

Lezione n.5



## Analisi di bilancio - II

*La costruzione del pro-forma:  
La struttura finanziaria*

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

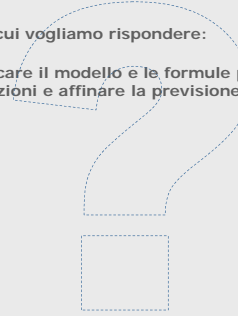


FARgroup 2011

### Obiettivi della lezione

La domanda a cui vogliamo rispondere:

Come modificare il modello e le formule per rimuovere le semplificazioni e affinare la previsione?



FARgroup 2011

2

### Le aree del modello da sviluppare

- ✓ I costi operativi
- ✓ Il capitale circolante
- ✓ Gli investimenti strutturali
- ➔ ● La gestione finanziaria

FARgroup 2011

3

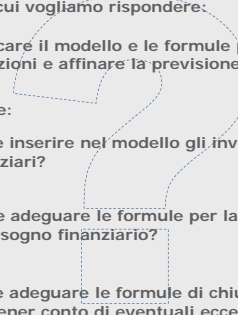
### Obiettivi della lezione

La domanda a cui vogliamo rispondere:

Come modificare il modello e le formule per rimuovere le semplificazioni e affinare la previsione?

In particolare:

- ➔ ● Come inserire nel modello gli investimenti finanziari?
- Come adeguare le formule per la copertura del fabbisogno finanziario?
- Come adeguare le formule di chiusura del modello per tener conto di eventuali eccedenze monetarie?



FARgroup 2011

4

### Le attività finanziarie

Due ordini di investimenti finanziari:

<div style="border: 1px solid black; padding: 2px; display: inline-block;">investimenti durevoli</div> <ul style="list-style-type: none"> <li>- titoli</li> <li>- partecipazioni</li> <li>- crediti finanziari</li> </ul> <p style="text-align: center;"><i>attività fisse finanziarie (AFF)</i></p>	<div style="border: 1px solid black; padding: 2px; display: inline-block;">riserve di liquidità</div> <p>ammontare minimo di disponibilità monetarie per garantire liquidità alla gestione corrente</p> <div style="border: 1px solid black; padding: 2px; display: inline-block;">immobilizzi funzionali di cassa</div> <p style="text-align: center;"><i>cash &amp; cash equivalents (C&amp;E)</i></p>
--	--

FARgroup 2011

5

### Le attività finanziarie – Le formule

a) Attività finanziarie fisse (AFF)

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

a.2 - AFF (t):  $CIN(t) \times \text{incidenza AFF su CIN}$

b) Cash & cash equivalents (C&E)

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

---

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

FARgroup 2011

6

### La revisione dello Stato Patrimoniale – area operativa

attività correnti (AC)  
 - passività correnti (PC)  
 = **capitale circolante netto (CCn)**  
 + **attività fisse operative nette (AFOn) (PP&E + IA)**

- attività fisse materiali (PP&E)
- attività fisse immateriali (IA)

= **capitale operativo investito netto (COIN) (CCn+AFOn)**

➔ + attività fisse finanziarie (AFF)  
 ➔ + cash & cash equivalents (C&E)  
 = **capitale investito netto (CIN) (COIN+AFF+C&E)**

### Obiettivi della lezione

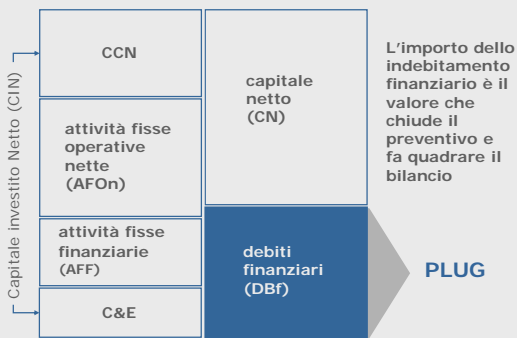
La domanda a cui vogliamo rispondere:

Come modificare il modello e le formule per rimuovere le semplificazioni e affinare la previsione?

In particolare:

- Come inserire nel modello gli investimenti finanziari?
- ➔ ● Come adeguare le formule per la copertura del fabbisogno finanziario?
- Come adeguare le formule di chiusura del modello per tener conto di eventuali eccedenze monetarie?

### La chiusura dello stato patrimoniale pro-forma

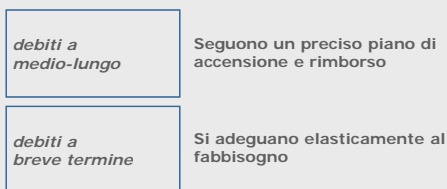


### Plug, fabbisogno finanziario e logica pre-money

Il fabbisogno finanziario è coperto ricorrendo alla logica *pre-money* che presuppone assenza di interventi strutturali su capitale di rischio e politica di distribuzione degli utili

- copertura del fabbisogno attraverso l'indebitamento finanziario
- l'indebitamento finanziario si adegua elasticamente al fabbisogno
- l'indebitamento finanziario funge da PLUG che fa quadrare lo Stato Patrimoniale

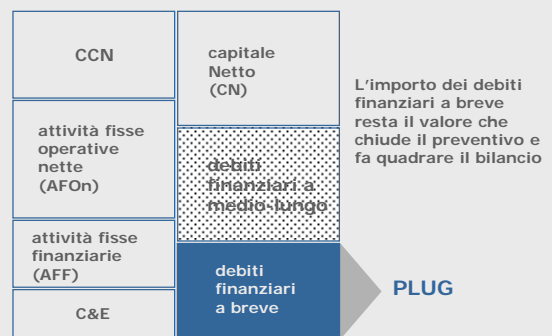
### La composizione dei debiti finanziari



Il **plug** viene espresso dai soli debiti finanziari a breve termine

✍ Esplicitare l'importo dei debiti a medio-lungo termine già presenti nella struttura finanziaria aziendale

### La chiusura dello stato patrimoniale pro-forma



### La revisione del passivo dello Stato Patrimoniale

capitale netto (CN)

capitale sociale (CS)  
+ riserve (RS)

+ debiti finanziari (DBf)

- debiti finanziari a m-l termine (DBf ml)
- debiti finanziari a bt termine (DBf bt)

= capitale raccolto (CN + DBf)

### Obiettivi della lezione

La domanda a cui vogliamo rispondere:

Come modificare il modello e le formule per rimuovere le semplificazioni e affinare la previsione?

In particolare:

- Come inserire nel modello gli investimenti finanziari?
- Come adeguare le formule per la copertura del fabbisogno finanziario?



- Come adeguare le formule di chiusura del modello per tener conto di eventuali eccedenze monetarie?

### Plug e chiusura dello Stato Patrimoniale

La chiusura dello Stato Patrimoniale può presentare due situazioni alternative:

- $CIN > CN + DBf\ ml$  si forma un **fabbisogno finanziario netto**

CIN	CN
	DBf ml

- $CIN < CN + DBf\ ml$  si forma una **eccedenza monetaria**

CIN	CN
	DBf ml

### Plug e formazione di una eccedenza monetaria

- L'eccedenza monetaria funge da PLUG dello Stato Patrimoniale
- L'eccedenza monetaria si aggiunge agli immobilizzi funzionali di cassa eventualmente costituiti e mantenuti dall'impresa
- E' plausibile immaginare un reinvestimento temporaneo di tale eccedenza in equivalenti di cassa che offrano un rendimento finanziario analogo

### La chiusura dello stato patrimoniale pro-forma

L'importo della eccedenza di cassa diventa il valore che chiude il preventivo e fa quadrare il bilancio

CCN	capitale netto (CN)
attività fisse operative nette (AFOn)	
attività fisse finanziarie (AFF)	debiti finanziari a medio-lungo
C&E	
PLUG	eccedenza cassa

### 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):  
 $DBf\ ml(t-1) - rimborso\ quota\ capitale\ in(t)$
- Debiti finanziari a breve termine (DBf bt) (t):  
 $SE((CIN - CN - DBf\ ml(t)) > 0; CIN - CN - DBf\ ml(t); 0)$
- Avanzo di liquidità (e attività):  
 $SE((CIN - CN - DBf\ ml(t)) > 0; 0; -(CIN - CN - DBf\ ml(t)))$
- Debiti finanziari totali (DBf) (t):  $DBf\ bt(t) + DBf\ ml(t)$
- Capitale raccolto (t):  $CN(t) + DBf(t)$



L'avanzo di liquidità non deve essere incluso nella formula di determinazione del CIN

### 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) (e/o eccedenze di cassa):  
*tasso interesse C&E x C&E medie*
- Proventi finanziari su AFF (t):  
*tasso rendimento atteso x AFF medie*

### La revisione del Conto Economico

*marginale operativo netto (MON)*

- ⇒ + proventi finanziari (PF)
  - da investimenti finanziari (PF-AFF)
  - da cash&equivalents (PF-C&E)
- = risultato ante oneri finanziari (RAOF)
- ⇒ - oneri finanziari (OF)
  - da debiti a m-I (OF-DBf ml)
  - da debiti a bt (OF-DBf bt)
- = risultato ante imposte (RAI)
- imposte (T)
- = risultato netto (RN)

### La revisione del Rendiconto Finanziario

- risultato netto
- + ammortamenti
- + oneri finanziari (OF)
- ⇒ - proventi finanziari (PF)
- variazione capitale circolante
- = flusso di cassa corrente
- capex
- = free cash flow operativo

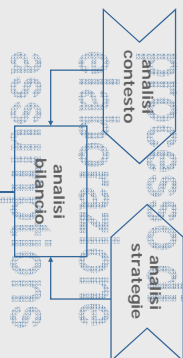
### La revisione del Rendiconto Finanziario

*free cash flow operativo*

- ⇒ ± decrementi/incrementi attività finanziarie
- ⇒ ± decrementi/incrementi "cassa funzionale"
- ⇒ - decrementi debiti finanziari a m-I
- ⇒ + proventi finanziari
- oneri finanziari
- ⇒ = free cash flow to equity
- dividendi distribuiti
- = variazione indebitamento a breve/  
eccedenza di liquidità

### Variabili della gestione finanziaria

- incidenza AFF su CIN
- giorni vendite in cassa
- rimborsi quote capitale DBf ml
- rimborsi interessi DBf ml
- tasso interesse DBf bt
- tasso interesse C&E
- tasso rendimento AFF



### 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
- 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 tener conto delle politiche finanziarie con le quali l'impresa intende sostenere il programma di gestione quantificato nel pro-forma

Le politiche finanziarie sono volte al 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