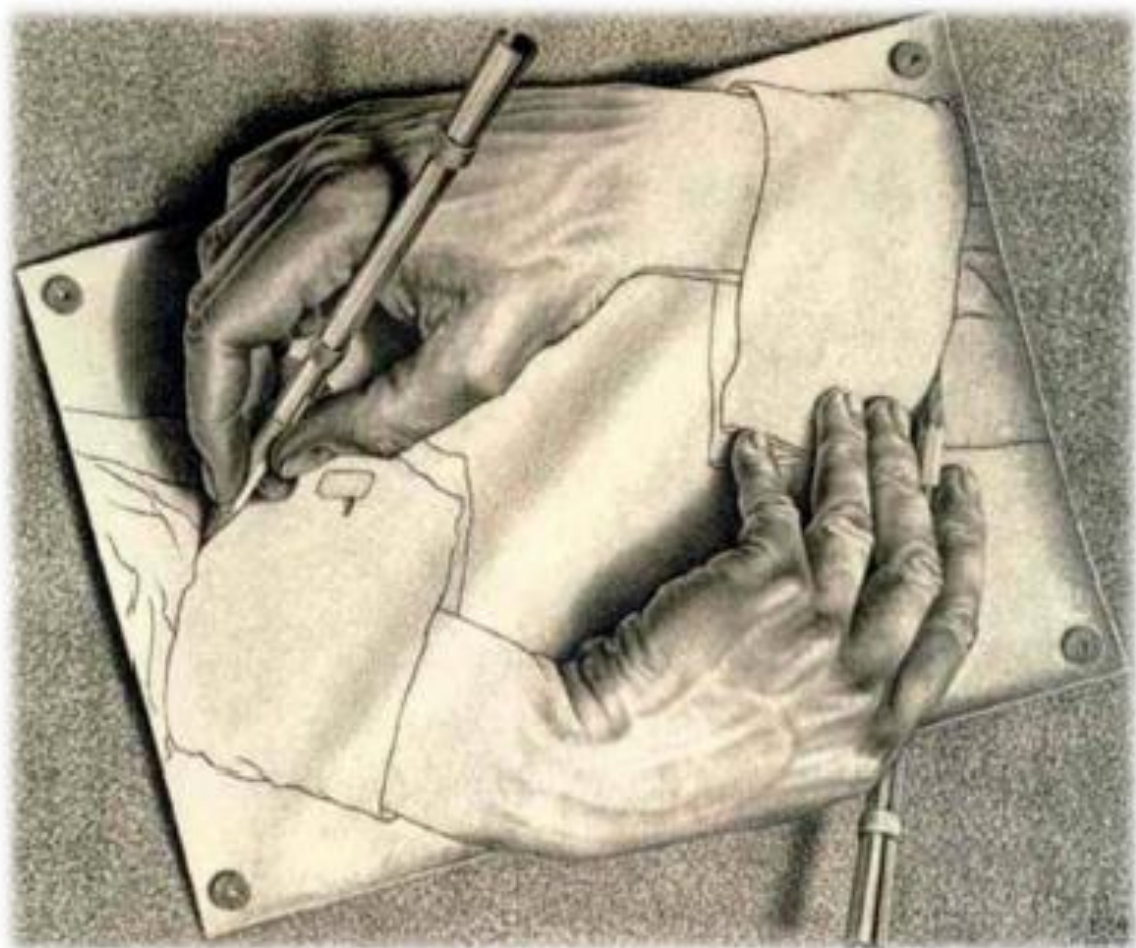


2013

Manager e imprese di fronte al cambiamento *strategie e strumenti*

a cura di

Massimiliano Cannata e Salvatore Pettineo



Mano Corallo Fisher, Museo Stregoso (1908)

CONFAPI

FONDAZIONE
idi
ISTITUTO
DIRIGENTI
ITALIANI

 **FEDERMANAGER**
FEDERAZIONE NAZIONALE DIRIGENTI ITALIANI

2.8 Analisi di bilancio e diagnosi strategica

di *Giuseppe Marzo e Elena Scarpino*

Introduzione

Il bilancio è un'utile fonte di informazione per comprendere i risultati economico-finanziari prodotti dall'impresa e per analizzarli anche per confronto con i concorrenti. La disponibilità di dati e informazioni economico-finanziarie sia per le imprese di grandi dimensioni sia per le PMI consente di strutturare analisi in grado di rispondere ad alcune domande fondamentali circa la capacità dell'impresa di produrre redditi e flussi di cassa, e soprattutto di fornire una lettura comparativa con il settore di operatività, o con il gruppo strategico di più immediato riferimento o anche solo con i principali concorrenti.

Limiti e potenzialità delle analisi di bilancio

È intanto opportuno considerare che oggetto di questo lavoro non è l'analisi del bilancio, ma invece l'analisi dell'impresa attraverso il bilancio. Non si tratta di una mera disquisizione formale. La comprensione dei risultati del bilancio può essere fatta a vari livelli, ma quella più approfondita nasce dalla conoscenza dell'impresa e del settore in cui essa opera.

L'approccio che qui presentiamo consente di cogliere l'evoluzione dei risultati dell'impresa nel corso del tempo, e di posizionarla rispetto ai concorrenti, assumendo così un ruolo importante per una prima valutazione della bontà della strategia competitiva perseguita dall'impresa. Obiettivo principale non è solo fornire risposte circa la situazione economico-finanziaria dell'impresa, ma di stimolare la generazione di domande per ulteriori analisi.

La disponibilità di database che raccolgono i bilanci di un numero significativo di imprese consente di svolgere con costi assai ridotti analisi che un tempo avrebbero richiesto dispendio di energie e di risorse finanziarie. Questo rende l'analisi di bilancio uno strumento particolarmente utile per le PMI, che con un impegno relativamente modesto possono acquisire dati e informazioni importanti sui propri concorrenti.



Giuseppe Marzo. È ricercatore e docente di Economia Aziendale e di Strategie Finanziarie e Risk Management presso l'Università di Ferrara. È autore di varie pubblicazioni nel campo del controllo di gestione, della valutazione degli investimenti e delle opzioni reali, della valutazione degli intangible assets. Svolge attività di ricerca, formazione e consulenza sui sistemi di valutazione degli investimenti complessi, sulla valutazione degli intangible assets, sui sistemi di misurazione della performance aziendale e sui sistemi di controllo di gestione. Ha sviluppato la metodologia Optioneering per la valutazione di investimenti complessi basata sulle teorie delle opzioni reali. Ha ottenuto il Dottorato di Ricerca in Economia Aziendale (Università Cà Foscari di Venezia) e Diploma di merito di master of Business Administration (CUOA). È abilitato alla professione di dottore commercialista. È socio fondatore di Edeos Consulenza Formazione Ricerca.



Elena Scarpino. Dopo un'esperienza pluriennale come controller si è dedicata all'attività di consulenza e formazione nell'ambito del controllo di gestione, dell'analisi economico-finanziaria e dell'organizzazione e strategia aziendale. È stata docente di Valutazione d'azienda e di Consulenza strategica presso l'Università di Ferrara. È socio fondatore e amministratore di Edeos Consulenza Formazione Ricerca. È impegnata attivamente nello sviluppo di metodologie innovative di formazione ed è responsabile del progetto In-Training - Formazione Innovativa. Ha ottenuto il diploma di Master of Business Administration presso Profingest.

Siamo consapevoli che l'analisi tramite il bilancio si presenti talvolta problematica, sia per i limiti insiti nel bilancio di esercizio, sia per le modalità con cui essa è svolta. Ad esempio, la significatività di certi indicatori può negativamente risentire di come vengono calcolati. Due esempi relativi al calcolo del Costo Medio del Debito (CMD) sono illustrativi del problema.

Si consideri il caso di un'impresa che nel corso dell'anno abbia acquisito nuovi debiti a breve, rimborsati prima della chiusura amministrativa dell'esercizio. Ne deriva che a fronte di un volume elevato di oneri finanziari, la Posizione Finanziaria Netta all'inizio e alla fine del periodo sia poco rappresentativa della dinamica appena evidenziata. Il CMD si presenterà perciò innaturalmente elevato.

Alcuni, inoltre, calcolano il CMD confrontando gli Oneri Finanziari Netti (OFN) con il totale dei mezzi di terzi, includendovi anche i debiti di fornitura che non sono in genere esplicitamente onerosi. Gli OFN sono infatti generati dal solo indebitamento finanziario che, al netto delle liquidità disponibili, configura la Posizione Finanziaria Netta. Dovrebbe perciò essere questa la quantità da comparare agli OFN (Brunetti, Coda e Favotto, 1990).

Queste e altre criticità dell'analisi ci sono ben note. Siamo comunque convinti che attraverso l'analisi di bilancio si possa comunque stimolare e avviare un utile processo di riflessione incentrato su quattro aree:

- 1) l'analisi del grado di equilibrio tra performance economico-finanziaria e rischio d'impresa, sia di tipo operativo, connesso al business, sia di tipo finanziario, derivante dalle politiche di finanziamento adottate;
- 2) l'analisi dei concorrenti e perciò il posizionamento dell'impresa all'interno del settore mediante il confronto dei suoi risultati con quelli medi ottenuti dalle imprese del settore o della propria classe dimensionale (o con quelli del best-in-class);
- 3) l'analisi, ancorché parziale, delle strategie di base che si svolgono all'interno di un settore e, tra l'altro, la determinazione del grado di importanza della dimensione aziendale per l'ottenimento di risultati superiori alla media;
- 4) l'analisi di attrattività del settore.

Di seguito descriviamo il nostro approccio attraverso la discussione di un caso reale che dimostra come le analisi in merito alle quattro aree sopra indicate possano svolgersi e integrarsi in modo da visualizzare sinteticamente i risultati ottenuti. L'impresa analizzata, che chiameremo Mobilit, produce mobili e arredamento per uffici e negozi. I dati del settore e dei competitors sono stati ottenuti da un database che contiene i bilanci di circa 300.000 imprese, distribuite per settore secondo la classificazione ATECO. Avvertiamo che l'analisi si riferisce al 2010, e ha lo scopo di presentare un metodo di analisi e non la condizione attuale del settore o delle imprese che vi operano.

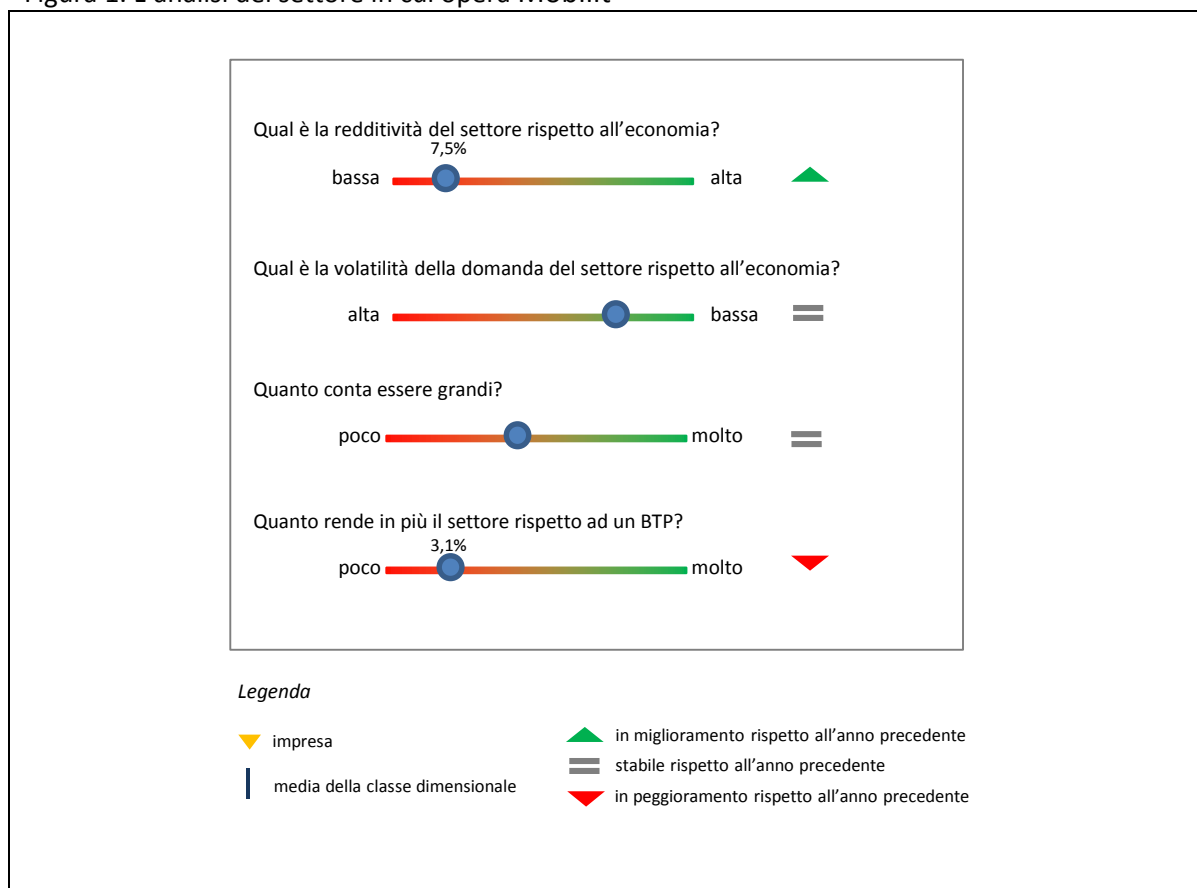
L'attrattività del settore

Valutare l'attrattività del settore significa rispondere ad almeno quattro domande:

- 1) quanto rende il settore, in media, rispetto agli altri;
- 2) quanto rende mediamente rispetto ad un BTP a lunga scadenza;
- 3) qual è la volatilità della domanda del settore;
- 4) quanto conta essere grandi.

La disponibilità dei bilanci di un numero di imprese significativo e rappresentativo del settore è ovviamente requisito necessario per dare risposte alle quattro domande presentate. Alla prima domanda può facilmente risponderci calcolando il Return On Investments (ROI) determinato a livello della sola gestione caratteristica dell'impresa. Questo è il rapporto tra il reddito operativo caratteristico e il Capitale Investito Netto della gestione caratteristica. Il calcolo del ROI medio di

Figura 1. L'analisi del settore in cui opera Mobilit



ogni settore è calcolato come la media (degli ultimi 3 anni) del ROI di tutte le aziende del campione appartenenti a quel settore, e consente di ordinare i settori per grado di redditività.

La differenza con il rendimento medio del BTP, calcolato sullo stesso arco temporale, è il premio di redditività ottenuto nel settore, che può valutarsi rispetto al rischio di impresa e rispetto al rendimento di altre forme di investimento alternative. Un'impresa deve essere in grado di rendere più di un titolo del debito pubblico, poiché rispetto a questo è più rischiosa.

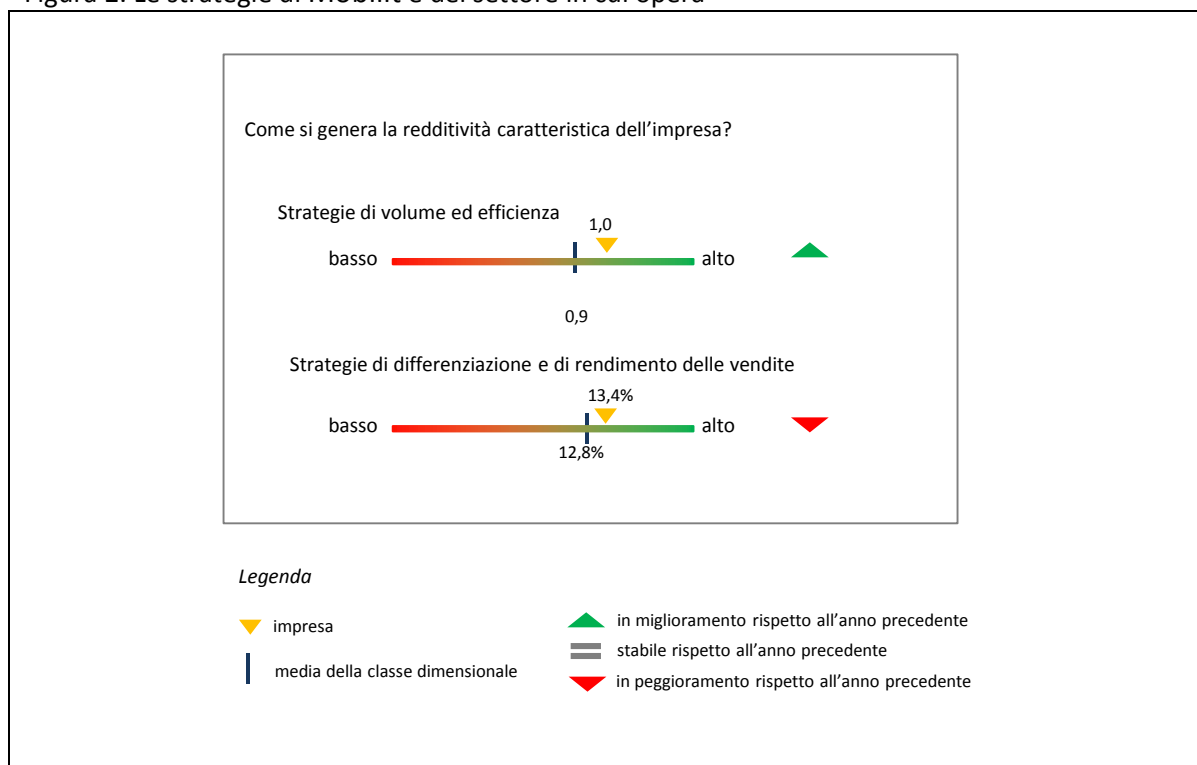
La volatilità della domanda è invece analizzata mediante l'analisi statistica della varianza e della variabilità. Ancora una volta si può determinare la posizione di un settore rispetto agli altri.

Interessante è infine l'analisi del rapporto tra la dimensione dell'impresa e i risultati prodotti. L'importanza delle grande dimensione può essere tale da impedire di fatto la sopravvivenza di imprese piccole all'interno di un settore. L'analisi dei dati di bilancio, mediante alcuni strumenti statistici, consente di individuare la "correlazione" tra dimensione dell'impresa (calcolata con riferimento al volume d'affari, al capitale investito e al numero dei dipendenti) e risultati economico-finanziari conseguiti. Un settore che privilegiasse la grande dimensione stimolerebbe a configurare strategie di crescita per il sostegno della posizione competitiva dell'impresa. Si tratta, a nostro avviso, di un tema di analisi estremamente interessante per la PMI che proprio nella dimensione incontra talvolta un elemento di difficoltà competitiva.

L'analisi dell'attrattività del settore in cui l'impresa opera può supportare la risposta alla domanda se sia conveniente investire ulteriormente nel settore, o se invece sia utile pensare a strategie di diversificazione.

La figura 1 presenta i risultati dell'analisi di Mobilit. Nella figura (e nelle altre che seguono) sono anche presentate le analisi di tendenza rispetto al passato. Quando possibile il confronto è

Figura 2. Le strategie di Mobilit e del settore in cui opera



effettuato sia con il settore (o nel caso delle figura 1, l'economia) nel suo complesso, che definisce gli estremi minimo e massimo della barra dei risultati, sia con la classe dimensionale.

Le strategie di base del settore

Le due strategie di base di un'impresa sono quella di volume accompagnata dalla ricerca della competitività sul lato dei costi; e quella di differenziazione che dovrebbe esplicarsi nella ricerca e nell'ottenimento di redditività delle vendite maggiori. Due indici di bilancio consentono di indagare se le imprese del settore seguano strategie di volume o di differenziazione.

L'assunzione di base è di associare le strategie di volume all'indice di Turnover del Capitale Investito (TCI) e quelle di differenziazione al Return On Sales (ROS). Sempre impiegando i dati di bilancio delle imprese appartenenti al settore di interesse, e sfruttando alcuni tool statistici, è possibile cogliere l'orientamento dell'impresa rispetto alle due strategie anzidette per confronto con il settore nel suo complesso e con la classe dimensionale dell'impresa. Tipicamente rileviamo che gli indicatori di rotazione sono più alti per le imprese della (grande) distribuzione. Ciò traduce nei termini dell'analisi economico-finanziaria l'importanza che i tassi di rotazione della merce hanno per la gestione di tali imprese. Al di là della conformazione "strutturale" di un settore, tuttavia, le imprese che in esso operano si posizionano tipicamente verso l'una o l'altra delle due strategia prima indicate.

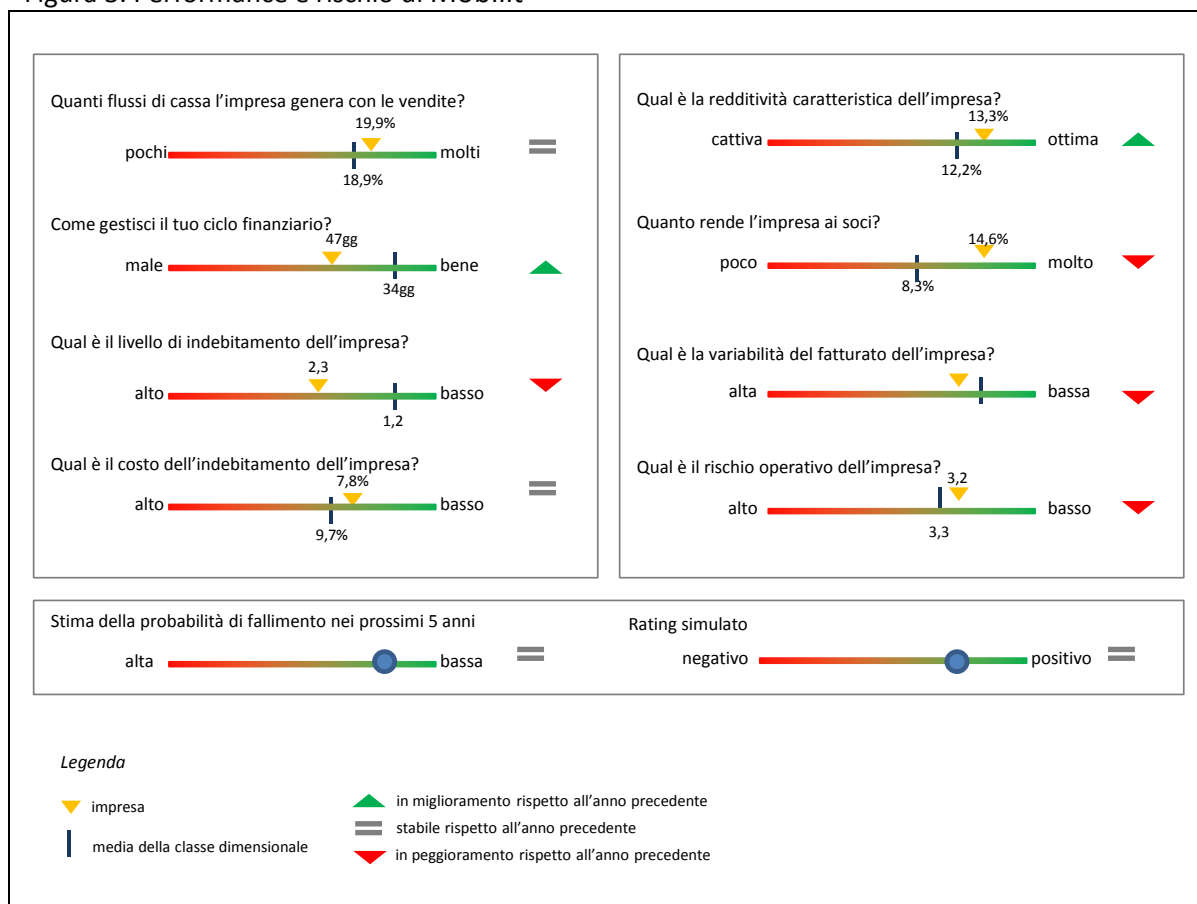
La figura 2 presenta l'analisi relativa a Mobilit.

Performance e rischio dell'impresa

La performance dell'impresa può essere esplorata tramite il bilancio sia dal punto di vista reddituale che finanziario. È poi possibile ricavare alcuni indicatori utili a cogliere la rischiosità dell'impresa.

L'analisi della performance può svolgersi con i classici indicatori di bilancio: il ROI caratteristico e il Return On Equity (ROE) sono interessanti per l'apprezzamento della redditività dell'impresa; il

Figura 3. Performance e rischio di Mobilit



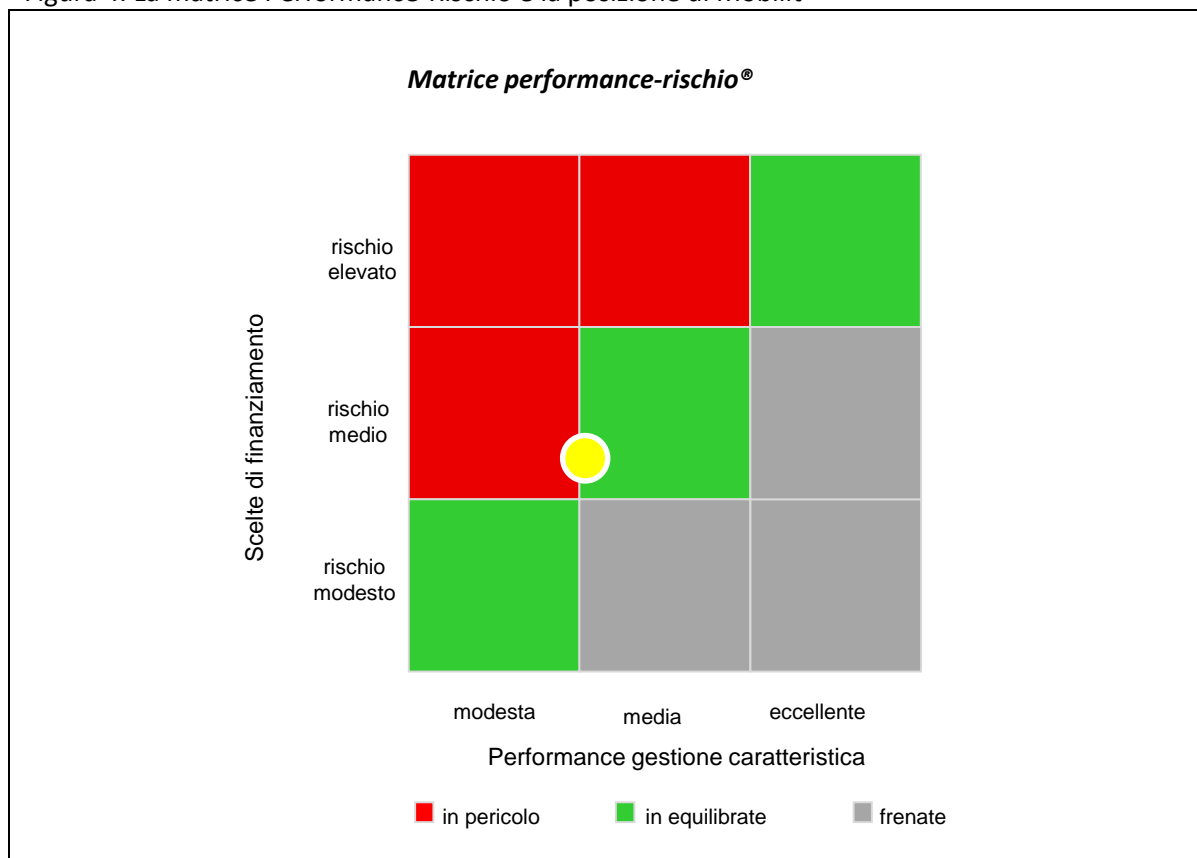
Cash Flow on Sales (CFOS) e la durata del Capitale Circolante Netto (CCN) sono invece utili per indagare la performance finanziaria.

L'analisi del rischio è più articolata. Intanto si distingue il rischio operativo (o di business) da quello finanziario. Il primo è tipico del settore di attività prescelto e dalle modalità operative dell'impresa, e in ultima analisi dipende dalla variabilità della domanda (del settore nel suo complesso ma anche di quella che si rivolge specificamente all'impresa) e dal rapporto tra costi variabili e fissi dell'impresa. A parità di tutto il resto maggiori costi fissi amplificano l'effetto di una riduzione (e di un aumento) delle quantità vendute sui risultati dell'impresa. La considerazione congiunta dei due termini, indagabili sempre tramite i dati di bilancio, consente di valutare il grado di rischio dell'impresa per confronto con i concorrenti del settore e della sua classe dimensionale. Il rischio finanziario è esplicitamente legato al rapporto di indebitamento e al suo costo, sempre ricavabili con le normali tecniche di analisi di bilancio.

In aggiunta, possono impiegarsi due ulteriori strumenti. Il primo è il Z-score elaborato da Altman (1968) adeguatamente aggiornato e riferito alle PMI italiane. Il secondo è il rating simulato dell'impresa in funzione dei suoi indici di bilancio.

Per esperienza sappiamo che molti imprenditori e molti manager hanno nei confronti di tali indicatori un senso di profonda perplessità. Non pensiamo che i risultati ottenuti siano oggettivi e incontrovertibili. Riteniamo però che la comprensione di come funzionino i modelli impiegati dagli intermediari bancari sia comunque importante per definire le politiche di finanziamento adeguate all'impresa. In altri termini se questi modelli evidenziassero una cattiva situazione dell'impresa ne deriverebbe una maggior difficoltà di accesso ai prestiti o una loro maggiore onerosità. Questi due indicatori perciò possono essere impiegati come indicatori di controllo dell'analisi del rischio

Figura 4. La matrice Performance-Rischio e la posizione di Mobilit



appena svolta, e a come utili spunti di riflessione per le imprese che facendo ricorso al credito verranno di fatto sottoposte ad analisi simili dalla controparte bancaria. La simulazione operata consente in altre parole di giocare in anticipo e giungere alla richiesta di finanziamento meglio preparati.

La figura 3 presenta le analisi relative a Mobilit.

L'analisi dei concorrenti

L'analisi dei concorrenti è facilmente svolta comparando i risultati dell'impresa alle altre imprese del settore e della classe dimensionale di appartenenza. Ne abbiamo già discusso nei paragrafi precedenti. Riteniamo che il confronto con i concorrenti sia poi di particolare interesse per dare significatività all'analisi e ai risultati riscontrati. Un aumento della redditività che l'impresa dovesse sperimentare nel corso del tempo avrebbe un diverso significato se fosse ottenuto anche dai concorrenti o se fosse addirittura superato da questi. Siamo consapevoli ovviamente delle difficoltà di comparare dati di bilancio di imprese diverse. Ma l'esperienza ci ha convinto che prendere i risultati dell'analisi come stimolo alla riflessione manageriale dia comunque un contributo fondamentale per la comprensione delle aree di debolezza e di criticità.

Un'impresa, ad esempio, ha colto le difficoltà finanziarie di un suo concorrente diretto e ha così potuto rivolgere un'offerta particolarmente allettante ai clienti del concorrente. La leva di marketing impiegata era principalmente connessa alle dilazioni di pagamento. L'analisi dei bilanci del concorrente evidenziava che questo difficilmente avrebbe potuto seguire la medesima politica, a causa di alcune tensioni finanziarie che si erano acuite nel corso del tempo. In questo modo l'impresa ha aumentato la sua base-clienti e ridimensionato la posizione competitiva del concorrente.

In un altro caso l'analisi dei bilanci ha supportato un'impresa nella definizione del modello di business più produttivo per l'ingresso in un settore adiacente a quello già occupato.

La matrice performance-rischio

Le analisi appena presentate possono sintetizzarsi in una matrice capace di rendere visivamente evidente il posizionamento dell'impresa: la matrice Performance-Rischio. La figura 4 presenta la posizione di Mobilit.

L'asse orizzontale della matrice presenta la performance operativa dell'impresa, quella legata alla sua area caratteristica. Mediante un modello appositamente sviluppato, si sintetizzano sia i risultati economico-finanziari prodotti dall'impresa sia la sua rischiosità operativa, come precedentemente analizzata. L'asse verticale considera invece il profilo di rischio derivante dalle politiche finanziarie dell'impresa.

Per ogni asse, attraverso le analisi presentate nei paragrafi precedenti, si individuano tre livelli (modesto, medio, elevato) e le coordinate specifiche dell'impresa oggetto di analisi. Sulla matrice si evidenziano tre aree:

- 1) un'area di pericolo, contraddistinta da livelli elevati di rischio finanziario e livelli modesti di performance operativa;
- 2) un'area di sostanziale equilibrio, sebbene questo possa essere connesso a livelli modesti di rischio finanziario e performance operativa, oppure a livelli elevati di rischio finanziario controbilanciato però da una buona performance operativa;
- 3) un'area di tranquillità, in cui le performance dell'impresa potrebbero anche consigliare l'assunzione di maggior rischio finanziario.

Il ragionamento alla base della matrice è questo: l'impresa dovrebbe impostare politiche di finanziamento in grado di non aggravare ulteriormente il rischio cui già è soggetta per il fatto di operare in un certo settore e a certe condizioni operative. Un'impresa con una buona performance operativa, ovvero che produca rilevanti risultati economico-finanziari con una rischiosità di business modesta, può sopportare un grado di rischio finanziario maggiore, e può perciò meglio sostenere un rapporto di indebitamento comparativamente più elevato di altre.

L'approccio risulta, per nostra esperienza, particolarmente utile per la PMI. Sovente infatti vi è una tendenza a impostare politiche di finanziamento poco coerenti con le caratteristiche del business e con le strategie perseguite. Ne deriva il ricorso a interventi di ristrutturazione del passivo che avrebbero in parte potuto evitarsi se si fosse deciso con maggior lungimiranza. Riflettere in modo specifico sul maggior rischio d'impresa derivante dalle politiche di finanziamento adottate, aiuta nel compito di disciplinare le scelte delle imprese.

La matrice mette in evidenza come le scelte operative e le scelte di finanziamento in azienda siano strettamente collegate tra di loro e debbano perciò valutarsi sempre insieme per poter cogliere e comprendere il loro impatto complessivo sulla performance dell'impresa.

La matrice così costruita permette al management di visualizzare con chiarezza e in modo immediato la posizione della propria impresa da un punto di vista della performance operativa e della rischiosità, senza la necessità di dover confrontarsi con la tecnica di interpretazione degli indici di bilancio, la quale può creare una barriera rilevante all'impiego dell'analisi e alla comprensione dei risultati. La matrice porta alla luce i problemi in un modo così evidente da stimolare l'imprenditore e il manager a andare fino in fondo per trovarne le cause ed affrontarli. Ciò è importante per chi in azienda deve prendere decisioni in modo immediato e mirato.

Mobilit è, come si nota dalla figura, in una situazione di tranquillità relativa; tuttavia un peggioramento anche lieve della sua performance operativa la sposterebbe nell'area del pericolo. Ciò che l'analisi suggerisce è di ricalibrare alcune delle politiche dell'impresa per monitorare da vicino la performance operativa realizzata e nel frattempo lavorare per ricondurla verso posizioni più sicure.

Questa analisi ha stimolato l'intervento del management, che si è indirizzato verso un maggior presidio dei fattori di successo (per tener sotto controllo la performance operativa) e la revisione della composizione delle fonti di finanziamento, al fine di ridurre il rischio finanziario dell'impresa. Controllare la performance operativa ha richiesto analisi e interventi che hanno investito l'azienda in profondità: dal consolidamento del posizionamento strategico, alla gestione dei prezzi e redditività dei prodotti, fino ad arrivare all'analisi e al ridisegno di alcuni processi aziendali. E lo stesso grado di profondità ha riguardato l'analisi delle fonti di finanziamento. Ciò per evidenziare che l'analisi del bilancio è uno stimolo potente alla riflessione e all'azione.

Sulla matrice è possibile presentare ovviamente la stessa impresa nel corso del tempo al fine di cogliere l'evoluzione della sua posizione. È interessante osservare che tale evoluzione si riferisce non solo all'impresa, ma all'impresa nell'ambito del settore di attività e dell'economia nel suo complesso. Perciò, ad esempio, un miglioramento della performance inferiore ai concorrenti non si presenterà come un fatto del tutto positivo.

Sulla matrice possono posizionarsi inoltre le imprese concorrenti di quella che svolge l'analisi, per sintetizzare la posizione relativa di ognuna e ampliare perciò la profondità dell'analisi competitiva.

Conclusioni

L'analisi dei risultati economico-finanziari dell'impresa richiede di comprendere ciò che l'impresa produce rispetto ai suoi concorrenti. L'analisi temporale dei risultati è poco significativa senza un riferimento esterno, di settore o gruppo strategico, che a tali valori fornisca profondità di analisi competitiva.

Analisi di questo tipo possono essere oggi impostate molto più facilmente che nel passato grazie alla possibilità di beneficiare di database e strumenti disponibili con sempre maggior facilità. Abbiamo a tal fine presentato il nostro approccio di lavoro con l'ausilio di un caso reale per dimostrare che esso è fattibile.

L'esperienza ci ha convinto che l'approccio presentato sia utile soprattutto per la PMI, poiché stimola alla riflessione anche strategica e all'analisi dei risultati ottenuti alla luce di quanto fatto dai concorrenti. Focalizza inoltre l'attenzione su aree di sicuro interesse ed estremamente importanti, e fornisce una rappresentazione di sintesi facilmente comprensibile e comunicabile anche a chi non sia un esperto della materia.

Bibliografia

- Altman, E. I. (1968). "Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy", *Journal of Finance*, Vol. 23, No. 4, pp. 189–209.
- Brunetti G., Coda V. e Favotto F. (1990). *Analisi, previsioni e simulazioni economico-finanziarie d'impresa*, Etas Libri, Milano.
- Marzo G. e Scarpino E. (1968) "L'analisi di bilancio". In: Cannata M. e Pettineo S. (a cura di) *Manager e imprese di fronte al cambiamento. Strategie e strumenti*, p. 29-39, Fondazione IDI.