

A.A. 2000-2001

Università degli Studi di Firenze

Facoltà di Economia

Programmazione e Controllo

Prof. S. Terzani

Dott. L. Bagnoli

ANALISI DI
BILANCIO PER
INDICI

Un caso concreto:
la PENELOPE S.p.A.

A CURA DI :

Andrea Biancalani

Marco Dianzani

Antonio Cacace

Raffaella Durante

INDICE

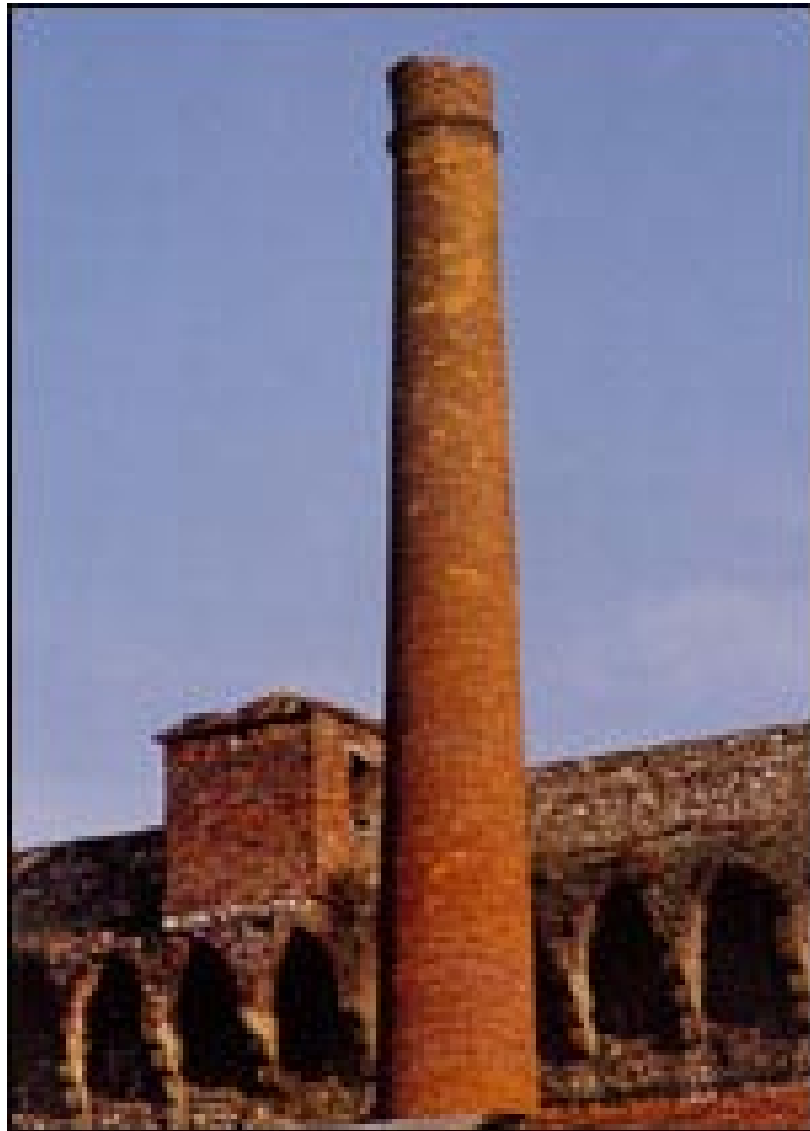
- **INTRODUZIONE** Pag. 1
 - Analisi di bilancio (cenni introduttivi) Pag. 2
 - Presentazione della Penelope S.p.A. Pag. 4
- **IL BILANCIO RICLASSIFICATO** Pag. 5
 - Gli schemi riclassificativi adottati Pag. 6
 - Lo Stato Patrimoniale secondo il criterio Finanziario Pag. 7
 - Lo Stato Patrimoniale secondo il criterio della Pertinenza Gestionale Pag. 9
 - La riclassificazione dello S.P. (commenti) Pag.10
 - Il Conto Economico a Valore della Produzione e Valore Aggiunto Pag.12
 - La riclassificazione del C.E. (commenti) Pag.14
- **GLI INDICI DI BILANCIO** Pag.15
 - Indici di Redditività Pag.16
 - Indici di Solidità Pag.18
 - Indici di Rotazione Pag.19
 - Indici di Liquidità Pag.20
 - Quozienti di Durata Pag.21
 - Indici di Produttività Pag.22
 - Indici di Incidenza dei Costi Pag.23
 - Grafici di Composizione Pag.24
- **COMPARAZIONE DEGLI INDICI CON QUELLI MEDI DEL SETTORE** Pag.25

-Scostamenti degli indici da quelli medi del settore	Pag.26
-8 grafici per mettere a confronto i risultati ottenuti dalla Penelope S.p.A. con i dati medi del settore	Pag.27
● CONCLUSIONE	Pag.35
-Commento su i principali indici di bilancio ottenuti e conclusioni	Pag.36

INTRODUZIONE

*Una misurazione
accurata vale
quanto mille
opinioni di
esperti.*
(Grace Murray Hopper)

ANALISI DI BILANCIO PER INDICI



L'analisi di bilancio per indici trasforma i dati, spesso di difficile interpretazione, presenti nello Stato Patrimoniale e nel Conto Economico di un'azienda, in rapporti chiari ed attendibili.

L'utilità di tale analisi per l'azienda, oltre a quella di un'analisi statica e temporale dei propri valori, è quella di potersi confrontare con le migliori del proprio settore (*benchmarking*).

Tale analisi mette in luce gli aspetti di solidità, di liquidità, e di redditività dell'azienda.

La solidità è la capacità dell'azienda di perdurare nel tempo, adattandosi alle mutevoli condizioni esterne ed interne.

La liquidità è la capacità dell'azienda di far fronte tempestivamente ed economicamente ai propri impegni e con i normali mezzi a sua disposizione.

La redditività è la capacità dell'azienda di remunerare i propri fattori produttivi, ed in particolare il capitale investito.

Per pervenire al calcolo di tali indici, sarà preventivamente necessario riclassificare gli schemi di bilancio, previsti dal legislatore civile (artt.2424-25 C.C.), per lo Stato Patrimoniale ed il Conto Economico. Ed in particolare riclassificheremo lo S.P. secondo il criterio finanziario, che tende a raggruppare: le attività in funzione della loro capacità a trasformarsi in mezzi liquidi in tempi più o meno rapidi; le passività vengono esposte secondo una esigibilità più o meno prossima. Sarà poi necessario, riclassificare tale schema secondo il criterio della pertinenza gestionale al fine di distinguere le poste riferite alla gestione tipica da quelle riferite alla gestione accessoria (scomposizione che tornerà utilissima per calcolare il denominatore del ROI).

Ci ricostruiremo, poi, il Conto Economico a Valore della Produzione e Valore Aggiunto. Con questa struttura (anch'essa in forma scalare come il C.E. *ex lege* ma in grado di evidenziare i risultati parziali a differenza di questi) si vuole mettere in risalto non tanto il costo che l'impresa ha sostenuto nel suo processo produttivo, quanto il valore della produzione ottenuta, la successiva distribuzione di tale valore tra coloro che, a vario titolo, sono partecipi del risultato, come la componente lavoro, il capitale, il fisco, gli azionisti, ecc.

A questo punto abbiamo tutto quello che ci necessita per calcolare i vari indici, noi in particolare li abbiamo calcolati con riferimento ai dati di bilancio al 31/07/97; al 31/07/98 e al 31/07/99 della società Penelope S.p.A. (i quali alla data odierna sono gli ultimi tre bilanci depositati presso la Camera di Commercio). Ciò ci permette di valutare l'evoluzione di tale impresa; tuttavia sarebbe più interessante ed è stato più interessante confrontare gli indici ed i risultati della singola impresa (o meglio, del gruppo del quale la Penelope S.p.A. è la *holding*) con gli indici-media ed i risultati medi del settore industriale nel quale essa opera*. Nel nostro caso, il settore industriale è quello tessile, tipico della zona in cui opera l'impresa: il Distretto Industriale di Prato, nel quale la Penelope S.p.A. è una delle *leader*.

*Tali indici medi sono stati calcolati su un campione di 250 Società di Capitali pratesi operanti nel settore tessile.

In tale campione, nel 1998, la Penelope S.p.A. appariva terza per fatturato e settima per utile netto.

Un'ultima avvertenza: essendoci uno sfasamento temporale tra la chiusura del bilancio della società in esame (31/07/9x) e la chiusura delle altre attività, abbiamo comparato i vari indici ottenuti dall'analisi con la semisomma degli indici medi relativi agli esercizi a cavallo del quale si riferisce il bilancio della Penelope S.p.A.

PRESENTAZIONE DELLA SOCIETA'

PENELOPE S.p.A.

Data la composizione del nostro gruppo, prevalentemente dell'area pratese, abbiamo ritenuto opportuno scegliere un'impresa operante nel settore tessile, che in un certo qual modo, identifica la nostra zona di residenza.

La scelta è caduta per caso* sulla Società per Azioni denominata Penelope S.p.A., che ha sede a Montemurlo, in provincia di Prato. La Società, costituita il 30/12/1980 sotto la forma giuridica di S.p.A. ed iscritta al Registro delle Ditte di Firenze il 9/03/1981, è stata poi registrata nella Sezione Ordinaria del Registro delle Imprese di Prato, dopo la sua istituzione, il 19/02/96. Il termine di scadenza è previsto per il 31/12/2100. Attualmente l'impresa è gestita da un amministratore unico, ha un collegio sindacale composto da tre sindaci effettivi e due supplenti ed ha un organico composto da 79 dipendenti. Il capitale sottoscritto e versato, come risulta anche dal bilancio, è di lire 15.006.000.000 che attualmente non risulta ancora convertito in Euro avendo la società ancora tempo fino al 31/12/2001. A oggi, la Penelope S.p.A. è l' *holding* di un gruppo abbastanza vasto, soggetto da due anni alla redazione del Bilancio Consolidato. Dal 1998 la Società fa certificare i suoi bilanci dalla Società di revisione Arthur Andersen S.p.A..

L'Oggetto sociale prevede la lavorazione, produzione e vendita di articoli tessili in genere, in proprio e per conto di terzi; la società ha altresì come oggetto secondario la prestazione di servizi tecnici e professionali inerenti all'attività svolta, esclusi soltanto quelli per il cui svolgimento è obbligatoria l'iscrizione ad albi professionali.

In realtà, l'attività concretamente svolta attiene alla lavorazione e produzione di articoli tessili di filati, tipo lana pettinata, in proprio e per conto terzi. Offre inoltre prestazioni di consulenza sull'attività di tessitura ed anche finanziaria, nell'ambito delle società in cui partecipa. Infatti, dal 1984, la Società ha iniziato a detenere partecipazioni di controllo o di collegamento in altre società, con attività sempre inerente alla produzione tessile. Vorrei, infine, ricordare che come da Atto Costitutivo l'impresa in questione chiude ogni esercizio in data 31/07.

Premesso ciò, passiamo ad analizzare gli schemi riclassificati dello Stato Patrimoniale e del Conto Economico.

*Ciò non è del tutto vero, abbiamo cercato, infatti, una Società costituita sotto la sola forma giuridica di S.p.A., con fatturato, utile e quota di mercato superiori alla media, infatti rispetto alle 600 aziende che operano nel mondo tessile pratese questa occupava il terzo posto per fatturato ed il settimo come utile netto nel 1998. Tale fattori, insieme all'originalità del nome, come originale vuol essere il nostro lavoro, hanno orientato la nostra scelta su tale società. Un'ultima nota storica: Penelope era la bellissima e astutissima moglie di Ulisse.

IL BILANCIO RICLASSIFICATO

- **GLI SCHEMI RICLASSIFICATIVI
ADOTTATI**
- **LO STATO PATRIMONILE
SECONDO IL CRITERIO
FINANZIARIO**
- **LO STATO PATRIMONIALE
SECONDO IL CRITERIO DELLA
PERTINENZA GESTIONALE**
- **IL CONTO ECONOMICO A VALORE
DELLA PRODUZIONE E VALORE
AGGIUNTO**

GLI SCHEMI

RICLASSIFICATIVI

ADOTTATI

ATTIVO		PASSIVO	
Immob. materiali	A	Capitale sociale	L
Immob. immateriali	B	Riserve	M
Immob. finanziarie	C	Utile o perdita di esercizio	N
TOTALE IMMOBILIZZ.	D=A+B+C	PATRIMONIO NETTO	O=L+M+N
Magazzino	E	Passività a medio/lungo termine	P
Cassa	F	Passività a breve termine	Q
Crediti	G		
Altre Attività	H		
ATTIVO CIRCOLANTE	I=E+F+G+H		
CAPITALE INVESTITO	K=D+I	CAPITALE DI FINANZIAM.	R=O+P+Q

Tab. 6.6 - Tabella riassuntiva delle principali voci di un conto economico

CONTO ECONOMICO	
RICAVI	A
Variazione scorte beni finali	B
Altri ricavi	C
TOTALE VALORE DELLA PRODUZIONE	D=A+B+C
Acquisti	E
Variazione magazzino acquisti	F
TOTALE CONSUMI	G=E+F
Costi per servizi	H
Lavorazioni esterne	K
VALORE AGGIUNTO	I=D-G-H-K
Costo del personale	L
MARGINE OPERATIVO LORDO (MOL)	M=I-L
Ammortamenti	N
Accantonamenti	O
RISULTATO OPERATIVO	P=M-N-O
Saldo proventi/oneri finanziari	Q
Rettifica valori attività finanziarie	R
Saldo partite straordinarie	S
RISULTATO ANTE IMPOSTE	T=P-Q-R-S
Imposte	U
RISULTATO DI ESERCIZIO	V=T-U

LA RICLASSIFICAZIONE DELLO **STATO PATRIMONIALE**

Con riguardo alla riclassificazione dello S.P., in base ai due criteri più volte ricordati (quello finanziario e quello di pertinenza gestionale), riteniamo opportuno dare delle delucidazioni integrative.

Per quanto riguarda lo S.P., riclassificato secondo il criterio finanziario, abbiamo incontrato alcuni problemi che esponiamo qui di seguito.

Nelle Attività, l'iscrizione dei crediti fra le "Liquidità differite" (in particolare: "clienti e cambiali commerciali attive" e "crediti a breve") e le immobilizzazioni finanziarie (Crediti a medio lungo termine) è stata operata osservando lo S.P. civilistico della Penelope S.p.A.(ex articolo 2424C.C.). Dal bilancio emerge infatti la distinzione obbligatoria fra crediti con scadenza entro i 12 mesi, rientranti nell'attivo circolante e quelli scadenti oltre 12 mesi da ricomprendere nell'attivo fisso.

Per il passivo, abbiamo avuto invece, qualche difficoltà di riclassificazione, soprattutto per il passivo corrente. Infatti per la "quota a breve del TFR", la "quota a breve dei debiti finanziari di medio-lungo termine" e i "fondi rischi e oneri a breve", non avendo informazioni a disposizione sono stati inseriti per ciascuna posta: nel 1997 i dati del 1998, nel 1998 i dati del 1999 e nel 1999 abbiamo operato una stima, ovvero abbiamo scelto un valore intermedio tra i due esercizi precedenti.

Per gli altri debiti, disponendo di adeguate informazioni fornite dallo S.P. e dalla Nota Integrativa, ci siamo limitati, come per i crediti, a distinguerli fra passività correnti e consolidate facendo riferimento all'indicazione entro/oltre 12 mesi.

Abbiamo ritenuto opportuno, inoltre, soffermarci sull'analisi dello Stato Patrimoniale riclassificato secondo il criterio della pertinenza gestionale (classificazione estremamente utile per la determinazione di alcune poste necessarie per il calcolo di alcuni indici come il ROI ed il ROD). Nel passivo procediamo isolando il patrimonio netto; dopo di che distinguiamo il capitale di terzi fra passività spontanee e passività finanziarie.

Le prime accolgono tutti i debiti impliciti, di funzionamento: prevalentemente debiti verso fornitori e il TFR ; le seconde raccolgono tutti i debiti onerosi, ossia i finanziamenti come i mutui passivi ed il prestito obbligazionario. Il valore di tale prestito conferma la capacità dell'impresa di attingere a risorse esterne di medio-lungo termine e la sua favorevole posizione sul mercato del credito.

Per quanto riguarda l'attivo abbiamo operato la scissione fra attività legate alla gestione caratteristica e quelle legate alla gestione extra-caratteristica.

La divisione è stata particolarmente ardua. Essendo la Penelope S.p.A. una holding di un gruppo formato da sole imprese tessili abbiamo ritenuto opportuno eliminare la voce "Attività della gestione finanziaria" che di solito ricorre nelle analisi di

pertinenza gestionale ed inserire tutte le “Partecipazioni **strategiche**” e i “**Crediti a medio lungo termine**” (le cui peculiarità sono state già enunciate a proposito della prima tipologia di riclassificazione di S.P.) nella gestione caratteristica.

LA RICLASSIFICAZIONE DEL CONTO ECONOMICO

Analizzando il conto economico della Penelope S.p.A. (ex articolo 2425 C.C.), le voci che più delle altre meritano di essere osservate, sono le seguenti: la A5) altri ricavi e proventi, la B14) oneri diversi della gestione, la E20) e la E21) proventi e oneri straordinari, nonché le poste riguardanti l'area finanziaria (le macroclassi C e D).

Con riguardo alle prima due poste in questione vi è da dire che il legislatore civile ha inquinato l'area caratteristica con elementi finanziari (come gli utili e le perdite su cambi), e con elementi accessori o patrimoniali (considerati i componenti di reddito extra-caratteristici nel suo significato di accessorietà rispetto all'attività tipica della società e tra essi vi rientrano per esempio i proventi da locazioni varie; la liberalità; le strenne ai dipendenti, ecc.). Tali voci, al fine di una corretta riclassificazione, sono state da noi scorporate con l'aiuto della Nota Integrativa e del Conto Economico in forma analitica, e i vari componenti di reddito inseriti nelle poste, ove "naturalmente" si dovrebbero trovare.

Per quanto riguarda poi, la determinazione della voce "Proventi e oneri straordinari" abbiamo tenuto conto del principio sostenuto anche dalla prassi contabile secondo cui "straordinario" non è sinonimo di estraneità alla gestione dell'impresa (come invece si evince dal C.C.), ma di eccezionalità per tipologia e per frequenza di accadimento.

Prendiamo in considerazione, infine, il problema inerente alla definizione dell'area finanziaria. Dato che, nel 1998, la Penelope S.p.A. ha acquistato sei partecipazioni (cinque di controllo e una di collegamento) in imprese tessili pratesi, in fase di riclassificazione, abbiamo ritenuto opportuno inserire nel valore della produzione e quindi nell'area caratteristica i dividendi da partecipazioni. Si tratta di partecipazioni, il cui ruolo è ritenuto strategico, in quanto affine all'attività della società madre, la Penelope S.p.A.

Nell'esercizio 1999 la voce "Dividendi da partecipazioni" è pari a "0" perché ipotizziamo una severa politica di gruppo orientata all'autofinanziamento e al rafforzamento del capitale proprio, per cui l'utile delle partecipate non è stato distribuito (fatto analogo è da ritenersi anche per il 1997 quando le partecipate hanno distribuito dividendi per la cifra simbolica di 312.000 lire).

Da tale scelta di riclassificazione emerge una particolarità: il risultato operativo caratteristico del 1998 risulta decisamente più elevato.

In alternativa, a tale scelta di riclassificazione, i dividendi sarebbero confluiti fra i proventi finanziari (per palesare ciò, alleghiamo i Conti Economici e, nelle pagine seguenti, gli indici di redditività di ambedue le ipotesi viste di sopra).

GLI INDICI DI BILANCIO

- **INDICI DI REDDITIVITA'**
- **INDICI DI SOLIDITA'**
- **INDICI DI ROTAZIONE**
- **INDICI DI LIQUIDITA'**
- **QUOZIENTI DI DURATA**
- **INDICI DI PRODUTTIVITA'**
- **INDICI DI INCIDENZA DEI COSTI**
- **GRAFICI DI COMPOSIZIONE DEL PATRIMONIO DELLA SOCIETA'**

COMPARAZIONE DEGLI INDICI CON QUELLI MEDI DEL SETTORE

- **SCOSTAMENTI DEGLI INDICI DA QUELLI MEDI DEL SETTORE**
- **GRAFICO 1: IL PROFILO DELLA PENELOPE S.P.A. RISPETTO ALLA MEDIA DEL SETTORE (1997)**
- **GRAFICO 2: IL PROFILO DELLA PENELOPE S.P.A. RISPETTO ALLA MEDIA DEL SETTORE (1998)**
- **GRAFICO 3: IL PROFILO DELLA PENELOPE S.P.A. (1999)**
- **GRAFICO 4: ANDAMENTO DEL ROS RISPETTO ALLA MEDIA DEL SETTORE**
- **GRAFICO 5: ANDAMENTO DEL ROI RISPETTO ALLA MEDIA DEL SETTORE**
- **GRAFICO 6: ANDAMENTO DEL ROE RISPETTO ALLA MEDIA DEL SETTORE**
- **GRAFICO 7: ANDAMENTO DELL'INDICE DI INDEBITAMENTO RISPETTO ALLA MEDIA DEL SETTORE**
- **GRAFICO 8: ANDAMENTO DEL QUICK RATIO RISPETTO ALLA MEDIA DEL SETTORE**

CONCLUSIONE

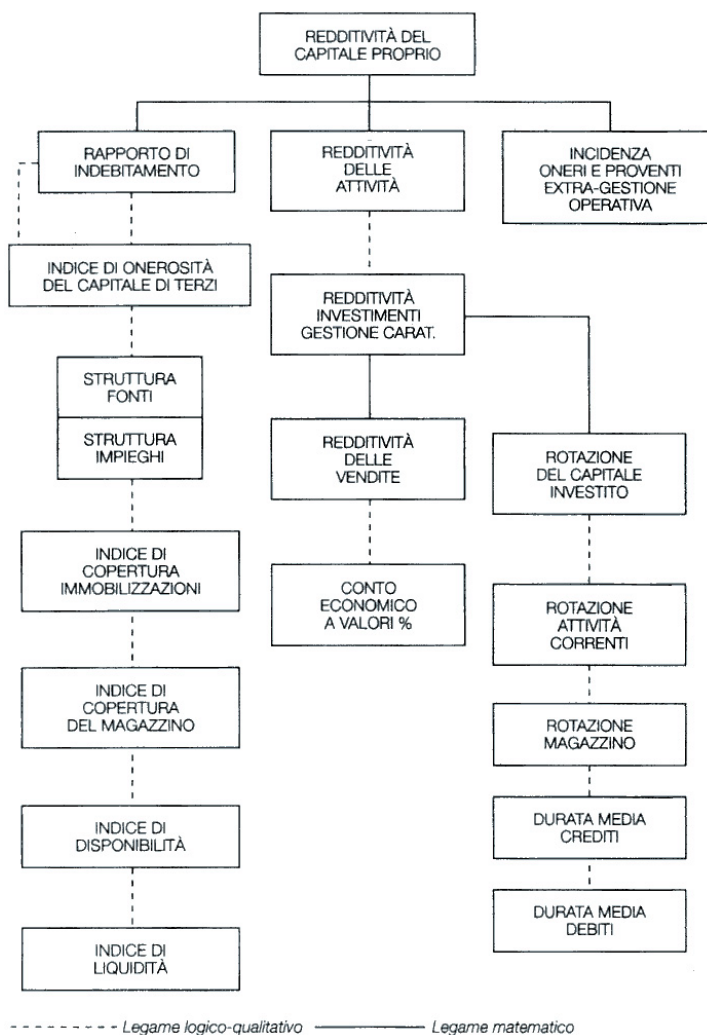
*Tortura abbastanza
a lungo i dati e ti
confesseranno
qualsiasi cosa.
(Anonimo)*

COMMENTO SU I PRINCIPALI INDICI DI BILANCIO OTTENUTI

Nelle pagine precedenti abbiamo calcolato e riportato tutta una serie di indici, tuttavia, è bene precisare, che per fare una corretta e significativa analisi di bilancio non è necessario calcolare una serie infinita di indici, quanto piuttosto disporre di un valido sistema di rapporti; nel senso, cioè, che ciascun indice non deve essere fine a sé stesso, ma deve rappresentare un anello del sistema, dove ognuno assume significato ed utilità proprio perché è correlato agli altri con funzione di reciproca e stretta indipendenza.

Tale sistema sarà quindi costruito da indici capaci di metter in risalto, attraverso le relazioni che creano, le dinamiche economiche, patrimoniali e finanziarie. Il loro impiego deve avvenire in modo coordinato.

TAVOLA 10 - «Piramide di indici»



Ne discende che, nella logica del sistema dei rapporti, si può costruire una piramide per indici(il cui schema è riportato qui di seguito), in grado di abbracciare tutti gli

aspetti della complessa gestione aziendale, consentendo anche di passare da rapporti di valenza generale, posti al vertice della piramide, ad altri più analitici, di carattere particolare.

Premesso questo, cerchiamo di commentare i principali indici di bilancio per trarre delle conclusioni sulla nostra analisi.

Ci è sembrato opportuno prendere in considerazione per primi, gli indici di solidità al fine di fare una fotografia della situazione patrimoniale dell'azienda e valutare la sua evoluzione nel corso dei tre anni. Successivamente prenderemo in esame gli indici di redditività e di liquidità, i cui valori superiori alla media scaturiscono dalla solidità della "nostra" società. Veniamo, allora, ad analizzare (come detto sopra) gli indici di solidità.

Analisi Patrimoniale: Da una prima analisi, osserviamo che la Penelope S.p.A. risulta essere un'impresa dalla struttura patrimoniale elastica; a rivelarlo in maniera molto esplicita è il "grado di elasticità degli impieghi". Questo indice di composizione è aumentato nel corso dei tre esercizi analizzati raggiungendo la percentuale dell' 80%. Tale valore è decisamente ottimale, forse addirittura "accademicamente" anomalo, un po' troppo elevato, trattandosi di una impresa industriale che si caratterizza di solito per un attivo immobilizzato pari almeno al 50-60% del totale attivo.

Inoltre c'è da sottolineare che il notevole aumento dell'elasticità (dal 60 al 80 %) dal 1997 al 1999 è causato da un'altrettanta notevole diminuzione di una delle componenti dell'attivo fisso, le immobilizzazioni finanziarie (da 20 a 7 miliardi circa nei 3 esercizi, dovuto al rientro di molti crediti a medio lungo termine infruttiferi di interessi).

In proposito è opportuno ricordare che la Penelope S.p.A. è una holding mista, in quanto capogruppo e diretta produttrice di tessuti nel mercato tessile dell'area pratese. Essa controlla cinque imprese, ed è collegata con una sesta impresa; si tratta esclusivamente di combinazioni produttive operanti nel suo stesso settore sia per oggetto di attività che per area geografica.

A seguito di questi legami di gruppo, la Penelope ha concesso alle 6 imprese in oggetto i crediti menzionati di sopra.

Di tali crediti è fatta menzione nella nota integrativa relativa al bilancio 1998, (apertura 1/08/97; chiusura 31/07/98) in cui si precisa che nel corso dell'esercizio sono stati rimborsati dalle partecipate.

La nota integrativa ancora in riferimento alle immobilizzazioni finanziarie fornisce in dettaglio l'elenco delle operazioni di acquisizione di partecipazioni di controllo (cinque imprese) e di collegamento (una impresa) e viceversa la cessione di cinque partecipazioni.

La relazione sulla gestione motiva le operazioni appena viste, affermando che sono state cedute partecipazioni in imprese che "non presentano affinità con l'attività dell'impresa", mentre le nuove acquisizioni sono state realizzate nell'ottica di una già prevista e studiata strategia di gruppo. Si accenna addirittura ad una evoluzione prevedibile della gestione nel corso dell'esercizio 1999.

Per quanto riguarda le immobilizzazioni materiali non ci sono sostanziosi incrementi e decrementi, salvo una dismissione di telai per un miliardo nel 1998.

E' opportuno però sottolineare che l'impresa nel rispetto della normativa tributaria ha applicato l'ammortamento ridotto a tutte le immobilizzazioni acquisite nel corso dell'esercizio 1998; si ricorre invece all'ammortamento anticipato ove possibile (40% circa del totale ammortamenti di immobilizzazioni materiali).

Possiamo quindi affermare, che l'impresa non ha fatto grossi investimenti in immobilizzazioni materiali, dato che possiede un 40% circa di beni industriali (legati peraltro ad un settore tradizionale, quale quello tessile, soggetto a scarsa obsolescenza) acquisiti da massimo tre anni, per i quali è ipotizzabile una vita utile, superiore ai cinque.

Dal lato dei finanziamenti notiamo un "grado di rigidità delle fonti" che oscilla fra il 60 e il 66% circa. Ciò significa che l'impresa non ha alcun problema nel far fronte ai propri impegni, in quanto il suo fabbisogno finanziario è coperto da finanziamenti a medio lungo termine e da una risorsa che non prevede scadenza, il patrimonio netto.

Come mostrano gli "indici di autonomia finanziaria 1 e 2", l' "indice di copertura delle immobilizzazioni 2" e il "margine di struttura" l'impresa è sufficientemente capitalizzata (patrimonio netto/totale attività: 27%,30%,38% circa rispettivamente nei tre esercizi). Tale affermazione è confermata osservando per gli indici sopra elencati gli scostamenti dalla media del settore.

L'indebitamento che potrebbe sembrare eccessivo ("indice di indebitamento" e "rapporto di indebitamento" che tendono comunque a diminuire) è di fatto giustificato considerando la leva finanziaria (si rimanda all'analisi economica) che in questa situazione reca un vantaggio all'impresa (eccetto nel 1997 in cui il ROD risulta superiore al ROA), essendo positiva la variazione che interviene fra costo del capitale di terzi e redditività del capitale investito.

Complessivamente quindi, correlando gli investimenti e i finanziamenti, scaturisce un quadro d'impresa equilibrato, determinato da un elevato attivo circolante che riesce abbondantemente a coprire le passività correnti e un attivo fisso perfettamente coperto da risorse di medio lungo termine (indice di copertura delle immobilizzazioni 1).

La struttura patrimoniale si caratterizza inoltre per un trend di miglioramento nell'arco dei tre esercizi, sia in termini di capitalizzazione , sia di perfezionamento nella relazione fra composizione degli impieghi e delle fonti .

Passiamo, ora, ad analizzare gli indici di redditività tramite:

L'Analisi della Redditività: la prima cosa che vogliamo evidenziare è l'elevata variabilità che presenta l'indice ROE tra il primo e il secondo anno. Cerchiamo allora di indagare sulle cause di tale variazione andando a scomporre la redditività sul capitale proprio secondo la nota formula di Modigliani-Miller che indica: $ROE = [ROA + (ROA - ROD) \times \frac{CT}{CN}] \times \frac{UN}{RO}$.

Da tale formula si nota subito che la variazione del ROA che è passato dall'6,8% al 12,1% ha inciso molto, soprattutto se si considera anche l'effetto leva finanziaria indotto. Sulla variazione del ROA ha influito significativamente l'aumento dei dividendi da partecipazione che si è verificato nel secondo anno. Infatti questi

proventi li abbiamo fatti rientrare nella gestione caratteristica dell'azienda, in quanto derivano da partecipazioni in imprese strettamente integrate ad essa. Al terzo anno il ROE, anche se si mantiene ad un buon livello, diminuisce perché si abbassa il ROA per effetto di una drastica riduzione dei dividendi da partecipazioni. Tuttavia è da sottolineare *l'effetto leva negativo* per il primo. Infatti, il saldo ROA-ROD è negativo e quindi potremmo consigliare a questa azienda di ridurre i debiti onerosi ovvero gli oneri finanziari. Ma successivamente si può notare che la nostra impresa è riuscita nel secondo e terzo anno a far diventare positivo l'effetto leva, grazie ad un aumento del ROA. Non è comunque sicuro che questa azienda trovi convenienza ad aumentare ancora l'indebitamento, poiché questo comporterebbe un maggior rischio per i finanziatori che potrebbero aumentare il tasso di interesse, facendo così tornare negativo l'effetto leva.

Per la costruzione di questi indici non ci sono particolari commenti da fare, l'unica cosa che ci sembrava opportuno sottolineare è la costruzione del ROD. Infatti il denominatore (mezzi di terzi) è stato costruito considerando soltanto i debiti onerosi, cioè quei debiti che forniscono costi espliciti. Naturalmente sappiamo che questo dato è stato preso dallo Stato Patrimoniale di pertinenza gestionale.

Andiamo adesso ad analizzare l'indice ROI, altro indice importante proprio perché evidenzia l'utile derivante dalla gestione tipica dell'impresa (nel nostro caso produzione di stoffa di lana pettinata).

Andiamo anche qui a scomporre questo indice per vedere da cosa dipende il suo valore e quali variabili hanno inciso sulla sua variazione.

Otteniamo quindi:

$$\text{ROI} = \text{Ris. Operativo Car.} \backslash \text{Vendite Nette} \times \text{Vendite Nette} \backslash \text{Tot. Att. Gestione Car.}$$

Il ROS evidenzia il ritorno sul fatturato e il tasso di rotazione del capitale investito indica la velocità di "ri giro" del capitale investito. La nostra azienda non presenta un buon "turnover" (si aggira intorno allo 0,9 per tutti e tre gli anni), ma nonostante questo riesce ad ottenere un buon ROS. Questo perché anche se vende "poco" riesce a farlo a prezzi sostenuti e questo gli permette di raggiungere un buon livello di redditività. Molto probabilmente questo vantaggio è dato dall'oggetto dell'attività (lana pettinata). Inoltre da questa scomposizione si può notare che per aumentare il ROI possiamo agire sulle vendite oppure sul capitale investito, attraverso un suo contenimento.

Nel secondo anno si vede subito che la strategia adottata è stata un aumento delle vendite. Però nel terzo anno il ROS è diminuito anche a causa di una riduzione del fatturato, oltre alla mancata distribuzione degli utili da parte delle partecipate. Ovviamente questa è una strategia difficile da portare avanti poiché dipende anche da variabili esterne.

Infine gli altri due indici che abbiamo analizzato e che derivano dalla scomposizione del "turnover" del capitale investito sono:

- indice di rotazione del magazzino = $\text{Vendite nette} \backslash \text{Magazzino}$
- indice di rotazione dei crediti = $\text{Vendite nette} \backslash \text{Clienti}$

Il primo indice non varia molto nell'arco dei tre anni (si aggira intorno a 3). Questo perché probabilmente essendo sempre complicato poter gestire in maniera efficiente il magazzino non si può far variare tale indice con estrema facilità. Infatti se questo è elevato abbiamo saputo non immobilizzare consistenti capitali nelle scorte e abbiamo risparmiato sui costi di gestione, ma può derivare da anche una politica di approvvigionamento non adeguata per quel momento, ad esempio perché si assiste ad un calo della produzione, o si è perso una opportunità di vendita.

Viceversa, ci sono svantaggi quando questo valore è troppo basso, come ad esempio un rischio di obsolescenza.

Il secondo indice, come prima abbiamo visto, è particolarmente interessante se capovolto.

Sempre nell'intenzione di verificare l'andamento finanziario dell'azienda, andiamo ad occuparci degli indici di liquidità.

Analisi della Liquidità: Esaminando i due indici più significativi che abbiamo a disposizione (*current ratio* e *quick ratio*) rileviamo un livello soddisfacente di liquidità, soprattutto nel terzo anno dove l'indice di liquidità in senso stretto è maggiore di 2. Questo significa che parte degli investimenti sono finanziati dalle attività correnti. Il margine di struttura è dato invece, dalla differenza tra le liquidità immediate e differite e le passività correnti. Esso si avvicina molto all'indice di liquidità, infatti evidenzia l'attitudine dell'impresa a far fronte agli impegni a breve con le attività in forma liquida. Nel nostro caso il margine di tesoreria aumenta molto il secondo anno, grazie ad un incremento delle liquidità immediate, mentre il terzo anno aumenta per effetto di una riduzione delle passività correnti. Tuttavia è opportuno confrontare questa informazione con altri indicatori, con i quali ci siano dei rapporti di interdipendenza.

Prendiamo ad esempio in considerazione i seguenti due indici:

- indice di rotazione del magazzino = $\text{Vendite nette} \backslash \text{Magazzino}$
- indice di rotazione dei crediti = $\text{Vendite nette} \backslash \text{Clienti}$

Il primo indice non varia molto nell'arco dei tre anni (si aggira intorno a 3) e si presenta abbastanza buono.

Il secondo indice è particolarmente interessante, se capovolto. Infatti evidenzia la durata media dei crediti, che nel nostro caso sembra abbastanza elevata (circa 140 gg. per tutti e tre anni). Confrontandolo con la durata media dei debiti (circa 120 gg.) potrebbe apparentemente sembrare che non ci sia una buona correlazione tra attività a breve e passività a breve, soprattutto il terzo anno dove c'è uno scarto di circa cinquanta giorni. Ma comunque sia questa anomalia non incide molto sulla liquidità dell'azienda.

Merita ancora sottolineare che è più importante soffermarsi sul quick ratio, in quanto da' informazioni sulla solvibilità dell'impresa. Infatti ciò che interessa ai terzi finanziatori è la capacità dell'impresa di far fronte economicamente ai suoi impegni senza alterare la propria struttura finanziaria. Questo vuol dire che per pagare un debito non devo alienare una immobilizzazione. Non a caso il fallimento di un

azienda è dichiarato quando non si è più in grado di soddisfare regolarmente le proprie obbligazioni.

Infine, ci sembra opportuno far notare che gli indicatori qui ricavati, anche se ci danno buone informazioni, non sono sufficienti a fare delle considerazioni precise sulla solvibilità futura dell'azienda, in quanto riferite ad un dato istante e non ad un periodo di tempo futuro (come ad es. potrebbe esserlo il *budget di cassa*).

Inoltre bisogna tenere presente che:

- Essi possono variare sensibilmente, anche nel breve periodo;
- Sono sempre degli indicatori parziali della situazione di liquidità;
- Sono disponibili all'analista esterno ad intervalli solitamente annuale

Riguardi il primo punto, infatti si ricordi che tali indici sono il risultato di tutta la storia passata dell'azienda e non né prevedono il futuro. Infatti ci sono fattori che fanno variare sensibilmente questi indici, anche nel breve periodo, come ad esempio: l'effettuazione di alcuni investimenti, un rallentamento dei ritmi di pagamento della clientela, ecc.

Al secondo punto si è detto che sono parziali. Questo non vuol dire che imprese con rapporti di liquidità bassi soffrano necessariamente di tensioni finanziarie, poiché le imprese possono godere di un diverso grado di fiducia e quindi di riserve di credito.

In merito al terzo punto è ovvio ritenere che questi indicatori non possono segnalare con continuità l'evolversi della situazione della liquidità.

Infine, un'altra cosa importante da sottolineare è che prima di dare giudizi sulla liquidità bisogna considerare *l'intensità evolutiva* in cui l'impresa viene a trovarsi. Infatti, è fisiologico per una azienda in fase di sviluppo che questa abbia scarsa liquidità e quindi non ci si deve allarmare. Nel nostro caso, siccome l'impresa ha già molti anni di vita alle spalle e non sembra neanche che vi siano investimenti strutturali, una bassa liquidità dovrebbe creare una situazione di allarme.

Quindi, a chiusura della nostra analisi di bilancio, possiamo affermare che la Penelope S.p.A. è una impresa decisamente equilibrata sotto tutti i punti di vista.

E' una società solida e ben capitalizzata; capace comunque di attingere a risorse esterne senza gravare eccessivamente sui costi: sia oneri finanziari che costi dell'area produttiva.

La Penelope S.p.A. dimostra inoltre di essere in grado di raggiungere ottimi livelli reddituali praticamente in ogni area della gestione, ma particolarmente nella caratteristica.

Globalmente si nota un trend positivo nei tre anni considerati, ciò dimostra che l'impresa non solo è in via di sviluppo, ma anche che è in grado di eliminare le inefficienze, anche se sottili, che talvolta possono manifestarsi.

Calando poi la specifica situazione aziendale nel relativo settore di azione, in particolare nella sua stessa area geografica, emerge una impresa superiore alla media; che si distingue per la redditività sul capitale investito, per la redditività del capitale proprio e per l'elasticità (come abbiamo visto dai grafici delle pagine precedenti).

