

La position analysis

La più evoluta e significativa tra le analisi di bilancio

Piero Mella

Tra le diverse analisi di bilancio, la position analysis è sempre stata considerata, forse a ragione, tra le più significative. Essa infatti si sviluppa ponendo a confronto gli indici di settore, allo scopo di individuare la posizione di ciascun indice al di sopra o al di sotto della media per effettuare diagnosi sufficientemente accurate.

Analisi temporali
e di posizione
(position analysis)

Le analisi di bilancio richiedono la possibilità di confrontare gli indici (gli indicatori) determinati con i valori di bilancio di una data impresa, con analoghi indicatori quantificati in altro modo. A seconda dell'indice assunto quale base di confronto, le analisi di bilancio si possono distinguere in:

a) *Analisi temporali*: sono quelle attuate su una successione di bilanci di una stessa impresa, per consentire all'analista di cogliere la dinamica degli indici nei diversi anni lungo i quali si sviluppa l'analisi.

b) *Analisi spaziali o di posizione (position analysis)*: il confronto è attuato tra gli indici calcolati sui bilanci dell'impresa A con gli indici calcolati per tutte le imprese del settore cui tale impresa appartiene, allo scopo di individuare se l'impresa presenta indici posizionali al di sopra o al di sotto degli indici medi di settore.

Gli obiettivi delle analisi di posizione. Position analysis e position audit

In linea generale, le analisi di posizione hanno l'obiettivo di consentire all'analista di valutare la gestione corrente e gli investimenti attuati, stabilendo se l'impresa utilizza in modo efficiente le risorse di cui dispone, se i suoi margini di profitto sono adeguati rispetto a quelli di imprese similari operanti nel settore, se l'investimento in immobilizzazioni è troppo elevato, se la sua situazione finanziaria è buona, se la consistenza delle scorte è eccessiva, se la riscossione dei debiti avviene in modo efficiente, se i costi di produzione sono più elevati rispetto a quelli della media del settore, se i costi di distribuzione sono elevati, se infine le spese generali sono allineate a quelle delle altre imprese.

La position analysis può essere condotta tanto da un analista esterno, che operi con i soli dati dei bilanci, quanto da uno interno, che disponga anche di dati tratti dalla contabilità analitica; nel seguito dell'articolo supporremo che le analisi di posizione debbano essere condotte da un analista esterno.

Il processo attraverso cui un analista interno valuta la situazione dell'impresa in un certo momento viene denominato *position audit*; esso è attuato solitamente nell'ambito della pianificazione finanziaria o nella fase del controllo finanziario di

gestione, e il soggetto preposto alla position analysis interna è solitamente il *financial manager*; ciò anche se essa può essere utilizzata, com'è ovvio, da molti altri soggetti interessati all'andamento dell'impresa.

L'analisi di posizione, come abbiamo appena osservato, consiste nel confronto di indici relativi al bilancio di un'impresa con indici medi calcolati per le imprese che operano nello stesso settore. Non tutti gli indici risulteranno interessanti; l'analista, come sempre, dovrà sviluppare le analisi sulla base di un sistema di indici ritenuti significativi.

Ovviamente è poco significativo confrontare indici di bilancio di un calzaturificio con quelli di un campione d'impresе operanti in settori manifatturieri diversi (ad esempio, imprese di progettazione, di costruzione, di produzione di automobili, ecc.).

Per attuare la position analysis si procede, di massima, come segue:

- 1) Occorre innanzitutto ricercare gli indici medi di settore: in altri paesi vi sono organismi pubblici e privati che calcolano numerose serie di indici medi di settore; in Italia sono da pochi mesi in opera la Centrale dei Bilanci che fornisce, con un costo minimo, i dati medi per i maggiori settori dell'economia.
- 2) Calcolare gli indici per l'impresa da analizzare, verificando che *sia i criteri di riclassificazione impiegati, sia gli indici calcolati*, siano conformi alla metodologia utilizzata nel calcolo degli indici medi di settore.
- 3) Confrontare gli indici dell'impresa con quelli di settore e interpretarne gli eventuali scostamenti.
- 4) Per interpretare significativamente tali scostamenti occorre cercare di correlare tra loro diversi indici che presentino relazioni logiche significative.

Il punto 4) è il più difficile da attuare, perché non esiste uno schema logico uniforme da seguire; sono proprio l'abilità nell'individuazione di relazioni tra diversi indici e la capacità di capire le cause della diversa "posizione" aziendale rispetto alla media a qualificare un "buon" analista di bilancio.

Nei paragrafi successivi presenteremo una traccia di sviluppo della procedura, supponendo comunque di disporre di un significativo sistema di indici medi di settore calcolati secondo criteri ritenuti attendibili e, in ogni caso, analoghi a quelli seguiti nell'analisi del bilancio da sottoporre ad apprezzamento; limitiamoci però a indicare come si possano condurre concretamente tali analisi. Prima di proseguire avvertiamo che non esiste uno schema standard per attuare tali analisi; l'analista potrebbe iniziare con un giudizio sugli indici di liquidità, oppure potrebbe operare sugli indici di economicità per trovare collegamenti con quelli di altra specie. Solitamente si preferisce iniziare con l'esame dei ratios di redditività, ponendo in luce anche le relazioni fondamentali tra il ROE e il ROI.

Supponiamo che il bilancio riclassificato dell'impresa Beta presenti i valori indicati nella figura 1. Lo stato patrimoniale è stato riclassificato secondo la logica finanziaria, distinguendo le attività in attività correnti (a loro volta distinte in liquidità immediate, liquidità differite e realizzabilità) e attività fisse o immobilizzazioni.

La logica e la procedura
delle analisi di posizione

Un esempio:
i dati di base

B

Impresa Beta Stato patrimoniale riclassificato			
Liquidità immediate	100	Passivo corrente	800
Liquidità differite	900	Passivo fisso	1.400
Realizzabilità	600		
Attivo corrente	1.600	Capitale sociale	1.200
Immobilizzazioni	4.000	Riserve	800
Fondi ammortato	1.400	Capitale netto	2.000
Attivo fisso	2.600	Totale	4.200
Totale	4.200		

Impresa Beta Conto economico riclassificato (in forma scalare)	
+ Ricavi netti	+ 6.000
- Consumi di materie	- 2.200
= Valore aggiunto	= 3.800
- Costi industriali	- 1.600
= Margine operativo lordo	= 2.200
- Costi commerciali	- 1.000
- Costi generali	- 860
= Reddito operativo	= 340
- Interessi passivi	- 74
= Pre tax profit	= 266
- Imposte	- 106
= Reddito netto	= 160

Figura 1 - Il bilancio dell'impresa Beta per la position analysis

Tutte le attività sono al netto dei valori di rettifica iscritti solitamente nella sezione avere (i fondi ammortamento, per esempio, sono detratti dai valori delle relative immobilizzazioni; il fondo svalutazione crediti è detratto dai crediti relativi e così via). Le passività sono classificate in passività correnti e passività fisse, rappresentate dai finanziamenti passivi onerosi e dal trattamento di fine rapporto. Nella sezione avere viene indicato anche il capitale netto. La somma del passivo fisso e del capitale netto configura il capitale investito:

$$PF + CN = CI.$$

La differenza tra attivo corrente e passivo corrente configura il capitale circolante netto:

$$AC - PC = CCN.$$

Il rendiconto economico viene riclassificato in forma scalare, con il calcolo del valore aggiunto e del reddito operativo. Nello sviluppo della position analysis si possono utilizzare riclassificazioni ancora più analitiche.

La prima analisi che si consiglia di attuare è quella della redditività, e il primo indice ritenuto fondamentale per un giudizio complessivo è il ROI (Return On Investment), quantificato dal rapporto tra reddito operativo e capitale investito:

$$ROI = \frac{\text{Reddito operativo}}{\text{Capitale investito}} = \frac{RO}{CI}$$

Per l'impresa Beta abbiamo il seguente valore:

$$ROI = \frac{RO}{CI} = \frac{340}{3.400} = 0,10 = 10\%$$

Supponiamo che dagli indici di settore risulti:

$$ROI \text{ medio del settore: } 16\%.$$

L'impresa Beta è nettamente al di sotto della media del settore in cui opera. Il basso saggio di redditività viene analizzato ulteriormente considerando l'utile sulle vendite (ROS) o l'indice di rotazione del capitale (SIR, Sales/Investment Ratio).

Il ROS (Return On Sales) si quantifica dal rapporto tra reddito operativo e vendite nette (Sales):

$$ROS = \frac{\text{Reddito operativo}}{\text{Fatturato netto}}$$

ed esprime il ricarico sul fatturato; è quindi un indice della capacità commerciale e produttiva dell'impresa; non è sufficiente che la gestione commerciale aumenti il fatturato per incrementare il ROI, ma è anche necessario che l'aumento delle vendite non vada ad aumentare i costi di produzione, riducendo le possibilità di ricarico, vale a dire il reddito operativo rapportato al fatturato stesso. Il ROSW, quindi, è indicatore tanto dell'efficienza commerciale (sviluppo delle vendite e dei margini), quanto di quella produttiva (contenimento dei costi di produzione a fronte dei maggiori volumi di vendite).

Il SIR (Sales Investment Ratio) si determina dal rapporto tra volumi delle vendite ed entità del capitale investito:

$$SIR = \frac{\text{Fatturato netto}}{\text{Capitale investito}}$$

L'analisi della redditività operativa: ROI

L'analisi del ROI tramite il ROS e il SIR

Tale indice esprime l'efficienza dell'impresa nell'impiegare le risorse disponibili, rappresentate dal capitale investito, per conseguire ricavi.

Tale rapporto è considerato sia di rotazione del capitale investito (in quanto indica quante volte si recupera il capitale investito, quante volte ruota, con il fatturato realizzato), sia un rapporto di produttività, perché indica quante lire di fatturato si possono ottenere per ogni lira di capitale investito.

Le relazioni tra ROI, SIR e ROS

Tra i tre indici, ROI, SIR e ROS esiste la seguente relazione fondamentale:

$$\text{ROI} = \text{ROS} \times \text{SIR} = \frac{\text{RO}}{\text{CI}} = \frac{\text{RO}}{\text{V}} = \frac{\text{V}}{\text{CI}}$$

Il ROS, dunque, in quanto esprime la relazione tra i costi e i ricavi dell'impresa, assieme al tasso di rotazione del capitale può "spiegare" la misura del tasso di redditività sul capitale investito. Per l'impresa Beta abbiamo:

$$\text{ROS} = \frac{340}{6.000} = 5,67$$

ROS medio del settore: 7%.

L'utile sulle vendite della Beta dunque è inferiore di circa il 20% rispetto alla media del settore; ciò indica o che i prezzi di vendita dell'impresa sono relativamente basse, o che i costi sono relativamente elevati, oppure l'una e l'altra circostanza insieme. Da tale indice appare che l'impresa gode di una scarsa efficienza commerciale (efficienza esterna) e/o di scarsa efficienza produttiva (efficienza interna).

L'utile sulle vendite, dunque, indica fino a che punto l'impresa può affrontare perdite derivanti da un aumento dei costi o da una diminuzione dei prezzi.

Poiché il livello del ROS dell'impresa è inferiore rispetto a quello medio, significa che l'impresa presenta un segno di debolezza rispetto alle concorrenti, debolezza che occorre identificare proseguendo le analisi. Un'analisi comparativa dei rapporti di rendimento dei fattori, tipicamente dei rapporti di rendimento del lavoro con i rapporti medi di settore, può porre in luce il livello dei costi rispetto a quelli della concorrenza.

Consideriamo ora il SIR, che esprime l'intensità di utilizzazione del capitale. Dal punto di vista dei risultati economici è conveniente che il capitale sia utilizzato quanto più intensamente possibile, purché ciò non comporti un eccessivo aumento dei costi.

Per la Beta si ottiene il seguente valore:

$$\text{SIR} = \frac{6.000}{3.400} = 1,8 \text{ volte}$$

Il SIR medio del settore è pari a 2,3 volte.

Il tasso di rotazione del capitale dell'impresa Beta, dunque, è notevolmente inferiore della media del settore. Ciò significa che l'impresa non genera un volume sufficiente di vendite in relazione all'entità dei suoi investimenti, oppure che non riesce a utilizzare la capacità produttiva allo stesso livello degli altri concorrenti. Occorrerebbe aumentare le vendite, o ridurre il capitale investito, oppure operare in entrambe le direzioni.

Ecco dunque "spiegato" il basso livello del ROI: sia le capacità di ricarica dell'impresa, sia l'utilizzo scarso del capitale, sia probabilmente una debole forza commerciale, costringono la Beta a posizionarsi ben al di sotto della redditività operativa del settore.

Per analizzare ulteriormente le ragioni del basso ROI e del basso SIR, conviene ricercare l'efficienza di utilizzo del capitale fisso e del capitale circolante. Si può calcolare innanzitutto il tasso di rotazione del capitale fisso che, assieme al tasso di rotazione del capitale circolante, serve a spiegare il SIR. Normalmente si può affermare che quanto più è elevato il tasso di rotazione del capitale fisso, tanto maggiore è l'efficienza con la quale vengono utilizzati gli impianti e le attrezzature. Per l'impresa Beta abbiamo:

$$\begin{aligned} \text{Tasso di rotazione del capitale fisso} &= \\ &= \text{Ricavi di vendita/Immobilizzazioni} = \frac{6.000}{2.600} = 2,3 \text{ volte} \end{aligned}$$

Media del settore: 5 volte.

Appare subito chiaro che il tasso di rotazione del capitale fisso dell'impresa Beta non regge il confronto con quello medio del settore; ciò indica che l'impresa non utilizza le sue immobilizzazioni come le altre imprese. Tutto ciò rafforza l'ipotesi che sia necessario ridurre il capitale investito in immobilizzazioni o aumentarne il grado di utilizzo, qualora però la rete commerciale sia in grado di far fronte alla maggiore produzione.

L'analisi del tasso di rotazione del capitale circolante non è semplice. Da un lato, quanto maggiore è la rotazione del capitale circolante, tanto maggiore appare l'efficienza nel rifornimento dei magazzini e nella gestione del credito alla clientela; d'altro lato, specie per un creditore, una rotazione troppo veloce può essere un segnale d'allarme, perché un basso circolante potrebbe significare scarsa liquidità, necessità di ridurre le scorte o di incassare al più presto i crediti verso la clientela.

In seguito a un'improvvisa caduta delle entrate o al rallentamento dei pagamenti da parte dei debitori, l'impresa con una veloce rotazione del capitale potrebbe trovarsi in difficoltà nell'effettuare i pagamenti ai propri creditori; questo rapporto può quindi offrire un'indicazione tempestiva, quanto sintetica, di una mancanza di liquidità.

Per la Beta abbiamo:

$$\begin{aligned} \text{Tasso di rotazione del capitale circolante} &= \\ &= \text{Ricavi di vendita/Attività correnti nette} = \frac{6.000}{800} = 7,5 \end{aligned}$$

Media del settore: 4,5 volte.

Il tasso di rotazione del capitale circolante dell'impresa Beta indica un impiego efficiente delle attività correnti nette, ma dal punto di vista dei creditori l'impresa potrebbe essere vulnerabile in un periodo di limitata liquidità.

Occorre integrare l'analisi del circolante con la ricerca dei tassi di rotazione delle scorte, dei crediti e dei debiti commerciali. Consideriamo il tasso di rotazione del magazzino, definito dal rapporto tra fatturato e magazzino (esistono numerose altre varianti):

$$\text{Rotazione magazzino} = \frac{\text{Fatturato netto}}{\text{Magazzino}}$$

I tassi di rotazione del capitale fisso e circolante

Il tasso di rotazione del magazzino

Questo rapporto indica se le scorte dell'impresa sono giustificate in rapporto alle vendite. Un rapporto elevato rivela, di massima, la capacità della direzione di realizzare una frequente rotazione delle scorte, mentre un rapporto basso, specialmente se accompagnato da un elevato rapporto scorte/capitale circolante, può indicare un controllo inefficiente del magazzino o la permanenza di prodotti avariati o obsoleti.

Per la Beta abbiamo:

Tasso di rotazione delle scorte =

$$= \text{Ricavi di vendita/Magazzino} = \frac{6.000}{600} = 10 \text{ volte}$$

Media del settore: 9 volte.

Il tasso di rotazione delle scorte della Beta si mantiene sul livello medio del settore. Considerato congiuntamente con il rapporto scorte/capitale circolante (pure vicino alla media del settore), esso indica che il controllo delle scorte è da ritenersi soddisfacente. Occorre però una certa cautela: in un settore caratterizzato da un'elevata stagionalità, se nell'impresa analizzata il periodo amministrativo non coincide con quello della media delle imprese, l'indice di cui si parla può ovviamente discostarsi da quello medio del settore. In questo caso occorrerebbe determinare il livello delle scorte dell'impresa alla data di chiusura dell'esercizio da parte delle altre imprese.

Il tasso di rigidità dell'attivo

Si può procedere ora con analisi complementari, considerando per esempio il tasso di rigidità dell'attivo, definito dal rapporto tra attivo fisso e totale delle attività:

$$\text{Tasso di rigidità attivo} = \frac{\text{Attivo fisso}}{\text{Totale attività}}$$

Una rigidità elevata è sintomo di scarsa elasticità del capitale e di rischi di sottoutilizzazione delle immobilizzazioni; occorre tuttavia una certa cautela nei giudizi, poiché nelle imprese industriali esse costituiscono la struttura produttiva essenziale e tramite il loro utilizzo si generano i profitti.

Nelle imprese manifatturiere questo rapporto dovrebbe essere elevato, in quanto sarebbe indice di elevata capacità produttiva. Un rapporto troppo elevato, però, può essere indizio di una sottoutilizzazione delle immobilizzazioni.

Nella Beta:

$$\text{Immobilizzazioni/totale delle attività} = \frac{2.600}{4.200} = 62\%$$

Media del settore: 45%.

Questo dato sembra suggerire la conclusione, del resto già intuibile, che l'impresa ha investito in modo eccessivo in immobilizzazioni e che i fattori di struttura risultano inutilizzati.

L'analisi della liquidità è attuabile tramite il quoziente di disponibilità o CTR (Current Test Ratio): questo è l'espressione generalmente accettata della solvibilità a breve termine. Esso indica in quale grado i debiti a breve scadenza sono coperti da attività che si prevede di convertire in mezzi liquidi entro un periodo corrispondente, all'incirca, alla scadenza dei debiti.

Per la Beta abbiamo:

$$\text{Current Test Ratio} = \text{Attività Correnti/passività correnti} = \frac{1.600}{800} = 2$$

Media del settore: 2,2.

Il quoziente di disponibilità della Beta (pari a 2, e vicino alla media del settore) indica che, se le attività correnti fossero liquidate al 50% soltanto del valore contabile, i debiti a breve scadenza potrebbero essere ugualmente pagati per intero.

Consideriamo ora il QTR (Quick Test Ratio); questo indice si ottiene rapportando le sole liquidità alle passività correnti. Il quoziente di liquidità è importante come espressione della capacità dell'impresa di pagare le passività a breve scadenza. La

$$\text{QTR} = \text{Liquidità/Passività correnti} = \frac{1.000}{800} = 1,25$$

Media del settore: 1.

Per la Beta questo quoziente è chiaramente soddisfacente.

Consideriamo ora la durata media dei crediti, un indice indiretto della rotazione dei crediti, che si calcola: a) dividendo i ricavi annui di vendita per 360 (non per 365, e ciò per comodità) e ottenendo così il ricavo medio giornaliero; e b) dividendo i crediti per il ricavo medio giornaliero.

La durata medio
dei crediti

$$\text{Ricavo medio giornaliero} = 6.000/360 = 16,667$$

$$\begin{aligned} \text{Durata media dei crediti} &= \text{Crediti/Ricavo medio giornaliero} = \\ &= 900/16,667 = 54 \text{ giorni} \end{aligned}$$

Media del settore: 50 giorni.

Anche in questo caso vale l'avvertimento già fatto in precedenza sulla stagionalità. Per la Beta, la durata media dei crediti è leggermente superiore a quella del settore. Se essa fosse stata notevolmente superiore, le cause si sarebbero potute ricercare in un inefficiente controllo dei crediti o nell'esistenza di crediti dubbi e inesigibili. Se fosse stato di molto inferiore a quello medio, si avrebbe avuto la sensazione di un

fabbisogno di liquidità con accelerazione dell'incasso e la riduzione della dilazione media dei crediti di fornitura.

Il rapporto di indebitamento

Passiamo al rapporto di indebitamento, che indica la percentuale di capitale investito coperta dal capitale di credito. I creditori preferiscono rapporti di indebitamento di valore modesto, perché vi ravvisano una maggiore garanzia. Al contrario, gli azionisti possono preferire un rapporto elevato e ciò per due ragioni: anzitutto perché un rapporto elevato aumenta il saggio di dividendo, e in secondo luogo perché si raccolgono nuovi capitali senza diluire il controllo. Un rapporto di indebitamento troppo elevato d'altra parte può essere un segnale di pericolo, perché potrebbe indicare una riduzione del capitale proprio e la scarsa fiducia degli azionisti nella loro stessa società.

$$\begin{aligned} \text{Rapporto di indebitamento} &= \text{Capitale di credito} / \text{Capitale investito} = \\ &= 1.400 / 3.400 = 41,2\% \end{aligned}$$

Media del settore: 33%.

Poiché il rapporto di indebitamento del settore (e dell'industria manifatturiera in genere) si aggira sul valore di un terzo, la Beta può incontrare difficoltà a incrementare il capitale di credito se prima non aumenta il capitale proprio.

L'indice di copertura degli oneri finanziari

Il rapporto precedente è significativo se integrato con l'indice di copertura degli interessi passivi. Questo si determina dividendo il reddito operativo per il totale degli oneri finanziari. Esso indica fino a che punto può diminuire il reddito operativo prima che l'impresa si trovi nell'impossibilità di far fronte agli oneri finanziari d'esercizio.

$$\begin{aligned} \text{Indice di copertura degli oneri finanziari} &= \\ &= \text{Reddito operativo} / \text{Oneri finanziari} = 0,340 / 0,074 = 4,9 \end{aligned}$$

Media del settore: 7,5.

Questo confronto rafforza la conclusione (fondata anche sul rapporto di indebitamento) che la Beta avrà probabilmente delle difficoltà a raccogliere nuovo capitale di credito. Limitiamo però la nostra analisi di posizione a questi pochi quozienti, anche se il lettore è in grado di utilizzare altri numerosi indici.

Riassunto e conclusioni

Anche senza l'analisi temporale, lo studio degli indici di bilancio della società Beta, nell'ambito della position analysis, permette di sottolineare alcuni punti di forza di questa impresa, pervenendo alle seguenti conclusioni (indicative):

- La situazione di liquidità della Beta, misurata dai quozienti di disponibilità e di liquidità (entrambi vicini alla media del settore), è da ritenersi buona.
- Gli indici relativi ai debiti indicano che l'impresa è fortemente indebitata ed è dubbio che essa possa ulteriormente ricorrere al credito senza aumentare il capitale proprio.
- Il tasso di rotazione medio delle scorte e la durata media dei crediti dimostrano entrambi che le attività correnti dell'impresa sono in una situazione di equilibrio.
- Il basso tasso di rotazione del capitale indica che c'è stato un investimento eccessivo in immobilizzazioni; in altri termini, l'impresa avrebbe probabilmente potuto operare anche dotandosi di un volume minore di immobilizzazioni.
- Il basso rapporto di rotazione del capitale investito e immobilizzato rende urgente anche rivedere le strategie di marketing (per ulteriori approfondimenti sarebbe necessario indagare i livelli del valore aggiunto e del margine di contribuzione e del MOI.).
- Si spiega a sua volta l'elevato rapporto di indebitamento, poiché l'acquisto delle immobilizzazioni è stato finanziato con il capitale di credito.
- L'utile sulle vendite è basso, e ciò sta a indicare che i costi sono troppo alti o che i prezzi di vendita sono bassi, o entrambe le cose contemporaneamente.
- La redditività del capitale investito è inferiore a quella media del settore. Ciò è dovuto, in parte, al basso utile sulle vendite e, in parte, alla rilevante entità del capitale investito.