


Lezione n. 20



## Analisi di bilancio - II

*La formulazione delle assumption.  
La previsione della gestione finanziaria attiva e la chiusura del preventivo*

[www.bilanciopreventivo.it](http://www.bilanciopreventivo.it) 

FARgroup 2011

### Obiettivi della lezione

Le domande a cui vogliamo rispondere:

- ➔ ● Come si preventivano gli investimenti finanziari? Quali logiche è opportuno seguire, quali gli strumenti e le informazioni da utilizzare?
- Come si preventiva la struttura finanziaria necessaria per "chiudere" il pro-forma?



FARgroup 2011

2

### Le attività finanziarie

- Impieghi durevoli di capitale in:
  - titoli
  - partecipazioni
  - crediti finanziari
- Inoltre, l'impresa può imporsi di mantenere un ammontare minimo di disponibilità monetarie per garantire liquidità alla gestione corrente (immobilizzi funzionali di cassa)

FARgroup 2011

3

### Le attività finanziarie – Le formule


a) Attività finanziarie fisse (AFF)

a-  $AFF(t) = AFF(t-1) \times (1 + \text{tasso sviluppo } AFF)$


b-  $AFF(t) = CIN(t) \times AFF/CIN$

centralità delle partecipazioni

b) Cash & cash equivalents (C&E)

  $C\&E(t) = (\text{vendite}(t)/360) \times \text{giorni vendite in cassa}$

---

 *Ai fini della preventivazione è sempre preferibile impiegare i valori contenuti nel piano degli investimenti formulato dal management*

FARgroup 2011

4

### Le assumption sulle partecipazioni

• **strategie di crescita**

- crescita esogena attraverso partecipazioni di controllo

• **opzioni strategiche**

- strategie di diversificazione per contenimento rischio

partecipazioni

CIN

• **strategie competitive**

- controllo fornitori
- controllo canali distributivi
- delocalizzazione

FARgroup 2011

5

### Le assumption sugli investimenti finanziari durevoli

• **congiuntura economica**

- andamento mercati finanziari

• **politiche finanziarie**

- creazione *covenant* su debito
- finanziamento società gruppo

AFF

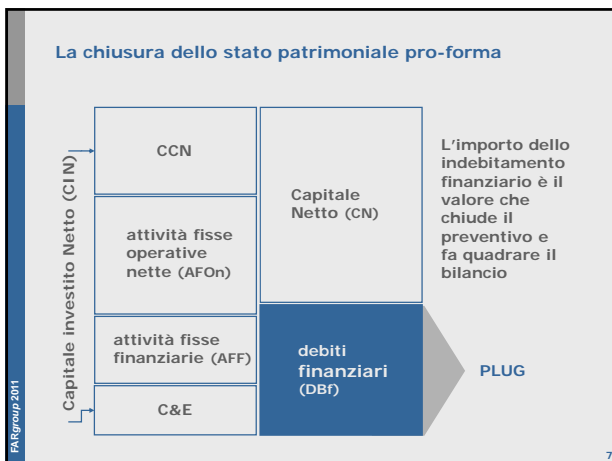
CIN

• **strategie competitive**

- politiche finanziamento vendite

FARgroup 2011

6



### Struttura finanziaria e PLUG - Le formule

- Capitale sociale (CS) (t):  $CS(t-1)$
- Riserve (RS) (t):  $riserve(t-1) - dividendi + risultato netto(t)$
- Capitale netto (CN) (t):  $CS(t) + RS(t)$
- Debiti finanziari a medio-lungo (DBf ml) (t):  
 $\rightarrow DBf ml(t-1) - rimborso quota capitale in(t)$
- Debiti finanziari a breve termine (DBf bt) (t):  
 $SE((CIN - CN - DBf ml(t)) > 0; CIN - CN - DBf ml(t); 0)$
- Avanzo di liquidità (t):  
 $SE((CIN - CN - DBf ml(t)) > 0; 0; -(CIN - CN - DBf ml(t)))$
- Debiti finanziari totali (DBft) (t):  $DBf bt(t) + DBf ml(t)$
- Capitale raccolto (t):  $CN(t) + DBft(t)$

### Il piano di rimborso dei debiti a medio-lungo

- Le note al bilancio forniscono indicazioni per analizzare i debiti a medio-lungo termine e individuarne:
  - importo originario
  - durata
  - tempi di rimborso
  - costo
- Anche la Relazione sulla Gestione può offrire informazioni sulle politiche finanziarie adottate

### Il piano di rimborso dei debiti a medio-lungo

- Sulla base dei valori contabili, per rimborsi a rata costante è possibile ricostruire la composizione delle future rate di rimborso come quota capitale e quota interessi
- Se si conosce l'importo, la durata e la rata e non si conosce il tasso di interesse
  - inserisci  $\rightarrow$  funzione  $\rightarrow$  TIR cost
- Se si conosce l'importo, il tasso e la durata ma non si conosce l'ammontare della rata
  - inserisci  $\rightarrow$  funzione  $\rightarrow$  rata

### Il piano di rimborso dei debiti a medio-lungo

💡 Prestito a lungo termine

|         |         |
|---------|---------|
| Importo | 33.668  |
| Durata  | 18 anni |
| Rata    | 3.213   |

- Sulla base dell'importo, della rata e della durata si ricava il costo implicito dell'operazione

|     |      |
|-----|------|
| TIR | 6,0% |
|-----|------|

- Sulla base del TIR si ricostruisce l'ammortamento del debito e la composizione delle rate

### Il piano di rimborso dei debiti a medio-lungo



| Rata    | QC      | QI      | DR     | Anno |
|---------|---------|---------|--------|------|
| - 3,213 | - 1,193 | - 2,020 | 33,668 | 2005 |
| - 3,213 | - 1,248 | - 1,948 | 32,475 | 2006 |
| - 3,213 | - 1,341 | - 1,873 | 31,210 | 2007 |
| - 3,213 | - 1,421 | - 1,792 | 29,869 | 2008 |
| - 3,213 | - 1,507 | - 1,707 | 28,448 | 2009 |
| - 3,213 | - 1,597 | - 1,616 | 26,941 | 2010 |
| - 3,213 | - 1,693 | - 1,521 | 25,344 | 2011 |
| - 3,213 | - 1,794 | - 1,419 | 23,651 | 2012 |
| - 3,213 | - 1,902 | - 1,311 | 21,857 | 2013 |
| - 3,213 | - 2,016 | - 1,197 | 19,955 | 2014 |
| - 3,213 | - 2,137 | - 1,076 | 17,939 | 2015 |
| - 3,213 | - 2,265 | - 948   | 15,802 | 2016 |
| - 3,213 | - 2,401 | - 812   | 13,536 | 2017 |
| - 3,213 | - 2,545 | - 668   | 11,135 | 2018 |
| - 3,213 | - 2,698 | - 515   | 8,590  | 2019 |
| - 3,213 | - 2,860 | - 353   | 5,891  | 2020 |
| - 3,213 | - 3,032 | - 182   | 3,032  | 2021 |
| - 3,213 | - 3,032 | - 182   | 0      | 2022 |

QC = quota capitale QI = quota interessi DR = debito residuo

13

### Il piano di rimborso dei debiti a medio-lungo



| Rata    | QC      | QI      | DR     | Anno |
|---------|---------|---------|--------|------|
| - 3,213 | - 1,193 | - 2,020 | 33,668 | 2005 |
| - 3,213 | - 1,265 | - 1,948 | 32,475 | 2006 |
| - 3,213 | - 1,341 | - 1,873 | 31,210 | 2007 |
| - 3,213 | - 1,421 | - 1,792 | 29,869 | 2008 |
| - 3,213 | - 1,507 | - 1,707 | 28,448 | 2009 |
| - 3,213 | - 1,597 | - 1,616 | 26,941 | 2010 |
| - 3,213 | - 1,693 | - 1,521 | 25,344 | 2011 |
| - 3,213 | - 1,794 | - 1,419 | 23,651 | 2012 |
| - 3,213 | - 1,902 | - 1,311 | 21,857 | 2013 |
| - 3,213 | - 2,016 | - 1,197 | 19,955 | 2014 |
| - 3,213 | - 2,137 | - 1,076 | 17,939 | 2015 |
| - 3,213 | - 2,265 | - 948   | 15,802 | 2016 |
| - 3,213 | - 2,401 | - 812   | 13,536 | 2017 |
| - 3,213 | - 2,545 | - 668   | 11,135 | 2018 |
| - 3,213 | - 2,698 | - 515   | 8,590  | 2019 |
| - 3,213 | - 2,860 | - 353   | 5,891  | 2020 |
| - 3,213 | - 3,032 | - 182   | 3,032  | 2021 |
| - 3,213 | - 3,032 | - 182   | 0      | 2022 |

QC = quota capitale QI = quota interessi DR = debito residuo

14

### Short-cut per la chiusura del preventivo

- Non sempre è possibile ricostruire il profilo delle diverse operazioni di finanziamento in essere
- In questo caso, si ricorre a delle "scorciatoie":
  - si determina l'indebitamento come PLUG pari alla differenza: CIN - CN
  - si ripartisce il PLUG così ottenuto fra debiti a breve e a medio-lungo termine secondo:

- a) il loro rispettivo peso medio storico sul totale dei debiti finanziari
- b) un rapporto di composizione obiettivo

FARgroup 2011

15

### Short-cut per la chiusura del preventivo



|                  | Bilanci consuntivi |       | Bilanci pro-forma |     |     |
|------------------|--------------------|-------|-------------------|-----|-----|
|                  | t-1                | t     | t+1               | t+2 | t+3 |
| CCN              | 100                | 120   | 150               | 180 | 200 |
| AFO <sub>n</sub> | 1,000              | 900   | 800               | 700 | 600 |
| AFF              | 100                | 100   | 100               | 100 | 100 |
| CIN              | 1,200              | 1,120 | 1,050             | 980 | 900 |
| CN               | 600                | 600   | 600               | 600 | 600 |
| DBF m-l          | 450                | 400   | 342               | 289 | 228 |
| DBF bt           | 150                | 120   | 108               | 91  | 72  |
| DBF tot          | 600                | 520   | 450               | 380 | 300 |
| DBF ml medio     |                    |       | 76%               |     |     |
| DBF bt medio     |                    |       | 24%               |     |     |

Per ogni anno della previsione, l'indebitamento totale è ripartito fra breve e medio-lungo in base al rapporto medio di composizione degli anni t-1 e t

FARgroup 2011

16

### Gli effetti reddituali di attività e passività finanziarie

Attività e passività finanziarie generano proventi e oneri finanziari:



- Oneri finanziari DBF ml (t):  
*secondo quanto indicato nel piano di rimborso*
- Oneri finanziari DBF bt (t):  
*tasso interesse bt x DBF bt medi*
- Proventi finanziari su C&E (t) (o eccedenze di cassa):  
*tasso interesse C&E x C&E medie*
- Proventi finanziari su AFF (t):  
*tasso rendimento atteso x AFF medie*

FARgroup 2011

17

### La stima dei tassi di interesse passivi e attivi

Per calcolare:

- il costo di debiti e breve
- il costo del debito a ml, in caso di short-cut
- il rendimento di disponibilità liquide (C&E)

si fa ricorso a:

- a) tassi storici indicati in bilancio
- b) tassi standard



FARgroup 2011

18

## I tassi standard di riferimento

- Per l'Italia, si possono trovare su:



[www.bancaditalia.it](http://www.bancaditalia.it) ⇒ statistiche ⇒ Statistiche monetarie, creditizie e finanziarie ⇒ bollettino statistico

- Vengono forniti tassi passivi e attivi in relazione a operazioni distinte per:

- forma tecnica
- durata
- ammontare
- settore di attività
- area geografica

## La stima dei tassi di interesse passivi e attivi

Per calcolare:

- il costo di debiti e breve
- il costo del debito a ml, in caso di *short-cut*
- il rendimento di disponibilità liquide (C&E)

si fa ricorso a:

- a) tassi storici indicati in bilancio
- b) tassi standard



*Per debiti a m-l a tasso variabile e debiti a breve, si tratta in ogni caso di tassi storici da proiettare in base alle attese sull'andamento dei tassi*

## La proiezione dei tassi



<http://www.bancaditalia.it>

⇒ [http://www.bancaditalia.it/banca\\_mercati/polmon/infop/tasso\\_opeur](http://www.bancaditalia.it/banca_mercati/polmon/infop/tasso_opeur)

- <http://www.bloomberg.com/markets/rates/>
- <http://www.ft.com/home/europe>
- <http://www.banks.com/>
- ➔ <http://www.bondsonline.com/>
- <http://www.ecb.int/home/html/index.en.html>

- ⇒ monetary policy bank
- ⇒ lending survey
- ⇒ euroarea yield curve

## La proiezione dei tassi

- Ai fini della stima del costo del debito:

è fondamentale valutare la **capacità di credito** dell'impresa in termini di **generazione di cassa adeguata a servire il debito**

- Per l'indebitamento a medio-lungo termine:

il grado di copertura (*coverage*) degli interessi determina lo *spread* da aggiungere ai tassi di riferimento della curva dei tassi medi previsti o ai tassi praticati su emissioni del debito pubblico

## Gli effetti reddituali di attività e passività finanziarie

Attività e passività finanziarie generano proventi e oneri finanziari:



- Oneri finanziari DBf ml (t):  
*secondo quanto indicato nel piano di rimborso*
- Oneri finanziari DBf bt (t):  
*tasso interesse bt x DBf bt medie*
- Proventi finanziari su C&E (t) (o su eccedenze di cassa):  
*tasso interesse C&E x C&E medie*
- Proventi finanziari su AFF (t):  
➔ *tasso rendimento atteso x AFF medie*

## I rendimenti sulle attività finanziarie durevoli

Due categorie di attività finanziarie durevoli:

- a) investimenti a reddito fisso  
(es. obbligazioni, titoli di stato)

Stima in base ai tassi storici di rendimento, corretti secondo le attese del mercato finanziario

- b) investimenti in partecipazioni

Stima in base al rapporto fra "dividendi/valore di carico partecipazione", corretto alla luce delle prospettive di gestione delle partecipate

### Effetti della logica *pre-money*

- La costruzione del preventivo è focalizzata sulla gestione operativa i cui valori sono stimati in via diretta
- Ciò è coerente con l'obiettivo di determinare il valore fondamentale dell'impresa applicando il metodo DCF nella versione *asset side*
- Il profilo finanziario della gestione è stimato senza ipotizzare interventi sulla struttura finanziaria
- Può, tuttavia, essere utile tener conto di possibili interventi futuri sulla struttura finanziaria

### Gli interventi sulla struttura finanziaria

Preventivare la struttura finanziaria futura è utile per due ragioni:

- a) per valutare le politiche finanziarie con le quali l'impresa intende sostenere il programma di gestione quantificato nel pro-forma

Le politiche finanziarie devono essere compatibili con il mantenimento di una struttura finanziaria equilibrata e livelli accettabili di **rischio finanziario** (sostenibilità finanziaria)

- b) per determinare il **costo medio ponderato del capitale** (WACC) al quale attualizzare i flussi di cassa operativi secondo il metodo DCF

Il WACC impiegato nel metodo DCF, anche nella versione *asset side*, fa riferimento a una data struttura finanziaria e ai relativi livelli di rischio che essa determina

### Modifica della struttura finanziaria - Le formule

Le formule dello Stato Patrimoniale vanno modificate per tener conto degli importi dei nuovi finanziamenti che si prevede di accendere:



- Capitale sociale (CS) (t):

$$CS(t-1) + \text{aumenti di capitale} - \text{riduzioni di capitale}$$

- Debiti finanziari a medio-lungo (DBF ml) (t):

$$DBF\ ml(t-1) - \text{rimborso quota capitale in}(t) - \text{rimborso straordinario debiti}(t-1) + \text{accensione di nuovi debiti a m-l}$$

### Informazioni sulle politiche finanziarie

- Informazioni sulle politiche finanziarie future dell'impresa si possono trarre da:

- *relazione sulla gestione*

- *road show*

- *comunicati stampa*

- Sovente, le politiche finanziarie future vengono comunicate sinteticamente in termini di **rapporto di indebitamento (D/E) obiettivo** da raggiungere e mantenere (anche al fine dell'impiego di un WACC costante)



*Il rapporto di indebitamento obiettivo può essere espresso anche dal rapporto di indebitamento attuale dell'impresa o dalla sua media storica*

### La struttura finanziaria obiettivo

Nel caso si scelga di fare riferimento a un rapporto di indebitamento obiettivo (D/E) le formule di chiusura dello Stato Patrimoniale si modificano:



- Debiti finanziari totali (DBF tot) (t):

$$D/E \times [CS(t) + Riserve(t)]$$

- CS (t):  $CIN(t) - DBF\ tot(t) - Riserve(t)$

circolarità



Il **rapporto di indebitamento** diventa il *plug* del modello

I debiti finanziari a bt e ml termine sono calcolati ripartendo il debito totale secondo un rapporto di composizione obiettivo o la media storica di tale rapporto

### La revisione del Rendiconto Finanziario

#### *Free cash flow operativo*

± decrementi/incrementi attività finanziarie

± decrementi/incrementi cassa funzionale



± incrementi/decrementi debiti finanziari a m-l

+ proventi finanziari

- oneri finanziari

= *free cash flow to equity*

- dividendi distribuiti



± incrementi/decrementi capitale sociale

= *variazione indebitamento a breve/ eccedenza di liquidità*