

Il regolare pagamento degli interessi è un ostacolo che le imprese devono costantemente superare, se vogliono evitare il fallimento. Il rapporto di copertura degli interessi rappresenta lo spazio libero tra l'ostacolo e il saltatore. È comunque solo una parte della storia. Non ci dice se l'Executive Paper alla scadenza del debito disporrà di sufficiente liquidità per rimborsarlo.

### 3.4.2 ■ Quanto è liquida?

Quando finanziate un cliente, siete interessati a qualcosa di più del suo rapporto di indebitamento: volete sapere se sarà in grado di disporre della liquidità necessaria per estinguere i suoi debiti in tempo. Questo è il motivo per il quale sia gli analisti finanziari, sia le banche sono interessati a varie misure della liquidità. Sanno che le imprese illiquide hanno maggiori probabilità di fallire e di essere insolventi.

Un'altra ragione per la quale i manager prestano attenzione al valore delle *attività liquide* è che tali valori sono più attendibili. Il valore di bilancio di un sofisticato strumento scientifico può essere uno scarso indice del suo valore effettivo, ma si può sempre sapere con precisione qual è il valore dei depositi bancari. I quozienti di liquidità presentano anche altre caratteristiche meno desiderabili. Poiché le attività e le passività a breve variano frequentemente, le misure della liquidità possono diventare poco attendibili in breve tempo. Potreste anche ignorare il valore di un impianto, ma potete essere ragionevolmente certi che non scomparirà da un giorno all'altro. I depositi in banca possono sparire in pochi secondi. Le banche applaudono le imprese con ampie disponibilità di attività liquide. Ma avere molta liquidità a disposizione non è sempre una buona cosa. Per esempio, le imprese efficienti non lasciano troppa liquidità sui loro conti correnti bancari. Non consentono che i clienti ritardino i loro pagamenti, né che le scorte di materie prime e prodotti finiti occupino gli spazi del magazzino. In altre parole, molta liquidità può indicare un uso inefficiente del capitale.

#### ■ Attività liquide

Attività che possono essere trasformate in contante con facilità e a costi trascurabili, per esempio la cassa e i titoli a breve termine.

**Quoziente di liquidità corrente** Le attività correnti sono costituite dalle attività che possono essere convertite in breve tempo in liquidità. Le passività correnti sono i pagamenti che devono venire effettuati in breve tempo. Il rapporto fra attività correnti e passività correnti misura il grado di liquidità:

$$\text{quoziente di liquidità corrente} = \frac{\text{attività correnti}}{\text{passività correnti}} = \frac{900}{460} = 1.96$$

Le variazioni di questo rapporto possono essere fuorvianti. Supponete, per esempio, che un'azienda prenda a prestito una grossa somma da una banca e la investa in attività finanziarie facilmente liquidabili. Se tutto il resto rimane invariato, il capitale circolante netto rimane invariato, ma il rapporto di liquidità corrente cambia. Per questa ragione, quando si calcola il quoziente, sarebbe preferibile compensare gli investimenti a breve termine con i debiti a breve termine.

**Quoziente di liquidità differita** Alcune attività sono più liquide di altre. Se ci si trova in difficoltà, le scorte di magazzino possono essere vendute solo a prezzo di realizzo (le difficoltà, di solito, sorgono proprio perché l'azienda non riesce a vendere le proprie scorte di prodotti finiti a un prezzo superiore al loro costo di produzione). Di conseguenza, spesso i manager concentrano l'attenzione sulla cassa, sulle attività finanziarie a breve termine e sui crediti verso clienti:

$$\begin{aligned} \text{quoziente di} \\ \text{liquidità} \\ \text{differita} &= \frac{\text{cassa} + \text{attività finanziarie a breve termine} + \text{crediti verso clienti}}{\text{passività correnti}} = \\ &= \frac{110 + 440}{460} = 1.2 \end{aligned}$$

#### ■ Quoziente di liquidità corrente

Misura del grado di liquidità di un'impresa (attività correnti diviso passività correnti).

#### ■ Quoziente di liquidità differita

Misura del grado di liquidità di un'impresa (attività correnti meno scorte diviso passività correnti).

**Quoziente di liquidità immediata** Le attività maggiormente liquide di un'impresa sono la cassa e le attività finanziarie facilmente liquidabili. Per questo motivo, gli analisti finanziari calcolano anche il quoziente di liquidità immediata:

$$\begin{aligned}\text{quoziente di liquidità immediata} &= \frac{\text{cassa} + \text{attività finanziarie a breve termine}}{\text{passività correnti}} = \\ &= \frac{110}{460} = 0.24\end{aligned}$$

Quelle che abbiamo proposto non sono altro che misure sommarie della liquidità. Non sostituiscono dettagliati piani che assicurino che l'impresa è in grado di saldare i suoi conti. Nel prossimo capitolo descriveremo il modo in cui le imprese prevedono i loro fabbisogni finanziari e preparano un piano a breve termine per fare fronte a ogni carenza di liquidità.

### 3.4.3 ■ Quanto è efficiente nell'uso delle sue attività?

Gli analisti finanziari utilizzano un altro insieme di quozienti per valutare con quanta efficienza l'impresa impieghi le sue attività. Nel prossimo capitolo esamineremo le implicazioni finanziarie degli ambiziosi piani di espansione di Executive; e conoscere gli investimenti in attività fisse e circolanti di cui si ha bisogno per sostenere il fatturato corrente può aiutare a scoprire le incoerenze di questi piani per il futuro.

**Rotazione delle attività totali** Il quoziente mostra l'intensità dello sfruttamento delle attività aziendali:

$$\text{rotazione delle attività totali} = \frac{\text{vendite}}{\text{attività medie totali}} = \frac{2200}{(1380.8 + 1450) / 2} = 1.55$$

Fate attenzione: poiché le attività variano durante l'anno, abbiamo usato la media fra il valore iniziale e quello finale. Valori medi sono in genere usati tutte le volte in cui un valore "flusso" (in questo caso, le vendite) è confrontato con un valore "fondo" (in questo caso, le attività totali).<sup>6</sup>

Un'elevata rotazione delle attività totali può avere diverse cause: (1) l'impresa utilizza le sue attività in modo efficiente; (2) l'impresa sta usando tutta la sua capacità produttiva, cosicché risulterà difficile aumentare le vendite senza investire ulteriore capitale; (3) l'impresa genera un alto volume di produzione, ma i margini di profitto sono bassi. Dovete approfondire l'analisi per sapere quale spiegazione sia corretta. Ricordatevi del nostro precedente commento: i quozienti finanziari aiutano a porre le domande giuste, non a rispondervi.

Oltre a considerare il rapporto fra vendite e attività medie totali, i manager a volte si concentrano sull'uso che viene fatto di determinate categorie di capitale.

**Durata delle scorte** Le imprese efficienti non investono capitale in scorte di materie prime e prodotti finiti più di quello di cui hanno bisogno. La velocità con cui un'impresa ruota le sue scorte si misura attraverso il numero di giorni che occorrono per produrre e vendere un bene.<sup>7</sup> Per prima cosa, dividete il costo dei prodotti venduti per 365, in modo da avere un dato espresso su base giornaliera. Poi dividete le scorte medie per tale costo giornaliero dei prodotti venduti:

$$\begin{aligned}\text{durata delle scorte} &= \frac{\text{scorte medie}}{\text{costo dei prodotti venduti} / 365} = \\ &= \frac{(339.9 + 350) / 2}{1980 / 365} = 63.6 \text{ giorni}^8\end{aligned}$$

<sup>6</sup> Un'alternativa è l'uso di valori iniziali, invece di quelli medi.

<sup>7</sup> Nei bilanci le scorte sono valutate al costo e non a quanto i prodotti finiti potranno essere venduti. Questo è il motivo per cui il valore delle scorte è confrontato con il costo dei prodotti e non con il fatturato.

<sup>8</sup> In termini di rotazione avremmo:  $\frac{\text{costo dei prodotti venduti}}{\text{scorte medie}} = \frac{1980}{(339.9 + 350) / 2} = 5.74$

**■ Quoziente di liquidità immediata**  
Misura del grado di liquidità di un'impresa (cassa più titoli facilmente liquidabili diviso passività correnti).

**■ Rotazione delle attività totali**  
Intensità dello sfruttamento delle attività, ovvero vendite diviso attività medie totali.

**■ Durata delle scorte**  
Numero dei giorni che occorrono per produrre e vendere un bene.

■ **Periodo medio di incasso**

Durata media dei crediti commerciali.

**Periodo medio di incasso** Il periodo medio di incasso misura la velocità con la quale i clienti pagano i loro debiti nei vostri confronti:

$$\begin{aligned} \text{periodo medio di incasso} &= \frac{\text{crediti medi}}{\text{vendite giornaliere}} = \\ &= \frac{(433.1 + 440) / 2}{2200 / 365} = 72.4 \text{ giorni}^9 \end{aligned}$$

Il periodo medio di incasso di Executive è maggiore di quello di molte imprese del settore. È possibile che Executive coscientemente offra pagamenti dilazionati per sostenere il suo fatturato, ma potrebbe valere la pena verificare se per caso il responsabile dei crediti verso i clienti non sia pigro nel sollecitare i pagatori lenti.

### 3.4.4 ■ Quanto è redditizia?

Abbiamo visto che ogni dollaro di attività della Executive Paper genera 1.55 dollari di vendite, ma il successo di un'impresa dipende anche da quanto sono redditizie tali vendite.

■ **Redditività delle vendite (ROS)**

Reddito operativo meno imposte diviso vendite.

**Redditività delle vendite (ROS)** Se volete conoscere la percentuale delle vendite che diventa profitto, dovete calcolare la redditività delle vendite (ROS, *Return On Sales*), cioè:

$$\begin{aligned} \text{redditività delle vendite} &= \frac{\text{reddito operativo} - \text{imposte}}{\text{vendite}} = \\ &= \frac{(166.7 - 49.7)}{2200} = 0.053, \text{ ovvero } 5.3\% \end{aligned}$$

■ **Redditività delle attività (ROA)**

Reddito operativo meno imposte diviso attività totali medie.

**Redditività delle attività (ROA)** Spesso i manager valutano i risultati di un'azienda in termini di rapporto tra reddito operativo al netto delle imposte e attività totali. Il quoziente viene chiamato ROA (*Return On Assets*):

$$\begin{aligned} \text{redditività delle attività totali} &= \frac{\text{reddito operativo} - \text{imposte}}{\text{attività totali medie}} = \\ &= \frac{166.7 - 49.7}{(1380.8 + 1450) / 2} = 0.083, \text{ ovvero } 8.3\% \end{aligned}$$

■ **Redditività dell'equity (ROE)**

Reddito netto diviso equity medio.

**Redditività dell'equity (ROE)** Il ROE (*Return On Equity*) misura la redditività dell'equity di un'impresa:

$$\begin{aligned} \text{redditività dell'equity} &= \frac{\text{reddito netto}}{\text{equity medio}} = \\ &= \frac{74.5}{(509.3 + 540) / 2} = 0.142, \text{ ovvero } 14.2\% \end{aligned}$$

■ **Rapporto di distribuzione degli utili (payout ratio)**

Dividendi diviso utili totali.

**Rapporto di distribuzione degli utili (payout ratio)** Il rapporto di distribuzione degli utili indica la percentuale di utili distribuita sotto forma di dividendi. Cioè:

$$\text{rapporto di distribuzione degli utili} = \frac{\text{dividendi}}{\text{utili}} = \frac{43.8}{74.5} = 0.6$$

<sup>9</sup> Di nuovo, in termini di rotazione avremmo:  $\frac{\text{vendite medie}}{\text{crediti medi}} = \frac{2200}{(433.1 + 440) / 2} = 5.04$

I manager spesso preferiscono non ridurre i dividendi in seguito a una diminuzione degli utili. Di conseguenza, se gli utili di un'impresa sono particolarmente variabili, è probabile che il management per prudenza definisca un basso valore medio del rapporto. Quando gli utili diminuiscono inaspettatamente, è probabile che il rapporto di distribuzione cresca temporaneamente. Analogamente, il management, se si attende una crescita degli utili nell'esercizio successivo, potrebbe decidere di distribuire dividendi leggermente più generosi di quanto avrebbe fatto altrimenti.<sup>10</sup>

### 3.4.5 ■ Sistema DuPont

Alcuni rapporti di redditività e di efficienza possono essere utilmente collegati tra loro. Ci si riferisce a queste relazioni parlando di *sistema DuPont*, dal nome dell'impresa chimica che per prima le ha diffuse.

Per esempio, la prima relazione lega la redditività delle attività (ROA) con la rotazione delle attività e la redditività delle vendite:

$$ROA = \frac{\text{reddito operativo} - \text{imposte}}{\text{attività}} = \frac{\text{vendite}}{\text{attività}} \times \frac{\text{reddito operativo} - \text{imposte}}{\text{vendite}}$$

↑

rotazione  
delle  
attività

↑

redditività  
delle  
vendite

**■ Sistema DuPont**

Formula che esprime la relazione fra redditività delle attività, rotazione delle attività, redditività delle vendite e rapporto di leva finanziaria.

Tutte le imprese vorrebbero avere una maggiore redditività, ma la capacità di ottenere tale risultato trova un limite nella concorrenza. Se il tasso di rendimento atteso delle attività è determinato dalla concorrenza, l'impresa si trova di fronte a un trade-off tra margine di profitto da una parte e rotazione delle attività dall'altra. Per esempio, le catene di fast food, le quali sono caratterizzate da un'elevata rotazione del capitale, tendenzialmente operano con bassi margini di profitto, mentre gli hotel di lusso hanno rapporti tra vendite e attività relativamente ridotti, ma compensano tale differenza con margini più elevati.

Spesso le imprese tentano di incrementare i margini di profitto mediante una maggiore integrazione verticale, per esempio acquistando un'impresa loro fornitrice o uno dei loro rivenditori. Purtroppo, a meno che non abbiano una particolare competenza nella conduzione di queste nuove attività, è probabile che ogni aumento del margine di profitto venga vanificato da un declino del rapporto tra vendite e attività.

Qualche numero può aiutarci a capire meglio. La Tabella 3.5 mostra le vendite, gli utili e le attività della Admiral Motors e del suo fornitore di componenti Diana Corporation. Entrambe hanno un rendimento degli investimenti pari al 10%, anche se Admiral ha un margine di profitto sulle vendite minore (20% rispetto al 25% di Diana). Poiché tutto il fatturato di Diana va ad Admiral, i manager di Admiral pensano che le due imprese dovrebbero fondersi. In questa maniera, l'impresa che risulta dalla fusione si approprierebbe dei margini di profitto del produttore di auto (Admiral) e dei componenti (Diana).

L'ultima fila della Tabella 3.5 mostra i risultati della fusione. L'impresa che risulta dalla fusione ottiene la somma degli utili di Admiral e Diana. Le vendite nel loro complesso rimangono uguali a 20 milioni di dollari. Tutti i prodotti di Diana infatti sono usati da Admiral e per questo il fatturato totale rimane uguale. Se gli utili aumentano e le vendite rimangono uguali, i margini aumentano. Sfortunatamente, la rotazione delle attività diminuisce a causa della fusione, poiché l'impresa che risulta dalla fusione ha

<sup>10</sup> Approfondiremo l'argomento nel Capitolo 16.

Tabella 3.5

La fusione fra fornitori e clienti in genere aumenta il margine di profitto, ma questo incremento è compensato dalla riduzione della rotazione della attività

	\$ Vendite	\$ Utili	\$ Attività	Rotazione delle attività	% Margine di profitto	% ROA
Admiral Motors	20	4	40	0.50	20	10
Diana Corporation	8	2	20	0.40	25	10
Diana Motors (impresa che risulta dalla fusione)	20	6	60	0.33	30	10

un valore cumulato delle attività maggiore. La diminuzione della rotazione delle attività compensa esattamente il beneficio originato dall'aumento dei margini. Il rendimento delle attività rimane costante.

La Figura 3.2 mostra un'evidenza empirica del trade-off fra rotazione delle attività e redditività delle vendite. Potete vedere che i settori che hanno alti margini tendono ad avere rotazioni delle attività inferiori. Al contrario, bassi margini di profitti sono tipicamente accompagnati da alte rotazioni delle attività. Le due linee curve della figura mostrano le combinazioni fra margini di profitto e rotazione della attività che come risultato abbiano un ROA uguale a 3% o 10%. Nonostante l'enorme dispersione fra i settori sia presente sia nei margini che nelle rotazioni, queste variazioni tendono a essere annullate, con il risultato che per la maggior parte dei settori il rendimento delle attività si colloca fra il 3% e il 10%. Un importante eccezione è il settore minerario, il quale nel 2017 ha sofferto molto a causa dei bassi prezzi delle materie prime.

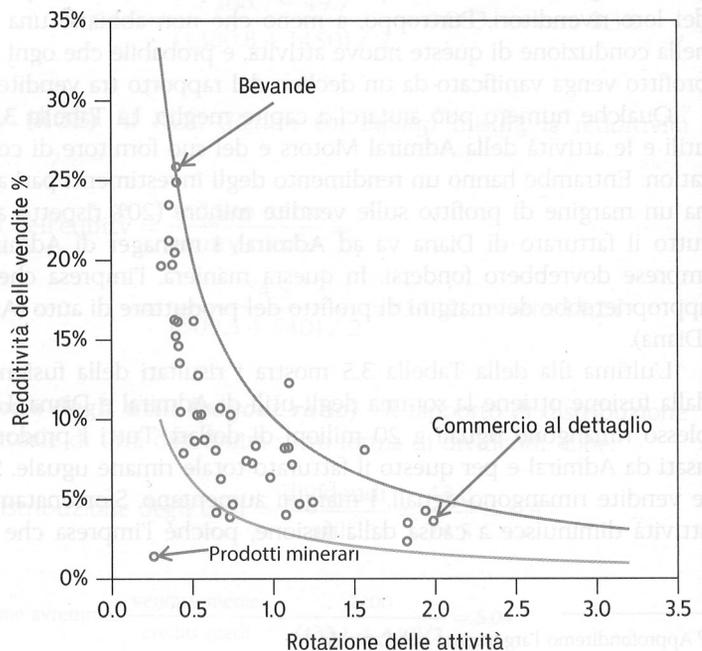
La redditività dell'equity (ROE) può essere a sua volta scomposta in questo modo:

$$\text{ROE} = \frac{\text{EBIT} - \text{imposte} - \text{interessi}}{\text{equity}} =$$

Figura 3.2

Rotazione delle attività e margini di profitto relativi a 45 settori industriali negli Stati Uniti nel 2017. Alte rotazioni delle attività si accompagnano a bassi margini di profitto.

Fonte U.S. Census Bureau, Quarterly Financial Report Manufacturing, Mining, Trade, and Selected Service Industries, terzo trimestre 2017.



$$= \frac{\text{attività}}{\text{equity}} \times \frac{\text{vendite}}{\text{attività}} \times \frac{\text{EBIT} - \text{imposte}}{\text{vendite}} \times \frac{\text{EBIT} - \text{imposte} - \text{interessi}}{(\text{EBIT} - \text{imposte})}$$

↑                      ↑                      ↑                      ↑  
 leva finanziaria    rotazione delle attività    redditività delle vendite    Quota del reddito operativo assorbita dagli interessi (*debt burden*)

Notate che il prodotto fra i due termini intermedi è uguale alla redditività delle attività. Questa redditività dipende dalle capacità di produzione e di vendita e non è influenzata dalle scelte di finanziamento. Il primo e il quarto termine dipendono invece dall'indebitamento. Il primo termine misura in via indiretta il rapporto di indebitamento, mentre il quarto il grado in cui il reddito operativo è assorbito dagli interessi (il cosiddetto *debt burden*). Se l'impresa è indebitata, il primo termine è maggiore di 1 (le attività sono maggiori dell'equity) e il quarto è minore di 1 (parte del reddito operativo serve per pagare gli interessi). Quindi, il rapporto di indebitamento può aumentare o ridurre la redditività dell'equity. In riferimento a Executive Paper:

$$\begin{aligned} \text{ROE} &= \text{leva finanziaria} \times \text{rotazione delle attività} \times \\ &\times \text{redditività delle vendite} \times \text{grado di erosione del reddito operativo} = \\ &= 2.7 \times 1.55 \times 0.053 \times 0.637 = 0.14 \end{aligned}$$

Poiché il prodotto fra la leva finanziaria (2.7) e il grado di erosione del reddito operativo (0.637) è maggiore di 1, possiamo concludere che nel caso di Executive Paper il debito fa aumentare il ROE; in altri termini possiamo dire che l'«effetto leva finanziaria» è positivo. L'effetto sarebbe opposto se il prodotto fra leva finanziaria e *debt burden* fosse minore di 1. Nell'impresa non indebitata la leva finanziaria e il *debt burden* non possono che essere uguali a 1.

### 3.4.6 ■ Quanto è valutata dal mercato?

Nulla vieta al financial manager di includere nell'analisi dati che non figurano nel bilancio della società. Per esempio, se analizzaste un'impresa produttrice di acciaio, potreste volere conoscere il costo di ogni tonnellata di acciaio prodotto, oppure l'ammontare delle vendite per dipendente. Spesso i manager trovano proficuo calcolare rapporti che combinano dati di bilancio e dati del mercato azionario. Qui di seguito ne presentiamo tre.

**Rapporto prezzo-utili (PE, Price Earnings)** Il rapporto prezzo-utili misura il prezzo che gli investitori sono disposti a pagare per \$ 1 di utili. Nel caso di Executive Paper:

$$P/U = \frac{\text{prezzo dell'azione}}{\text{utili per azione}} = \frac{50}{5.26} = 9.5$$

Un alto P/U può indicare agli investitori che l'impresa ha buone opportunità di crescita o che i suoi utili sono abbastanza certi e quindi di maggiore valore. Naturalmente, può anche significare utili temporaneamente ridotti. Se la società raggiunge appena il punto di pareggio, riportando un utile pari a zero, il suo P/U è infinito. Approfondiremo questi argomenti nel Capitolo 5.

**Tasso di dividendo** Il tasso di dividendo di un'azione è semplicemente il dividendo espresso come percentuale del prezzo dell'azione. Per Executive Paper:

$$\text{tasso di dividendo} = \frac{\text{dividendo per azione}}{\text{prezzo di mercato dell'azione}} = \frac{3.09}{50} = 0.062, \text{ ovvero } 6.2\%$$

■ **Rapporto prezzo-utili (PE, Price Earnings)**

Prezzo di un'azione diviso gli utili per azione.

■ **Tasso di dividendo**

Dividendo annuo diviso prezzo dell'azione.

■ Rapporto valore di mercato-valore contabile  
Prezzo di un'azione diviso il suo valore contabile.

La redditività giunge a un'azionista sotto due forme, dividendi e capital gain. Un elevato tasso di dividendo può voler dire che gli investitori chiedono un rendimento relativamente alto o che non si aspettano una rapida crescita dei dividendi con conseguenti capital gain.

**Rapporto valore di mercato-valore contabile** Si tratta del rapporto tra il valore di mercato dell'equity e il suo valore contabile (M/B). Per Executive Paper:

$$\begin{aligned} \text{rapporto valore di mercato-valore contabile} &= \frac{\text{valore di mercato}}{\text{valore contabile}} = \\ &= \frac{708}{540} = 1.3 \end{aligned}$$

Il capitale azionario a valori contabili equivale alla somma del capitale sociale e degli utili non distribuiti, cioè all'ammontare di denaro che l'impresa ha ricevuto dagli azionisti o ha reinvestito per loro conto. Nel caso di Executive Paper, un rapporto tra valore azionario e valore di bilancio di 1.3 indica che l'impresa vale il 30% in più del capitale investito da tutti gli azionisti passati e presenti. L'impresa, cioè, sta creando valore per gli azionisti.

La Tabella 3.6 presenta i tre indici per tre campioni di imprese: le cosiddette FAANG, quelle del settore "Moda" e quelle del settore Banche/Assicurazioni. La scelta dei tre gruppi è stata fatta allo scopo di mostrare in maniera semplice e intuitiva la combinazione fra remunerazione corrente (DIV/P), crescita (P/U) e creazione di valore (M/B). Fra le imprese "FAANG" si distinguono Amazon e Netflix per prospettive di crescita e creazione di valore. Apple fra il gruppo è l'unica a pagare dividendi e quella a cui il mercato assegna le minori opportunità di crescita. È dunque "diversa" (soprattutto da Amazon e Netflix) dalle altre e si capisce perché all'inizio veniva esclusa dal

Tabella 3.6

Quozienti basati sui valori di mercato

	P/U	DIV/P (%)	M/B
<b>FAANG</b>			
Facebook	23.6	—	6.1
Amazon	92.9	—	20.8
Apple	16.7	1.4	8.0
Netflix	134	—	17.1
Google	27.9	—	4.8
<b>Moda</b>			
Brunello Cucinelli	42.8	0.9	7.6
Ferragamo	37.9	1.7	4.4
Hermes	44.8	0.7	11.4
LWHM	27.2	1.7	5.3
Prada	23.0	2.4	2.1
<b>Banche/Assicurazioni</b>			
Intesa San Paolo	9.5	8.6	0.7
Mediolanum	19.3	5.9	2.4
Poste Italiane	8.4	4.9	1.5
Unicredit	7.3	2.2	0.5
UnipolSai	7.4	6.1	1.2

P/U sta per rapporto prezzo utili

DIV/P sta per tasso di dividendo

M/B sta per rapporto fra valore di mercato e valore contabile dell'equity (market to book ratio)

Fonte: Yahoo Finance e Thomson Reuters Eikon (dati riferiti al 18 aprile 2019). Elaborazione dei dati degli Autori.

L'acronimo FAANG viene usato per individuare cinque famose "tech stock" (Facebook, Amazon, Apple, Netflix e Google) che hanno assicurato rendimenti altissimi per gli investitori. Fra queste cinque all'inizio non veniva compresa Apple.

gruppo che allora veniva chiamato FANG. La particolarità delle imprese del settore "Moda" consiste nel fatto che il pagamento dei dividendi si accompagna comunque a prospettiva di crescita alte. Gli indicatori del settore Banche/Assicurazioni mostrano in modo evidente come si tratti di un settore maturo con basse opportunità di crescita e alti dividendi. Intesa e Unicredit, le due maggiori banche italiane, hanno un market to book ratio minore di uno (distruggono cioè valore). Questa è una caratteristica comune alle banche quotate italiane. Mediolanum è l'eccezione: una banca che deve il suo successo a una strategia distributiva basata non sugli sportelli, ma sul contatto diretto con i clienti attraverso una rete di consulenti chiamati *Family banker*.

### APPROFONDIMENTO 3.1

#### Quozienti finanziari nel settore dei servizi pubblici

Mostriamo come applicare l'analisi per quozienti a tre note imprese di servizi pubblici italiane: A2A, ACEA e HERA. La Tabella 3.7 presenta i quozienti relativi all'anno 2018 suddivisi per gruppi, così come li abbiamo calcolati nel capitolo.

Tra i quozienti di leva finanziaria mostriamo il rapporto tra debito e totale attività (*leverage ratio*) e il rapporto di copertura degli interessi. Pur avendo le tre imprese un rapporto di indebitamento leggermente diverso, più spinto sul debito nel caso di ACEA, e più conservativo nel caso di A2A, i rapporti di copertura degli interessi sono soddisfacenti, segnalando che la redditività operativa è ampiamente in grado di coprire gli interessi annui generati dall'indebitamento. Due quozienti di liquidità sono mostrati in tabella: il rapporto di liquidità immediata (*quick ratio*) e il rapporto di liquidità totale (*current ratio*), che fra le attività correnti include anche le scorte. Il settore industriale (servizi di pubblica utilità) è per sua natura particolarmente liquido, derivando il fatturato dal pagamento delle utenze, e questo è evidenziato dagli elevati indici di liquidità. In termini di efficienza, si nota una variabilità ridotta tra le tre imprese, con un tempo medio di rientro dei crediti tra 3 mesi e mezzo e 5 mesi, e un tempo medio di durata delle

scorte estremamente ridotto (lo stesso concetto di scorte di magazzino è poco adatto al settore industriale che stiamo analizzando). La redditività delle imprese, misurata dai tre classici indici, segnala un buon livello, in linea con un basso profilo di rischio operativo e una redditività del settore stabile nel tempo. Infine, l'ultimo gruppo presenta quozienti riguardanti il valore di mercato, come il rapporto tra prezzo e utili, il rapporto tra valore di mercato e valore contabile del patrimonio netto, il rapporto di distribuzione degli utili e il tasso di dividendo. Il confronto evidenzia che le tre imprese sono valutate in modo piuttosto simile dal mercato, sia in termini di prezzo-utili, sia rispetto al rapporto valore di mercato su valore di libro, mentre il *payout* medio è in linea con imprese operanti in settori maturi e con redditi stabili. Questa considerazione vale anche per il tasso di dividendo, compreso tra il 3 e il 5% circa del prezzo di mercato.

Di Massimiliano Barbi.

Fonte: dati da Refinitiv Worldscope.

Tabella 3.7

Quozienti finanziari relativi all'anno 2018 suddivisi per gruppi

	A2A	HERA	ACEA
Rapporto d'indebitamento, %	51.1	53.7	66.5
Copertura degli interessi	5.5	5.3	5.7
Quoziente di liquidità immediata	1.0	1.0	1.0
Quoziente di liquidità corrente	1.1	1.0	1.1
Rotazione delle scorte (giorni)	14	15	10
Rotazione dei crediti (giorni)	105	125	147
ROS, %	9.2	8.4	16.9
ROA, %	4.2	4.0	4.4
ROE, %	11.4	10.8	15.7
Prezzo/Utili	16.7	15.4	14.7
Market-to-Book	1.5	1.6	1.6
Payout, %	53.8	53.7	50.7
Tasso di dividendo	3.8	3.4	4.8

## Riepilogo

- I manager analizzano i bilanci per conoscere i risultati della loro impresa, per avere informazioni utili alla comprensione delle politiche dei concorrenti o per controllare la salute di un cliente; corrono però il rischio di rimanere sepolti sotto un'enorme quantità di dati. È per questo motivo che i manager utilizzano pochi significativi quozienti per sintetizzare il grado di indebitamento, la liquidità, la redditività e il modo in cui un'azienda viene valutata dal mercato.
- A coloro che utilizzano tali quozienti possiamo dare i seguenti consigli di carattere generale.
  1. I quozienti finanziari raramente sono in grado di dare risposte; essi aiutano a porre le domande nel modo corretto.
  2. Non esistono regole standard internazionalmente accettate per la misura dei quozienti finanziari; un po' di razionalità e di buon senso sono più utili di un acritico uso delle formule.
  3. Siate selettivi nella vostra scelta dei quozienti. Diversi quozienti forniscono informazioni simili.
  4. Per valutare la situazione finanziaria di un'impresa, dovete disporre di un termine di paragone. Di solito, si confrontano i valori correnti dei quozienti finanziari con quelli relativi agli anni passati e con quelli di altre imprese dello stesso settore.

## Lecture consigliate

Ci sono alcuni buoni testi di analisi di bilancio. Consultate, per esempio:

Palepu K.G., Bernard V.L. e Healey P.M., *Business Analysis and Valuation*, quinta edizione, South-Western College Publishing, Cincinnati, OH 2013.

Penman S., *Financial Statement Analysis and Security Valuation*, quinta edizione, McGraw-Hill/Irwin, New York 2012.

Revsine L., Collins D., Johnson B. e Mittelstaedt F., *Financial Reporting and Analysis*, settima edizione, McGraw-Hill/Irwin, New York 2017.

Giunta F., Pisani M., *L'analisi del bilancio*, Maggioli Editore, Rimini 2016.

## Domande di ripasso

1. Abbiamo detto che i quozienti finanziari consentono di rispondere a cinque domande. Quali? Fornite un esempio per ciascuna delle cinque categorie di quozienti finanziari.
2. Il sistema DuPont esprime la redditività delle attività (ROA) in termini di rotazione delle attività e di redditività delle vendite. Qual è questa relazione? Vi aspettereste che imprese con un margine di profitto elevato abbiano un elevato quoziente di rotazione delle attività? Perché?

## Problemi

### SEMPLICI

1. Vero o falso?
  - a. Il rapporto debiti-equity di un'impresa è sempre inferiore a 1.
  - b. Il quoziente di liquidità differita è sempre inferiore al quoziente di liquidità corrente.
  - c. La redditività dell'equity è sempre inferiore alla redditività delle attività.
  - d. Se un progetto è lento nel raggiungere la piena redditività, l'ammortamento a quote costanti produrrà probabilmente una stima in eccesso dei profitti nei primi anni.
  - e. Una nuova e importante campagna pubblicitaria da parte di un'azienda di cosmetici tenderà ad abbassare gli utili e farà sì che le azioni siano vendute a un multiplo prezzo-utili inferiore.
2. Non esistono definizioni universalmente accettate per i quozienti finanziari. Tuttavia, cinque dei seguenti quozienti finanziari sono completamente privi di senso. Correggete le definizioni.
  - a. Rapporto debiti-equity = (debiti a lungo termine)/(debiti a lungo termine + equity).
  - b. Redditività dell'equity = (reddito operativo - imposte)/equity medio.
  - c. Rapporto di distribuzione degli utili = dividendi/prezzo dell'azione.
  - d. Redditività delle vendite = (reddito operativo - imposte)/vendite.
  - e. Quoziente di liquidità corrente = passività correnti/attività correnti.
  - f. Periodo medio di incasso = vendite/(crediti medi/365).
  - g. Quoziente di liquidità differita = (attività correnti - scorte)/passività correnti.