}}$$

Il rapporto è calcolato ponendo al numeratore il reddito operativo o EBIT (desumibile da uno qualsiasi dei due prospetti di conto economico riclassificato) e al denominatore gli interessi passivi o oneri finanziari (anch'essi desumibili da uno qualsiasi dei due prospetti di conto economico). Non esiste un valore unico di range di valori entro i quali questo indicatore è da ritenersi soddisfacente. Possiamo tuttavia asserire che esso risulta rassicurante per valori maggiori di 3 / 4. Un indice di copertura degli oneri finanziari pari o inferiore all'unità indicherebbe per esempio che il reddito generato dalla gestione corrente è utilizzato interamente per coprire gli interessi verso le banche, o che addirittura sono necessarie nuove fonti di finanziamento per soddisfare gli interessi sui debiti già esistenti. Valori bassi di questo indice dovrebbero scoraggiare l'ottenimento di nuove risorse finanziarie tramite ulteriori debiti verso terzi, preferendo equity che non genera interessi passivi. Al contrario, per aziende con un elevato grado di copertura degli oneri finanziari può essere opportuno coprire sopraggiunti fabbisogni di cassa con nuove passività finanziarie.

Il secondo indice esaminato è una rettifica del precedente, in quanto il 'quoziente di copertura degli oneri finanziari', talora è calcolato modificando il valore inserito al numeratore, come da formula seguente:

$$\frac{\text{Margine operativo lordo (EBITDA)}}{\text{Oneri finanziari}}$$

La differenza consiste nel fatto che in questo caso al numeratore si considera il margine operativo o EBITDA (desumibile dal conto economico riclassificato a 'fatturato e valore aggiunto'), cioè il reddito operativo prima degli ammortamenti. Perché alcuni analisti utilizzano l'EBITDA anziché l'EBIT? Perché, come già affermato nelle parti relative alla 'riclassificazione di bilancio', il margine operativo lordo è più prossimo al concetto di "flusso di cassa" rispetto al reddito operativo. Perciò, questo indice dovrebbe essere più corretto nel valutare la capacità di copertura degli oneri finanziari da parte della gestione corrente, considerando il 'potenziale flusso di cassa della gestione corrente' anziché il reddito operativo, che 'sottostima' la capacità dell'impresa di ripagare gli oneri finanziari, in quanto il reddito operativo è nettato dal valore degli ammortamenti, che non si tramuteranno mai in flusso di cassa in uscita.

Un altro importante indice non ha un denominazione specifica, e viene per lo più nominato citando le poste al suo numeratore e denominatore: l'indice EBITDA/PFN, o il suo analogo opposto PFN/EBITDA, possono essere espressi come:

$$\frac{\text{Margine operativo lordo (EBITDA)}}{\text{Posizione finanziaria netta (PFN)}} \quad \frac{\text{Posizione finanziaria netta (PFN)}}{\text{Margine operativo lordo (EBITDA)}}$$

Il primo rapporto è quantificato ponendo al numeratore il margine operativo lordo o EBITDA (deducibile dal conto economico riclassificato a 'fatturato e valore aggiunto') e al denominatore la

posizione finanziaria netta o PFN, (desumibile da stato patrimoniale riclassificato a 'pertinenza gestionale' dopo avere effettuato opportuni calcoli). Poiché come affermato l'EBITDA è il potenziale flusso della gestione caratteristica, in sintesi il quoziente offre esprime indicativamente la capacità e i tempi di rimborso delle passività finanziarie (al netto della cassa). Frequentemente è utilizzato anche il secondo quoziente, nel quale la posizione finanziaria netta è al numeratore e il margine operativo lordo al denominatore. Ovviamente il concetto è identico al precedente, ma mentre per il primo indice valori molto alti saranno preferibili, in questo caso, valori molto elevati indicano una tensione finanziaria. In pratica ponendo al numeratore la posizione finanziaria netta e al denominatore il margine operativo lordo, rileviamo il tempo – approssimativamente - necessario ad un'azienda per ripagare tutti i suoi debiti finanziari netti sulla base del suo reddito al lordo di tasse, interessi e ammortamenti. Un $NFP/Debt$ uguale a 3 ad esempio, indica che se l'azienda utilizzasse la totalità del suo margine operativo lordo per il ripagamento degli attuali debiti finanziari al netto della cassa, occorrerebbero circa tre anni per azzerarli completamente. Ricordiamo che quando utilizziamo l'accezione inglese "*Debt*" ci riferiamo ai soli debiti di tipo oneroso, ossia le passività finanziarie quali mutui, prestiti, scoperto di conto corrente bancario (escludendo quindi le passività di tipo commerciale).

Slide 7 - Indici di struttura finanziaria

Analizziamo ora quozienti che informano rispetto alla struttura finanziaria dell'azienda. Esaminiamo quindi in che percentuale gli *assets* sono finanziati da debiti finanziari (es. mutui, obbligazioni, scoperto di conto corrente bancario) e in che percentuale da capitale netto. Il *leverage* esprime il mix della struttura finanziaria dell'azienda, ponendo al numeratore la posizione finanziaria netta (desumibile dallo stato patrimoniale a 'pertinenza gestionale') e al denominatore il capitale netto (identificabile in entrambe le tipologie di stati patrimoniali riclassificati). Esso indica quanta parte dell'attivo è finanziata da *Debt* (al netto della cassa) e quanta da Equity. Supponiamo ad esempio che un'azienda abbia una struttura finanziaria composta da €3 milioni di PFN (€3.1 milioni di passività finanziarie al netto di €100.000 di cassa) e €3 milioni di equity. In questo caso il leverage sarà pari a 1, ossia per ogni euro di debito finanziario (netto) presente in azienda c'è 1 euro di capitale proprio. È opportuno ricordare che tuttavia i valori da inserire correttamente sono i valori di mercato e non quelli di bilancio. Se quindi la nostra azienda è quotata e a bilancio abbiamo €3 milioni di equity, ma il mercato valuta oggi il nostro equity €3.5 milioni, dovremo inserire quest'ultimo valore, e non quello di bilancio, al denominatore della formula.

Posizione finanziaria netta (PFN)

Capitale netto

Il *gearing* esprime il mix della struttura finanziaria dell'azienda come il *leverage*, ponendo sempre al numeratore la posizione finanziaria netta (desumibile dallo stato patrimoniale a 'pertinenza gestionale'), ma ponendo al denominatore la totalità delle fonti costituenti la struttura finanziaria d'azienda (posizione finanziaria netta + capitale netto). Quindi, offre un'indicazione simile al *leverage*, ma da una prospettiva diversa. Nel caso precedente dell'azienda con una struttura finanziaria composta da €3 milioni di PFN e €3 milioni di equity, il *gearing* sarà pari a 50%, ossia darà la stessa informazione del leverage (*leverage* = 1 implica 1€ di debito netto per ogni € di capitale netto in azienda), ma rapportando il debito all'intera struttura finanziaria (*gearing* = 50%, ossia, metà della struttura finanziaria è composta di debito netto, metà di capitale netto).

Mentre il *leverage* è maggiormente utilizzato nelle analisi finanziarie, ad esempio quando si vuole prevenire al livello di indebitamento di un'azienda in caso di valutazione o di un'operazione di finanza straordinaria, il *gearing* è particolarmente utile per il calcolo del costo medio ponderato del capitale (WACC), che sarà esaminato nella parte relativa alla valutazione economica degli investimenti (capital budgeting).

$$\frac{\text{PFN}}{\text{PFN} + \text{Capitale netto}}$$

Slides 8 e 9 – Indici di redditività

Gli indici di redditività forniscono indicazioni sulle performance economiche dell'azienda. I quozienti principali che affrontiamo sono il rendimento atteso dall'azienda complessivamente e il rendimento atteso per gli azionisti della società.

Il ROI (*return on investment*) è espresso dalla seguente formula:

$$\frac{\text{Reddito operativo (EBIT)}}{\text{Capitale investito netto operativo (C.I.N.(O.))}}$$

Al numeratore è posto il reddito operativo o EBIT, ricavabile dal conto economico riclassificato a 'fatturato e valore aggiunto' e al denominatore il capitale investito netto operativo, desumibile dallo stato patrimoniale riclassificato a 'pertinenza gestionale' dopo avere effettuato gli opportuni calcoli. Che indicazione offre il ROI? Esprime un'indicazione della redditività della gestione operativa d'azienda, esprimibile come percentuale annua di rendimento sul capitale investito. Se l'azienda alimentare introdotta nella parte relativa alla riclassificazione di bilancio avesse ad esempio un ROI del 10%, significa che per ogni 100€ investiti nell'attività operativa (produzione alimentare), l'azienda genera un rendimento annuo del 10%.

Nel caso si volesse misurare un livello di redditività degli investimenti più generico, è possibile mettere al denominatore capitale investito netto (C.I.N.), ossia includente anche gli investimenti effettuati in attività differenti da quell'area operativa (nel nostro caso l'immobile dato in locazione,

che non contribuisce alla produzione di beni alimentari e alla loro vendita). In questo caso ovviamente il ROI individua una percentuale annua di rendimento sul capitale investito complessivo dell'azienda.

Per una più lucida esposizione dei risultati dell'attività operativa, preferiamo utilizzare il primo indicatore, che pone al denominatore il solo capitale investito netto operativo (C.I.N.O.).

Il ROI può essere scomposto come il prodotto di due ulteriori indici: il ROS (redditività delle vendite) e il turnover del capitale investito netto (operativo).

IL ROS (*return on sales*) è il rapporto tra reddito operativo e i ricavi di vendita o fatturato (valori desumibili dal conto economico riclassificato a 'fatturato e valore aggiunto'). Essendo la relazione tra reddito operativo e fatturato, esprime la redditività unitaria delle vendite in termini monetari, o in altre parole, la percentuale di ricavi che si trasformano in EBIT in un periodo. Ad esempio, se il ROS della precedente azienda è pari a 15%, significa che ogni €100 di ricavi contabilizzati nell'anno si ottengono €15 di reddito operativo.

Quali tipologie di aziende, sono particolarmente forti relativamente a questo indice? Tipicamente quelle in grado di offrire i propri prodotti ad un prezzo molto alto con costi operativi relativamente limitati: da un'importante azienda di moda o una società di servizi dovremmo aspettarci ROS elevati.

$$\frac{\text{Reddito operativo}}{\text{Ricavi di vendita}}$$

Il turnover del capitale investito netto (operativo) è il rapporto tra i ricavi di vendita e il C.I.N.O. Esprime in sintesi il numero di volte che il capitale investito in azienda viene fatto "girare" nel periodo analizzato per trasformarsi in ricavi di vendita. Ovviamente tanto più alto è questo quoziente, tanto più efficiente è l'azienda nella sua attività di turnover. Ad esempio se il turnover è pari a 0.67, significa che €100 di capitale investito in questa azienda, €67 "si trasformano" in ricavi nel periodo.

Quali tipologie di aziende dovrebbero manifestare turnover molto elevati? Tipicamente quelle in grado di offrire prodotti a prezzi contenuti, ma in grado di 'svuotare gli scaffali' molto spesso e velocemente: un ipermercato o in generale un'azienda della grande distribuzione dovrebbe caratterizzarsi per valori elevati relativamente al turnover del capitale investito netto operativo.

$$\frac{\text{Ricavi di vendita}}{\text{Cap. inv. netto (C.I.N.O.)}}$$

Nel nostro caso quindi avremo $\text{ROI} = \text{ROS} * \text{Turnover CIN} \rightarrow 10\% = 15\% * 0,67$.

Il ROE costituisce una preziosa informativa per gli azionisti attuali e potenziali di una società. Esprime infatti il rendimento percentuale annuo per gli azionisti come conseguenza del loro investimento nel capitale di rischio dell'impresa. La formula del ROE è la seguente:

$$\frac{\text{Reddito netto}}{\text{Capitale netto (Equity)}}$$

Il numeratore accoglie il reddito (utile) netto, (desumibile da qualsiasi prospetto riclassificato di conto economico o stato patrimoniale), il denominatore include il capitale netto (desumibile da qualsiasi stato patrimoniale riclassificato).

Ad esempio che informazione otteniamo se la nostra azienda alimentare registra nell'anno un ROE del 13%? Significa che un'azionista che ha investito 100€ nell'equity dell'azienda può *attendersi* un rendimento medio atteso del 13% sul capitale apportato. Se un'azionista ha investito €100 al 1 gennaio dell'anno X nell'azienda alimentare con ROE del 13%, otterrà 13€ di dividendi a fine anno? No! Perché il ROE rappresenta il rendimento atteso del suo investimento in capitale di rischio, ma il suo rendimento effettivo a fine anno potrebbe essere maggiore o inferiore a 13% o non esserci affatto in termini monetari (se l'azienda non distribuisce i dividendi per esempio).

Slide 10 – Multipli di Borsa

Esaminiamo brevemente i multipli di Borsa, la cui importanza è considerevole nelle valutazioni finanziarie (ad esempio nella valutazione delle aziende in caso di acquisizione o quotazione in Borsa), ma che non possono essere considerati indici di 'bilancio' in quanto esprimono il rapporto tra una voce attinta da bilancio e un valore di mercato dell'azienda.

Il numero di multipli di mercato utilizzati in analisi finanziaria è praticamente infinito. Di seguito ne citiamo alcuni dei più importanti.

Il *price earnings ratio* (P/E) è espresso dalla seguente formula:

$$\frac{\text{Prezzo corrente azioni}}{\text{EPS (earnings per share)}}$$

È il rapporto tra prezzo di mercato del titolo (P) ed utile netto per azione (EPS), (o tra capitalizzazione di borsa e utile netto) di un'azienda quotata. L'utile netto per azione (EPS) è semplicemente il rapporto tra l'utile (reddito) netto e il numero di azioni dell'azienda in circolazione. Un P/E alto (basso) può indicare che l'azienda è più (meno) costosa se fosse venduta in questo momento; ancora, un P/E alto (basso) può indicare che il mercato valuta l'azienda più (meno) di quanto "affermino" i suoi dati di bilancio.

Il *price book value* (P/Book value) è spiegato dalla seguente formula:

$$\frac{\text{Prezzo corrente azioni}}{\text{Patrimonio netto (valori contabili)}}$$

È un multiplo strettamente legato al precedente, essendo il rapporto tra la capitalizzazione di borsa (dell'azienda quotata) e il patrimonio netto di un'azienda espresso a valori contabili o di 'libro' (*book value*).

Da ultimo consideriamo i multipli EV/EBIT e EBIT/EBITDA, la cui formula è rispettivamente:

$$\frac{\text{Enterprise Value}}{\text{Reddito operativo}} \qquad \frac{\text{Enterprise Value}}{\text{Margine operativo lordo}}$$

Il multiplo EV/EBIT rapporta il valore di borsa di una società (al lordo del debito!) con il suo reddito operativo (EBIT). Similarmente, il multiplo EV/EBITDA rapporta il valore di borsa di una società (al lordo del debito) con il suo margine operativo lordo (EBITDA), ossia il reddito operativo al lordo dei costi non monetari, tipicamente gli ammortamenti. Sulle differenze di scelta tra EBIT e EBITDA per questo multiplo si riporta rispetto a quanto detto per altri quozienti, come l'indice di copertura degli oneri finanziari. Ovviamente dovremmo aspettarci che per la stessa società il multiplo EV/EBIT sia maggiore (o quantomeno uguale) al multiplo EV/EBITDA, in quanto da moltiplicare al reddito operativo, il cui valore è solitamente inferiore del margine operativo lordo, dal quale non sono ancora stati sottratti gli ammortamenti.

Slide 11 – Indici di bilancio. Importanti considerazioni finali

Un rilevante commento finale è opportuno al fine di comprendere la modalità di analisi dei quozienti di bilancio, nonché i possibili limiti interpretativi.

È infatti appropriato affermare che i quozienti di bilancio, presi singolarmente, sono indicatori non sufficientemente significativi. Affinché si possa condurre una corretta analisi occorre compararli con due variabili:

1. Il trend storico dei quozienti della stessa azienda
2. I quozienti medi di settore/di aziende *comparable*

Considerando in prima istanza la prima variabile, se la nostra azienda alimentare oggi registrasse un tempo medio di pagamento (TMP) verso i fornitori di 60 giorni, l'analisi storica dell'azienda ci aiuta a capire se si tratta di un risultato positivo o insoddisfacente. Se per esempio, nel corso degli ultimi dieci anni il tempo medio di pagamento è stato di 90 giorni, il valore precedentemente registrato di 60 giorni è negativo, in quanto si verifica oggi una fuoriuscita di cassa un mese prima rispetto a quanto avveniva in passato. Sarà invece un'informazione rassicurante se al contrario negli 10 ultimi il tempo medio di pagamento è stato di 120 giorni.

Considerando ora la seconda variabile, come interpretare un rapporto di *leverage* (posizione finanziaria netta/equity) pari a 2? Siamo poco o molto indebitati verso finanziatori terzi quali banche? Se da un'analisi di mercato risultasse che il leverage medio di settore è 0,5, è corretto affermare che la nostra struttura finanziaria, composta per 2/3 da debt (1/3 è equity) probabilmente racchiude un eccessivo rischio finanziario dovuto all'alta percentuale di debiti finanziari netti rispetto alla media di settore. Al contrario la struttura finanziaria delle società *comparable* è composta da *debt* solo per 1/3, mentre i 2/3 sono equity.

Da ultimo bisogna ricordare che è indispensabile, quando si effettua una comparazione dei quozienti di bilancio con aziende *comparable*, essere certi che gli 'ingredienti' inseriti nelle formule siano gli stessi. Ad esempio, il quoziente di copertura degli oneri finanziari è calcolato in modo speculare nella nostra azienda rispetto alle *comparable*? Una corretta valutazione comparativa deve infatti basarsi su indici calcolati su input tra loro omogenei.