



UNIVERSITÀ POLITECNICA DELLE MARCHE  
FACOLTÀ DI ECONOMIA “GIORGIO FUÀ”

---

Corso di Laurea triennale in  
**Economia e Commercio**

**I metodi finanziari nella valutazione d’azienda: il caso**

**Piaggio Group**

**Financial methods for company evaluation: Piaggio Group**

**case study**

Relatore:

Prof. Guido Paolucci

Rapporto Finale di:

Giuseppe Giuliani

Anno Accademico 2019/2020

## INDICE

|   |    |
|---|----|
| INTRODUZIONE.....   | 4  |
| <b>1. CAPITOLO 1</b> .....  | 8  |
| 1.1 Riclassificazione stato patrimoniale .....                        | 8  |
| 1.2 Il capitale circolante commerciale .....                          | 9  |
| 1.3 Il capitale circolante netto .....                                | 10 |
| 1.4 Il conto economico.....   | 10 |
| 1.5 Relazioni tra stato patrimoniale e conto economico .....          | 12 |
| <br>  |    |
| <b>2. CAPITOLO 2</b> .....  | 14 |
| 2.1 I metodi finanziari: la logica sottostante.....                   | 14 |
| 2.2 La Discounted Cash Flow (DFC) Analysis (unlevered) .....          | 14 |
| 2.3 Il metodo finanziario.....  | 16 |
| 2.4 La DFC Analysis: il calcolo del “valore finale” .....             | 21 |
| 2.5 I metodi finanziari, limiti e problematiche di applicazione ..... | 22 |
| 2.6 Indici di analisi finanziaria.....                                | 23 |

|   |    |
|---|----|
| <b>3. CAPITOLO 3: IL CASO PIAGGIO GROUP</b> ..... | 31 |
| 3.1 Profilo del gruppo .....                      | 31 |
| 3.2 Missione .....                                | 31 |
| 3.3 Valori .....                                  | 32 |
| 3.4 Analisi finanziaria .....                     | 34 |
| 3.5 Spunto critico .....                          | 38 |
| <br>  |    |
| CONCLUSIONI .....                                 | 40 |
| <br>  |    |
| BIBLIOGRAFIA .....                                | 43 |

## **INTRODUZIONE**

Il ruolo dell'analisi finanziaria ha subito delle modificazioni negli ultimi 20 anni. Mentre all'inizio il suo compito era quello di registrare fatti amministrativi, stilare rapporti, controllare la situazione di cassa e procurare i mezzi finanziari all'impresa, oggi la funzione finanziaria ha compiti più complessi che possono essere principalmente suddivisi in due categorie:

- 1) Gestire e stabilire gli investimenti, ovvero le quantità e le modalità di investimento dell'impresa; questi fattori ovviamente influenzano le dimensioni, la liquidità, i profitti ed il rischio;
- 2) Amministrare i finanziamenti, ovvero riuscire a procurarsi il miglior pacchetto di finanziamenti con una conseguente politica dei dividendi; questo fattore ovviamente influenza il rischio finanziario e concorre a definire il valore della società.

L'analisi finanziaria per molto tempo è stata considerata come parte integrante dell'economia, oggi ha provveduto ad affermarsi come disciplina autonoma. E' già dalla metà degli anni cinquanta che con la diffusione dei bilanci preventivi (capital budgeting) e con l'impiego dei computer che l'analisi ha acquisito una propria connotazione. Vengono utilizzate infatti tecniche di selezione degli

investimenti per giungere ad un'allocazione del capitale in azienda il più efficiente possibile.

Concetto particolarmente importante è il valore attuale di una società basato sulla stima del *capital budgeting*.

Le principali domande alle quali si cercava di rispondere erano del tipo: Con quali criteri investitori e creditori valutano una società? Quale influenza può avere su di loro un particolare indirizzamento finanziario del management?

Per rispondere a queste domande furono elaborati numerosi modelli di valutazione, molti dei quali derivanti dall'opera del 1938 "*The Theory of Investment Value*" scritta da John Burr Williams. I successivi modelli di Modigliani-Miller nel 1958 e nel 1961 scossero il pensiero accademico e la prassi come mai era accaduto prima. Essi sostenevano che in presenza di mercati finanziari perfetti ed efficienti, la politica finanziaria dei dividendi non può avere alcuna influenza sul valore globale di una determinata società.

Molte delle opere degli anni seguenti furono volte ad identificare le imperfezioni del mercato che rendevano vane le tesi di Modigliani e Miller.

Anche la messa a punto del modello del Capital Asset Pricing Model di Sharpe per la valutazione delle attività finanziarie rese possibile la sua applicazione, nel corso degli anni settanta alla finanza aziendale. Secondo questo modello, una parte del rischio di impresa risulta irrilevante per coloro che investono in titoli della stessa impresa; si tratta cioè di quella parte che può essere eliminata mediante la

diversificazione del portafoglio; nonostante ciò il modello *capital asset pricing* fu oggetto di molte critiche, soprattutto per ciò che riguarda la sua validità pratica.

Nel corso degli anni (1970) si dimostra molto importante il contributo di Black e Shole, i quali svilupparono un modello di Option pricing (determinazione del prezzo delle opzioni, utile per valutare i diritti finanziari). L'applicazione dell'*option pricing model* nella finanza aziendale è tutt'ora in fase di sviluppo e costituisce un ricco elemento della ricerca scientifica.

Gli anni ottanta rappresentano un periodo particolarmente proficuo nell'analisi del valore di una impresa in condizioni di incertezza, tenendo in considerazione le imperfezioni del mercato finanziario e l'influenza esercitata dalla presenza delle imposte sul reddito e dell'imposta sulle società. Molti sono stati inoltre gli studi volti a comprendere come l'ambiente esterno all'impresa recepisce ed interpreta il manager finanziario.

La Finanza Aziendale passa così da disciplina prettamente descrittiva ad una basata su analisi rigorose, utilizza strumenti di analisi particolarmente complessi e mentre prima si occupava solo di problemi riguardanti l'ottenimento di fondi, ora si occupa anche di gestione dell'attivo, di allocazione ottimale delle risorse finanziarie e di una globale valutazione della società. In sintesi, mentre in precedenza il punto di osservazione era esterno, ora l'impresa viene osservata dall'interno.

Il lavoro seguente, parte da una riclassificazione generale delle principali grandezze patrimoniali, economiche e monetarie fino ad arrivare alla valutazione delle aziende basate sul flusso di cassa.

## **1. CAPITOLO 1**

Precedente a qualunque analisi delle grandezze aziendali ed in particolare alla determinazione dei flussi di cassa, è sicuramente la riclassificazione dei dati dell'impresa. Il bilancio d'esercizio, pur essendo redatto in ossequio alla disciplina aziendalistica e fiscale, non presenta le caratteristiche di sintesi utili allo scopo di evidenziare le differenti grandezze aziendali oggetto di analisi.

### **1.1 *Riclassificazione Stato Patrimoniale***

Lo stato patrimoniale, oltre ad evidenziare la composizione del patrimonio e la consistenza del capitale netto ad una certa data, consente di mettere in evidenza la correlazione esistente tra gli investimenti effettuati e le fonti di finanziamento.

In particolare, la riclassificazione dello stato patrimoniale permette di superare le logiche puramente civilistiche che presidiano la sua redazione, in favore di logiche più "aziendalistiche", in modo da costruire aggregati di più elevato livello informativo soprattutto considerando una futura analisi di bilancio, e quindi la costruzione di indici e margini.

Importante è tenere in considerazione la distinzione tra attività operative della gestione caratteristica (o in senso stretto) e attività riferibili a gestioni accessorie.

### Rappresentazione Stato Patrimoniale riclassificato

|                                     |   |
|-------------------------------------|---|
| Crediti<br>Commerciali              | Debiti Verso Fornitori                    |
| Magazzino                           | Debiti Finanziari                         |
| Immobilizzazioni<br>Operative Nette | Fondo Trattamento Di Fine Rapporto<br>TFR |
| Attività Accessorie                 | Patrimonio Netto                          |
| Liquidità Crediti<br>Finanziari     |   |

#### 1.2 *Il Capitale circolante commerciale*

Il Capitale circolante commerciale (CCC) viene considerato come una delle principali grandezze differenziali desumibili dallo stato patrimoniale riclassificato. Esso rappresenta la differenza tra crediti commerciali e rimanenze di magazzino da una parte, e debiti commerciali dall'altra.

Ovvero:

$$\begin{aligned} \text{CCC} &= \text{CREDITI COMMERCIALI} \\ &+ \\ &\text{MAGAZZINO} \\ &- \\ &\text{DEBITI COMMERCIALI} \end{aligned}$$

### ***1.3 Il Capitale Circolante Netto***

Il capitale circolante netto risulta essere la differenza tra le attività e le passività correnti e misura il grado di solvibilità dell'impresa oggetto di analisi. Il capitale circolante commerciale misura invece unicamente il ciclo delle operazioni correnti di gestione. Con il CCN si esprime la misura con cui l'impresa è in grado di estinguere le passività a breve termine attraverso il realizzo (diretto e indiretto) di attività a breve termine. La situazione di un'impresa può essere considerata buona se il CCN assume valori positivi.

$$\text{CCN} = \text{ATTIVITA' CORRENTI}$$

-

$$\text{PASSIVITA' CORRENTI}$$

### ***1.4 Il Conto Economico***

La riclassificazione del conto economico ha come obiettivo quello di evidenziare una serie di margini intermedi che presentano un contenuto informativo e segnaletico più elevato rispetto alla struttura prevista dall'articolo 2425 c.c.

In particolare, le metodologie previste tendono in primis a suddividere i componenti positivi e negativi di reddito in relazione all'area gestionale di appartenenza (operativa, accessoria, finanziaria e straordinaria). In secundis le differenti

riclassificazioni proposte dagli analisti si basano sulle diverse possibili articolazioni dei costi legati all'area operativa.

I più importanti modelli utilizzati per l'analisi di bilancio sono: il conto economico a *marginale di contribuzione*, il conto economico a *costo del venduto*, il conto economico a *valore aggiunto*. Tenendo in considerazione che le prime due metodologie di riclassificazione possono essere effettuate esclusivamente da analisti interni, il modello a valore aggiunto è sicuramente quello maggiormente utilizzato, anche per la particolare utilità dei margini che ne derivano in quanto corrispondono esattamente a quelli utilizzati nell'analisi della redditività.

#### **Rappresentazione conto economico riclassificato**

| <i>Voci del Bilancio</i>                | <i>Voci da considerare</i> |
|---|----------------------------|
| Valore della produzione tipica          | A1+A2+A3+A4                |
| Costi intermedi                         | - (B6+B7+B8+B11)           |
| <b>Valore aggiunto</b>                  | <b>= Valore aggiunto</b>   |
| Costo del lavoro                        | - B9                       |
| <b>Margine Operativo lordo (EBITDA)</b> | <b>= EBITDA</b>            |
| Ammortamenti e svalutazioni             | - B10                      |
| Accantonamenti                          | - (B12+B13)                |
| <b>Risultato operativo (EBIT)</b>       | <b>= EBIT</b>              |

|   |                                      |
|---|--------------------------------------|
| Reddito della gestione atipica            | +/- (A5-B14)                         |
| Reddito della gestione finanziaria        | +/- (C-D)                            |
| <b>Risultato della gestione ordinaria</b> | <b>=Risultato gestione ordinaria</b> |
| Reddito della gestione straordinaria      | +/- E                                |
| <b>Risultato prima delle imposte</b>      | <b>=Risultato ante imposte</b>       |
| Imposte sul reddito                       | -Voce 22                             |
| <b>Risultato netto</b>                    | <b>= Risultato netto</b>             |

### 1.5 *Relazioni tra Stato Patrimoniale e Conto Economico*

Uno schema di riclassificazione può avere diversi pregi. Tra questi, una particolare rilevanza viene assunta dal più agevole collegamento fra i valori aggregati dello stato patrimoniale (Capitale Circolante Netto, Capitale Circolante Commerciale ecc.) e i flussi creati da tali grandezze che compaiono nel conto economico, opportunamente riclassificato. Ovviamente le grandezze di conto economico riclassificate devono essere conciliabili con quelle relative allo stato patrimoniale; altrimenti il confronto non sarebbe omogeneo e farebbe perdere di efficacia l'analisi.

Uno schema può essere d'aiuto per fornire una visione di insieme dei flussi, misurati in termini economici, che si riferiscano alle aree principali dello stato patrimoniale; egli può costituire un punto di partenza molto efficace per la dimostrazione di alcuni dei più importanti principi della finanza aziendale e per la valutazione degli investimenti e delle aziende.

## **CAPITOLO 2**

### ***2.1 I Metodi Finanziari: logica sottostante<sup>1</sup>***

I metodi finanziari sono comunemente ritenuti i più affidabili ai fini della valutazione d'azienda, in quanto si appropriano della logica con cui vengono “prezzate” le attività finanziarie.

La “Discounted Cash Flow Analysis” può determinare il valore di una azienda sulla base del valore attuale dei flussi di cassa che la stessa presuppone possa generare nei futuri esercizi.

La qualità di tali metodi è quella di evidenziare la capacità dell'azienda oggetto di analisi di mettere a disposizione degli investitori (i soli azionisti nella valutazione equity side o levered, tutti i finanziatori, nella valutazione asset side o unlevered) quei flussi monetari che residuano dopo aver effettuato gli investimenti in capitale circolante e attività fisse necessari per garantire il consolidamento della stessa in condizioni di economicità.

### ***2.2 La Discounted cash flow (DCF) Analysis (unlevered)<sup>2</sup>***

Prendendo in considerazione il più noto tra i metodi finanziari, basato sull'attualizzazione dei flussi di cassa disponibili “unlevered”, il valore di un'azienda si ottiene come segue:

---

<sup>1</sup> Fonte: I metodi di valutazione di azienda, Prof. M. Rutigliano

<sup>2</sup> Fonte: I metodi di valutazione di azienda, Prof. M. Rutigliano

$$W = EV - D$$

W = equity value dell'azienda;

EV = valore del totale delle attività dell'azienda (Enterprise Value);

D = valore "di mercato" del debito.

A sua volta:

$$EV = \sum_{i=1}^n \frac{FC_i}{(1+k)^i} + \frac{TV}{(1+k)^n}$$

FC=flussi di cassa disponibili nel periodo di previsione;

TV= valore dei flussi di cassa disponibili dopo il periodo esplicito di previsione;

N= numero anni in cui si è in grado di stimare i cash flow disponibili;

K= costo medio ponderato delle fonti di capitale (WACC).

### ***2.3 Il metodo finanziario<sup>3</sup>***

Utilizzando la metodologia finanziaria si determina il valore dei flussi di cassa che l'azienda ritiene di poter generare in futuro. Considerate le difficoltà generate dalla determinazione quantitativa dei flussi, anche se riferiti ad un ridotto arco temporale, l'applicazione del metodo finanziario non ha riscosso particolare successo.

La determinazione dei futuri flussi di cassa è strettamente legata alle politiche aziendali, frutto di soggettive e specifiche scelte aziendali. La soggettività è infatti un fattore il quale fa sì che tale metodologia non sia applicabile con il necessario grado di generalità.

Da ciò consegue che, eccetto in particolari situazioni, il metodo finanziario potrebbe essere utilizzato esclusivamente per un riscontro sulla valutazione ottenuta attraverso altri metodi.

La formula principale che lo rappresenta è:

$$Wf = E^n_i Fc + Pr$$

dove:

Fc = Flussi di cassa;

Pr = patrimonio residuale.

---

<sup>3</sup> Fonte: La valutazione del capitale economico dell'impresa, Emanuela Fusa – Giorgio Guatri

Da questa formula risulta semplice capire come, attraverso l'utilizzo del metodo finanziario, il valore di un'azienda corrisponda alla sommatoria dei suoi flussi monetari attualizzati ad un tasso appropriato.

La quantificazione delle variabili che compaiono nella formula è tuttavia particolarmente difficoltosa.

Prendendo in considerazione i problemi riscontrabili sui dividendi distribuibili in futuro, a questa impostazione la dottrina e la prassi professionale hanno affiancato molteplici e differenti alternative metodologiche di quantificazione dei flussi finanziari.

Risulta quindi necessaria l'ipotesi che i flussi monetari disponibili non vengano reinvestiti nella gestione.

Considerando i flussi si può anche tenere alternativamente conto di:

- flussi monetari disponibili;
- flussi della gestione corrente.

Il primo metodo è sicuramente quello maggiormente raccomandato dalla dottrina e i flussi monetari possono essere rappresentati da:

**Utile Netto dell'esercizio:**

+/- Oneri/Proventi finanziari

+ imposte dell'esercizio

= Reddito Lordo

- Imposte ricalcolate  
= REDDITO OPERATIVO

### **Reddito Operativo**

+ Ammortamenti  
+/- Incrementi/decrementi del capitale circolante  
+/- Incrementi/decrementi del fondo TFR  
+/- Incrementi/decrementi fondi  
+/- Incrementi/decrementi immobilizzazioni materiali  
+/- Incrementi/decrementi immobilizzazioni immateriali  
+/- Incrementi/ decrementi immobilizzazioni finanziarie  
+/- incrementi/decrementi febiti a medio lungo termine  
= FLUSSI MONETARI DISPONIBILI

I flussi devono essere attualizzati ad un tasso che tenga conto della composizione della struttura finanziaria ottimale o di quella presente.

Decurtando dalla somma dei flussi monetari operativi attualizzati e dal valore finale le passività finanziarie, si ottiene il valore aziendale.

Per quanto riguarda la determinazione del valore residuo dell'azienda al termine del periodo di valutazione, non considerando l'idea di porlo pari al valore netto risultante dalla liquidazione delle attività e delle passività, in quanto non sarebbe

corretto considerare un'azienda in funzionamento come un bene facilmente liquidabile, bisogna tenere presente come, per individuare il valore finale siano stati elaborati, nel corso degli anni, diversi modelli tra cui, ricordiamo:

- crescita costante del flusso di cassa;
- fattori generatori di valore;
- comparazione diretta.

Per semplificare l'approccio operativo, si usa utilizzare approcci semplificati volti a consentire una stima del valore residuo senza prevedere esattamente i flussi di cassa per un periodo indefinito.

Per ottenere quanto descritto sopra si utilizza la formula

$$T_n = \frac{RO}{I}$$

dove

$T_n$  = valore residuo dell'azienda;

RO = Reddito operativo al netto delle imposte;

I = tasso di attualizzazione.

Il tasso da utilizzare è costituito dal costo medio ponderato del capitale. Questo fattore deve necessariamente rispecchiare la composizione della struttura finanziaria dell'azienda.

Per stimare il costo del capitale si utilizza la formula:

$$i = [(t_1 + r) m] + \{[p (1 - z)] d\}$$

dove:

$t_1$  = Tasso di rendimento degli investitori privi di rischio;

$r$  = Remunerazione del rischio di impresa;

$m$  = Percentuale dei mezzi propri sul totale del capitale investito;

$p$  = Valore del “prime rate” o del tasso che l'azienda può ottenere sul piano finanziario;

$z$  = Aliquota di imposta marginale;

$d$  = Percentuale dei debiti finanziari sul totale del capitale investito.

La formulazione più nota per la determinazione del tasso di attualizzazione da applicare al flusso di cassa per una data azienda è quella del **costo medio ponderato del capitale** o **WACC** (Weighted Average Cost Of Capital)<sup>4</sup>

---

<sup>4</sup> Fonte: I metodi di valutazione di azienda, Prof. M. Rutigliano

$$WACC = \sum_{J=1}^n K_J (1-t) \times \frac{D_J}{E+D} + K_E \times \frac{E}{E+D}$$

dove:

$K_J$  = costo della fonte J di capitale di debito;

$n$  = numero di fonti di capitale di debito attivate dalla società da valutare;

$t$  = aliquota fiscale applicabile alla società; da valutare;

$D_J$  = fonte J di capitale di debito

$K_E$  = costo dell'equity;

$E$  = capitale di rischio.

#### 2.4 La DFC Analysis: il calcolo del "valore finale"<sup>5</sup>

- Il valore finale (terminal value, TV) è il valore dei cash flow disponibili attesi oltre il periodo esplicito di previsione
- In molti casi il valore finale costituisce una percentuale molto elevata del valore totale di una società

La tecnica di calcolo più appropriata con la DFC Analysis è la seguente:

---

<sup>5</sup> Fonte: I metodi di valutazione di azienda, Prof. M. Rutigliano

$$TV = \frac{FC_{t+1}}{k - g}$$

dove:

FC = cash flow relativo al primo anno seguente il periodo esplicito di previsione (t+1);

K = costo del capitale (WACC);

g = tasso di crescita FC (ipotesi di crescita costante).

### 2.5 I *metodi finanziari, Limiti e problematiche di applicazione*<sup>6</sup>

- Elevata soggettività causata dalle ipotesi necessarie per la stima dei cash flow disponibili durante il periodo di analisi.
- Attendibilità limitata del procedimento di previsione dei flussi di cassa disponibili oltrepassato un certo numero di anni.
- Problematiche legate alla determinazione del tasso di attualizzazione nel caso di società non quotate.

Se ci si dovesse trovare di fronte ad una società i cui mercati mobiliari sono poco sviluppati, le difficoltà sarebbero ulteriori.

---

<sup>6</sup> Fonte: I metodi di valutazione di azienda, Prof. M. Rutigliano

L'efficacia applicativa di tali metodi dipende quindi da diponibilità e attendibilità dei dati alla base della formula della DFC Analysis

- Il coefficiente beta ( $\beta$ ) viene inteso come la misura del rapporto tra il grado di variabilità del rendimento di un'azione rispetto alle variazioni del mercato azionario:

$$\frac{cov(r_i, r_m)}{var(r_m)}$$

- Quando  $Cov(r_i, r_m)$  esprime la covarianza esistente tra il rendimento espresso dal portafoglio di mercato ( $r_m$ ) e quello del titolo i-esimo ( $r_i$ )
- $Var(r_m)$  rappresenta la varianza espressa dei rendimenti del portafoglio di mercato

## 2.6 *Indici di analisi finanziaria*<sup>7</sup>

Una delle fasi più importanti dell'indagine quantitativa che ogni analista deve applicare sull'impresa riguarda gli aspetti finanziari della gestione, quindi la mutevole relazione che si instaura nel tempo tra le risorse utilizzabili per autorizzare lo svolgimento dell'attività imprenditoriale e le fonti dalle quali queste risorse possono essere reperite.

---

<sup>7</sup> Fonte: analisi di Bilancio, logica, finalità e modalità applicative - Prof. G. Paolucci

Una struttura finanziaria equilibrata richiede una particolare coincidenza tra la tempistica con la quale avviene il rimborso delle fonti e quella con la quale può avvenire la monetizzazione degli impieghi. Un'indagine quindi, si deve concentrare, quantomeno preliminarmente, sulla verifica di esistenza di un rapporto di congruità tra impieghi durevoli (poste che compongono l'attivo fisso) e fonti di finanziamento vincolante per periodi medio-lunghi.

Il *quoziente secondario di struttura* anche definito “indice di copertura dell'attivo fisso” viene ottenuto ponendo al numeratore la somma tra mezzi propri e passività consolidate e al denominatore l'attivo fisso.

$$\text{Quoziente secondario di struttura} = \frac{\text{Mezzi propri} + \text{Passività consolidate}}{\text{Attivo fisso}}$$

Questo valore, dovrebbe risultare maggiore di 1, per poter garantire che la copertura finanziaria degli impieghi durevoli venga realizzata mediante l'utilizzo di risorse destinate ad essere vincolanti alla gestione per periodi medio-lunghi.

E' molto importante considerare la composizione del numeratore dell'indice: l'utilizzo delle passività consolidate anziché del capitale proprio per finanziare l'attivo fisso può produrre effetti negativi sulla redditività aziendale a causa

dell'incidenza degli oneri finanziari e scoraggia la possibilità di generare liquidità che possa permettere nuovi investimenti.

Proprio per questo motivo è opportuno approfondire l'informativa fornita dal quoziente secondario di struttura con il calcolo del *quoziente primario di struttura*:

$$\text{Quoziente primario di struttura} = \frac{\text{Mezzi propri}}{\text{Attivo fisso}}$$

Questo indice viene anche denominato “indice di copertura dell'attivo fisso” e consente all'analista di approfondire la conoscenza del quoziente secondario di struttura misurando la capacità dell'impresa di riuscire a finanziare i propri investimenti senza ricorrere a finanziatori esterni.

Si può dunque facilmente capire come l'uso di quozienti in ambito di margini sia preferibile, considerando la possibilità per l'analista di utilizzare immediatamente i valori degli indici calcolati sui dati patrimoniali dell'impresa per effettuare comparazioni di tipo spaziale e temporale.

L'analisi del profilo finanziario tuttavia, si concentra anche sugli aspetti inerenti la gestione corrente, per tentare di capire se l'impresa è in grado di produrre, mediante lo svolgimento della propria attività tipica, flussi di liquidità in entrata in grado di fronteggiare uscite nel breve periodo. Questa analisi si rivolge innanzitutto al

rapporto esistente tra attività e passività correnti, per poter valutare l'attitudine dell'impresa a sostenere, mediante risorse disponibili in forma liquida o comunque convertibili in denaro nel breve periodo, gli esborsi che dovrà fronteggiare nello stesso arco temporale.

Questa relazione può essere approfondita utilizzando il “*Quoziente di disponibilità*”, ovvero un indicatore che riporta al numeratore il totale delle attività correnti, derivanti dalla somma delle liquidità (immediate e differite) e delle disponibilità di magazzino, e al denominatore il totale delle passività correnti.

$$\text{Quoziente di disponibilità} = \frac{\text{Attivo corrente}}{\text{Passivo corrente}}$$

Il quoziente di disponibilità o *current ratio* o *indice di liquidità generale*, se viene espresso sotto forma di margine anziché di quoziente, ossia come differenza tra attività correnti e passività correnti, assume la nota denominazione di *Capitale circolante netto*.

$$\text{Capitale circolante netto} = \text{Attivo corrente} - \text{Passivo corrente}$$

Analizzando la dinamica degli aspetti finanziari della gestione corrente si può giungere ad un ulteriore approfondimento mediante il ricorso agli indici di ciclo

finanziario, ossia indici volti a misurare il grado di mobilità delle risorse investite per lo svolgimento dell'attività tipica.

Il primo di questi indicatori viene preso in esame anche nella scomposizione per fattori del ROI, è rappresentato dall'indice di produttività/rotazione del capitale investito e misura il numero di volte che, nel corso dell'esercizio, il capitale viene recuperato tramite le vendite:

$$\text{Indice di produttività/rotazione del capitale circolante} = \frac{\text{Vendite}}{\text{Totale attivo}}$$

A tale indice possono essere affiancati indici di secondo livello, che consentono di misurare la velocità con cui si realizza un recupero finanziario di specifiche classi di investimenti.

Un indicatore di secondo livello, indicato dalla prassi è *l'indice di rotazione del capitale circolante* detto anche "indice di rotazione del capitale circolante":

$$\text{Indice di rotazione del capitale circolante} = \frac{\text{Vendite}}{\text{Attivo corrente}}$$

Gli "indici di durata" consentono invece di determinare, tenendo in considerazione il tempo medio che occorre per svolgere il processo produttivo aziendale, l'arco di tempo che mediamente intercorre tra le uscite monetarie derivanti dall'acquisto dei

fattori produttivi impiegati dall'azienda e le entrate monetarie conseguenti alla vendita dei beni e dei servizi offerti.

$$\text{Indice di durata del capitale circolante} = \frac{\text{Attivo corrente}}{\text{Vendite}} \times 365$$

Infine è importante rilevare che lo stesso tipo di quozienti fin qui analizzati può essere costruito anche dal lato del passivo, con attinenza ai debiti di natura commerciale (comprensivi delle cambiali passive). In questo caso si avrà:

$$\text{Indice di rotazione dei debiti vs fornitori} = \frac{\text{Debiti verso fornitori}}{\text{Acquisti}} \times 365$$

$$\text{Indice di durata dei debiti vs fornitori} = \frac{\text{Debiti verso fornitori}}{\text{Acquisti}} \times 365$$

Esattamente come accade all'indice di durata dei crediti verso clienti, il secondo rapporto permette di quantificare la durata media delle dilazioni concesse all'impresa dai propri fornitori e, conseguentemente, fornisce un valore utile alla valutazione per poter esprimere un giudizio in merito all'efficienza della politica degli acquisti adottata dall'azienda.

Questo indice permette anche di valutare l'abilità dell'azienda a far fronte ai propri impegni con i fornitori, un eccessivo aumento della durata dei debiti può derivare da una situazione finanziaria particolarmente delicata.

### 3. CAPITOLO 3: IL CASO PIAGGIO GROUP

Esaminare, tramite un'analisi economico – finanziaria, un'impresa significa valutare ed eventualmente risolvere alcuni aspetti critici della gestione aziendale e quindi essere in grado di fornire una risposta ad alcune importanti questioni (se l'impresa è sostenibile, se gli azionisti sono soddisfatti, quali fattori influenzano la redditività).

L'analisi della performance economico – finanziaria si attua mediante un processo che, attraverso informazioni rielaborate e desumibili dal bilancio d'impresa si propone di esprimere una valutazione attuale e prospettica riguardo l'attitudine dell'impresa stessa di generare in un arco temporale un flusso di denaro utile a remunerare nel medio-lungo termine i fattori produttivi impiegati.

L'utilità di tale analisi per l'azienda è anche quella di potersi confrontare con le migliori del proprio settore.

L'obbiettivo è quello far emergere aspetti di solidità, liquidità e redditività dell'azienda.

La solidità è la capacità dell'impresa di protrarsi nel tempo, adattandosi alle volubili condizioni interne ed esterne.

La liquidità è la capacità dell'impresa di far fronte tempestivamente ed economicamente ai propri impegni con i mezzi a sua disposizione.

La redditività, infine, è la capacità di remunerare i propri fattori produttivi, in particolar modo il capitale investito.

La creazione di valore implica la generazione di un flusso di ricchezza utile ad assicurare un rinnovamento di impresa più agevole e autonomo. Proseguendo l'analisi risulta particolarmente importante approfondire le determinanti.

### 3.1 *Profilo del gruppo*<sup>8</sup>

Il gruppo Piaggio ha sede a Pontedera (Pisa, Italia) ed è il più grande costruttore europeo di veicoli motorizzati a due ruote ed uno dei principali player mondiali in tale settore. Il gruppo è inoltre protagonista internazionale nel settore dei veicoli commerciali.

### 3.2 *Missione*<sup>9</sup>

La missione del gruppo Piaggio è creare valore per gli azionisti, i clienti ed i dipendenti, operando come player globale e realizzando prodotti, servizi e soluzioni di qualità superiore, per la mobilità urbana ed extraurbana, sempre adeguati all'evoluzione dei bisogni e degli stili di vita.

Affermarsi come operatore che contribuisce allo sviluppo sociale ed economico delle comunità in cui opera, agendo nel rispetto delle esigenze di salvaguardia dell'ambiente e del benessere collettivo. Essere protagonista mondiale della

---

<sup>8</sup> Dati forniti da: [https://www.piaggiogroup.com/sites/piaggiocorpd7/files/doc/016\\_bilancio\\_2019\\_ita\\_0.pdf](https://www.piaggiogroup.com/sites/piaggiocorpd7/files/doc/016_bilancio_2019_ita_0.pdf)

<sup>9</sup> Dati forniti da: [https://www.piaggiogroup.com/sites/piaggiocorpd7/files/doc/016\\_bilancio\\_2019\\_ita\\_0.pdf](https://www.piaggiogroup.com/sites/piaggiocorpd7/files/doc/016_bilancio_2019_ita_0.pdf)

mobilità leggera “made in Italy” per design, creatività e tradizione. Posizionarsi come azienda di riferimento europeo, riconoscibile a livello internazionale, accreditando un modello che fa perno sulla qualità, sulla tradizione e sulla creazione di valore nel tempo.

### 3.3 *Valori*<sup>10</sup>

*Valore per il cliente:* Gestire e sviluppare un’organizzazione flessibile e veloce, in cui tutti i processi, le persone e i partner esterni (fornitori, dealer) sono focalizzati sulla generazione di valore percepibile dal cliente.

*Valore per l’azionista:* Realizzare gli obiettivi di ritorno sul capitale investito, per soddisfare le attese degli azionisti e garantire la continuità dello sviluppo.

*Valore delle persone:* Valorizzare le capacità e il talento di ciascuno, attrarre e mantenere in azienda le risorse migliori.

*Valore dei marchi:* Investire sulla valorizzazione dei marchi, come leva per sviluppare la presenza sui mercati e costruire un posizionamento competitivo unico e distinto.

*Innovazione orientata al cliente:* Sviluppare prodotti innovativi e riconoscibili per stile, qualità, sicurezza, livello di consumi e basso impatto ambientale.

---

<sup>10</sup> Dati forniti da: [https://www.piaggiogroup.com/sites/piaggiocorp7/files/doc/016\\_bilancio\\_2019\\_ita\\_0.pdf](https://www.piaggiogroup.com/sites/piaggiocorp7/files/doc/016_bilancio_2019_ita_0.pdf)

*Internazionalizzazione:* Essere un'impresa multinazionale per organizzazione, cultura, modalità di presenza sui mercati globali, per il rispetto delle culture di ogni Paese in cui il gruppo opera e per la gestione del patrimonio di risorse umane presente a livello internazionale.

### 3.4 Analisi finanziaria<sup>11</sup>

Procediamo ora con il calcolo di alcuni tra i principali indici di natura finanziaria sulla base dello Stato Patrimoniale riclassificato e del Conto Economico riclassificato:

Stato Patrimoniale riclassificato 2019

| <b>STATO PATRIMONIALE RICLASSIFICATO</b>  |                |   |                |
|---|----------------|---|----------------|
| <b>Attivo circolante</b>                  |                | <b>Passivo corrente</b>                                     |                |
| LIQUIDITÀ IMMEDIATE                       |                | Passività finanziarie scadenti entro un anno                | 135.033        |
| Disponibilità liquide e mezzi equivalenti | 190.746        | Passività finanziarie per diritti d'uso                     | 8.408          |
| <b>Totale liquidità immediate</b>         | <b>190.746</b> | Debiti Commerciali  | 478.688        |
| LIQUIDITA' DIFFERITE                      |                | Debiti Tributarî  | 14.934         |
| Crediti commerciali                       | 78.185         | Altri debiti a breve termine                                | 42.171         |
| Altri crediti                             | 31.706         | Quota corrente altri fondi a lungo termine                  | 14.452         |
| Altre attività finanziarie                | 3.789          | <b>Totale passivo corrente</b>                              | <b>693.686</b> |
| Crediti verso erario a breve              | 18.538         |   |                |
| <b>Totale liquidità differite</b>         | <b>132.218</b> |   |                |
| DISPONIBILITÀ                             |                |   |                |
| Rimanenze                                 | 214.682        |   |                |
| <b>Totale disponibilità</b>               | <b>214.682</b> |   |                |
| <b>Attivo fisso</b>                       |                | <b>Passivo consolidato</b>                                  |                |
| IMM.NI MATERIALI                          |                | Passività finanziarie scadenti oltre un anno                | 463.587        |
| Immobili, impianti e macchinari           | 263.496        | Passività finanziarie per diritti d'uso                     | 19.996         |
| Investimenti immobiliari                  | 9.203          | Altri fondi a lungo termine                                 | 12.116         |
| <b>Totale Imm.ni Materiali</b>            | <b>272.699</b> | Passività fiscali differite                                 | 7.762          |
| IMM.NI IMMATERIALI                        |                | Fondi pensione e benefici a dipendenti                      | 38.997         |
| Attività immateriali                      | 676.183        | Altri debiti a lungo termine                                | 6.437          |
| Diritti d'uso                             | 36.486         | <b>Totale passivo consolidato</b>                           | <b>548.895</b> |
| <b>Totale Imm.ni immateriali</b>          | <b>712.669</b> |   |                |
| IMM.NI FINANZIARIE                        |                |   |                |
| Partecipazioni                            | 8.910          |   |                |
| Altre attività finanziarie                | 3.512          |   |                |
| Crediti v/erario lungo termine            | 14.114         |   |                |
| Attività fiscali differite                | 63190          | <b>Patrimonio netto</b>                                     |                |
| Altri crediti                             | 13.638         | Capitale e riserve attribuibili agli azionisti della Contr. | 384.015        |
| <b>Totale Imm.ni finanziarie</b>          | <b>112.567</b> | Capitale e riserve attribuibili agli azionisti di minoranza | (208)          |
|   |                | <b>Totale patrimonio netto</b>                              | <b>383.807</b> |

<sup>11</sup> Rielaborazione personale sulla base di dati:

[https://www.piaggiogroup.com/sites/piaggiogroup7/files/doc/016\\_bilancio\\_2019\\_ita\\_0.pdf](https://www.piaggiogroup.com/sites/piaggiogroup7/files/doc/016_bilancio_2019_ita_0.pdf)

$$\text{Quoziente secondario di struttura} = \frac{\text{Mezzi propri} + \text{Passività consolidate}}{\text{Attivo fisso}} =$$

$$\frac{383.807+548.895}{1.097.935} = 0,85$$

$$\text{Quoziente primario di struttura} = \frac{\text{Mezzi propri}}{\text{Attivo fisso}} = \frac{383.807}{1.097.935} = 0,35$$

$$\text{Quoziente di disponibilità} = \frac{\text{Attivo corrente}}{\text{Passivo corrente}} = \frac{537.646}{693.686} = 0,775$$

$$\text{Quoziente secondario di tesoreria} = \frac{\text{Liquidità immediate} + \text{Liquidità differite}}{\text{Passivo corrente}} =$$

$$\frac{190.746+133.218}{693.686} = 0,46$$

$$\text{Quoziente primario di tesoreria} = \frac{\text{Liquidità immediate}}{\text{Passivo corrente}} = \frac{190.746}{693.686} = 0,27$$

Dopo aver riclassificato anche il conto economico, possiamo procedere con il calcolo di alcuni dei principali Indici di bilancio. La finalità è quella di esprimere un giudizio sullo stato di salute dell'azienda. Questa analisi di bilancio può essere

definita tridimensionale, in quanto l'analista deve analizzare i tre aspetti che costituiscono la gestione della stessa: aspetto economico, patrimoniale, finanziario.

Questo tipo di analisi viene chiamata: *Ratio Analysis*<sup>12</sup>.

| CONTO ECONOMICO RICLASSIFICATO | 2019               |              |
|--------------------------------|--------------------|--------------|
|                                | IN MILIONI DI EURO | INCIDENZA %  |
| Ricavi netti di vendita        | 1521,3             | 100,0%       |
| Costo del venduto              | (1062,5)           | -69,8%       |
| <b>Margine Lordo Ind.le</b>    | <b>458,8</b>       | <b>30,2%</b> |
| Spese operative                | (354,3)            | -23,3%       |
| <b>EBITDA</b>                  | <b>227,8</b>       | <b>15,0%</b> |
| Ammortamenti                   | (123,3)            | -8,1%        |
| <b>Risultato Operativo</b>     | <b>104,5</b>       | <b>6,9%</b>  |
| Risultato partite finanziarie  | (23,9)             | -1,6%        |
| <b>Risultato Ante Imposte</b>  | <b>80,7</b>        | <b>5,3%</b>  |
| Imposte                        | (33,9)             | -2,2%        |
| <b>Risultato netto</b>         | <b>46,7</b>        | <b>3,1%</b>  |

$$R.O.E. = \frac{\text{Reddito netto}}{\text{Capitale proprio}} = x = \frac{46.700.000}{383.807} = 121,67$$

Il R.O.E. (Return on equity) viene considerato l'indice di redditività per eccellenza e consente di fare un confronto con i rendimenti di investimenti alternativi. Questo indice interessa soprattutto l'azionista, perché è colui che mette a rischio il proprio capitale e vuole informazioni su quanto ha reso il suo investimento.

<sup>12</sup> Rielaborazione personale sulla base di dati:

[https://www.piaggiogroup.com/sites/piaggiocorpd7/files/doc/016\\_bilancio\\_2019\\_ita\\_0.pdf](https://www.piaggiogroup.com/sites/piaggiocorpd7/files/doc/016_bilancio_2019_ita_0.pdf)

$$\text{R.O.S.} = x = \frac{\text{Reddito operativo}}{\text{Ricavi delle vendite}} \times 100 = \frac{104.500.000}{1.521.300.000} \times 100 = 6,87\%$$

Il R.O.S (Return on sales) è uno degli indicatori maggiormente utilizzati nell'analisi di valutazione di solidità di un'azienda e ci consente di capire se è conveniente investire sul titolo emesso dalla società oggetto di studio. Calcolando l'indice R.O.S. si può comprendere la profittabilità aziendale in relazione al fatturato conseguito.

$$\begin{aligned} \text{EBITDA} = & \text{Utile lordo} + \text{Accantonamenti} + \text{Ammortamenti} + \text{Svalutazioni} - \\ & \text{Plusvalenze} + \text{Minusvalenze} + \text{Oneri Finanziari} - \text{Proventi finanziari} + \text{Costi Non} \\ & \text{Caratteristici} - \text{Ricavi Non Caratteristici} = 227.800.000 \end{aligned}$$

L'EBITDA (Earning Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization) è un dato fondamentale per capire il possibile andamento dell'azienda in analisi e quindi per capire se un'azienda ha la possibilità di produrre un certo valore con la gestione operativa in un determinato orizzonte temporale.

Così facendo ogni investitore ha la possibilità di conoscere il potenziale di un'azienda sulla quale vuole investire e sulla capacità della stessa di generare reddito in futuro.

### 3.4 *Spunto Critico*<sup>13</sup>

Relativamente al fatturato; il Gruppo Piaggio chiude l'esercizio 2019 con ricavi netti in crescita rispetto al 2018 (+9,5%) e anche tutte le aree geografiche mostrano andamenti positivi.

Per quanto riguarda la tipologia dei prodotti l'aumento è risultato maggiore per i veicoli a Due Ruote (+10,1%) e più contenuto per i veicoli commerciali, determinando quindi un'incidenza degli stessi sul fatturato complessivo ridotta di circa mezzo punto percentuale; contestualmente l'incidenza dei veicoli a due ruote sul fatturato complessivo, invece, aumenta di circa mezzo punto percentuale.

Il risultato delle attività finanziarie è migliorato rispetto allo scorso esercizio di 1,1 milioni di euro. Il miglioramento risulterebbe anche più elevato considerando che nel 2018 sono stati iscritti proventi netti non ricorrenti e che a partire dal 2019 è stato applicato il nuovo principio contabile IFRS 16.

Per quanto riguarda gli indici finanziari analizzati, questi mirano ad evidenziare l'idoneità della struttura patrimoniale ad evitare situazioni di tensione finanziaria.

Osservando alcuni degli indici analizzati notiamo che:

---

<sup>13</sup> Rielaborazione personale sulla base di dati:  
[https://www.piaggiogroup.com/sites/piaggiocorp7/files/doc/016\\_bilancio\\_2019\\_ita\\_0.pdf](https://www.piaggiogroup.com/sites/piaggiocorp7/files/doc/016_bilancio_2019_ita_0.pdf)

- il quoziente secondario di struttura mostra un valore di 0,85, essendo il valore di riferimento è fissato intorno all'unità (1); bisogna tuttavia considerare che come criterio generale, tanto più il valore è alto, tanto più l'azienda si trova in una buona situazione, poiché significa che l'attivo fisso è coperto totalmente dal capitale permanente;
- il quoziente di disponibilità, pari a 0.775, dovrebbe avere un valore almeno pari all'unità poiché con un valore sensibilmente più basso si potrebbero avere problemi di solvibilità nel breve periodo;
- il quoziente primario di tesoreria denota un valore di 0,27 considerato perfettamente nella norma, dato che è molto difficile che questo sia maggiore di 1.

Anche il conto economico mostra una crescita dell'EBITDA rispetto all'esercizio precedente e pari a 227,8 milioni di euro (201,8 nel 2018), la quale comporta una crescita dell'incidenza sul fatturato di circa mezzo punto percentuale. Probabilmente il miglioramento è dovuto anche all'applicazione del nuovo principio contabile IFRS 16 che ha avuto un effetto positivo sulla grandezza in analisi di circa 7,6 milioni di euro.

Infine ricordiamo che anche le imposte di periodo sono cresciute e corrispondono 33,9 milioni di euro nel 2019 (31,8 milioni di euro nel 2018).

## **CONCLUSIONI**

Giunti al termine dell'elaborato si può affermare di aver avuto un contatto con argomenti di natura reddituale, patrimoniale e finanziaria, cercando di trovare, ove possibile, un anello di congiunzione tra diversi tipi di argomenti, sia nell'analisi di bilancio, sia nell'economia in generale.

La ricerca dei dati, l'elaborazione, l'analisi e la trascrizione sono durate qualche mese ma la cosa più importante è che si è riusciti a ad elaborare un'analisi completa studiando il caso di interesse e verificando le tre condizioni principali che garantiscono il perdurare della vita aziendale: equilibrio economico, equilibrio finanziario ed equilibrio patrimoniale.

Inizialmente si è voluto contestualizzare l'ambiente storico in cui si collocano le origini dell'analisi di bilancio, nato dapprima negli Stati Uniti e poi diffuso nell'Europa occidentale ed in Italia, così facendo si è potuto dare una risposta più esauritiva a domande riguardanti la natura del soggetto che sviluppa l'analisi di bilancio e chi siano coloro i quali si sono interessati per primi allo studio della suddetta analisi.

Per poter arrivare a trattare i metodi finanziari come argomento centrale dell'elaborato è stato ritenuto appropriato partire dalla riclassificazione dello Stato Patrimoniale e del Conto Economico in quanto passaggio iniziale e fondamentale del processo. Molto importante era rendere chiaro il significato del termine

riclassificazione per l'appunto sia patrimoniale che economica considerati gli interessi divergenti di chi redige il bilancio e di chi lo analizza.

L'argomento centrale all'interno dell'elaborato sono quindi i metodi finanziari nella valutazione d'azienda e pertanto sono stati descritti gli indici ritenuti maggiormente rappresentativi della categoria e maggiormente espressivi dello stato di salute dell'azienda; si tratta infatti del quoziente secondario di struttura, del quoziente primario di struttura, del quoziente di disponibilità, del quoziente secondario di tesoreria ed infine del quoziente primario di tesoreria.

Nell'ultimo capitolo dell'elaborato si è voluta proporre la praticità di cui questo argomento necessita, eseguendo un approccio di analisi di bilancio, mettendo dapprima in evidenza i principali indici finanziari e poi determinando anche indici di natura reddituale.

L'analisi è stata svolta sulla base del bilancio civilistico della società Piaggio Group riguardante l'anno 2019. Iniziando dal semplice bilancio, l'analisi è stata coadiuvata dalla riclassificazione dello stato patrimoniale e del conto economico opportunamente riportati, valutati ed interpretati.

Nella spiegazione di questo approfondimento sono state utilizzate delle tabelle utili per facilitarne l'apprendimento e l'illustrazione di esempi numerici ma anche valide a mantenere saldo il rapporto tra le nozioni teoriche e la praticità di tale argomento.

Con un ultimo accenno ad un confronto dell'anno 2019 con l'anno 2018 si completa quello che si spera possa rappresentare un elaborato esauriente orientato alla conoscenza dottrinale e pratica dell'analisi finanziaria.

## **BIBLIOGRAFIA**

- Guido Paolucci, *Analisi di Bilancio, Logica; finalità e modalità applicative. Aggiornata con le novità di bilancio 2016.* Ed. Franco Angeli 2016
- Elisa Menicucci, *Casi ed applicazioni di Bilancio, Seconda edizione.* Ed. Franco Angeli 2016
- Claudio Teodori *Analisi di Bilancio, lettura e interpretazione terza edizione.* G.Giappichelli editore 2017
- Luigi Guatri, Mauro Bini, *La valutazione delle aziende* Egea 2007

### ***Sitografia***

<https://commercialistainfo.it/valutazione-dazienda-con-il-metodo-finanziario/>

<https://www.dse.univr.it/documenti/OccorrenzaIns/matdid/matdid380991.pdf>

<https://www.shopping24.ilsole24ore.com/ProductRelated/Presentazioni/3484.pdf>