

## GESTIONE DEGLI INVESTIMENTI E DEI FINANZIAMENTI DELLE IMPRESE DI TRASPORTO

La parte 1 si distingue in 8 temi. Il primo di questi ha l'obiettivo di comprendere quale siano i confini attuali della funzione finanza, capendone l'evoluzione nel tempo. È inoltre importante comprendere la rilevanza che la finanza assolve nelle aziende di trasporto, individuando i compiti svolti dal relativo dipartimento e la serie di ruoli riconducibili ai vari manager finanziari.

Il tema 2 tratta l'analisi finanziaria, con lo scopo di capire il ruolo che essa ha nella lettura dei bilanci sia internamente all'azienda sia esternamente, capendo lo stato di salute dell'azienda usando indici e indicatori. Vedremo 6 tipi di quozienti e anche temi già visti come l'equilibrio finanziario e CCL.

Nel tema 3 vedremo invece la pianificazione finanziaria, guardando il ciclo finanziario e il fabbisogno finanziario (FF). Vedremo poi i principali obiettivi e strumenti di tale pianificazione, approfondendo infine il rendiconto finanziario e il budget di cassa.

Il tema 4 riguarda il CCL e le forme di finanziamento a breve: gestione crediti v/clienti, gestione scorte, della liquidità e tesoreria, passando infine ai debiti commerciali, cambiali, polizze...

Il tema 5 è centrale: valutazione di investimenti in progetti. Riprenderemo valori attuali e rendite per concentrare l'attenzione sulla decisione di investimento, in particolare sul capital budgeting.

Infine, vedremo i criteri di natura finanziaria per la scelta degli investimenti.

Il tema 6 riguarda la struttura finanziaria, introducendo i concetti di rischio e rendimento trattando la teoria del portafoglio e il modello di Markowitz, per poi passare al "capital pricing asset model" che lega rischio e costo del capitale investito in un'attività. A ciò segue la valutazione delle decisioni sulla struttura finanziaria, introducendo il WACC e riprendendo la leva finanziaria.

Il tema 7 riguarda gli investimenti a medio-lungo, mediante equity e capitale di terzi (debt), con forme di finanziamento come obbligazioni e leasing.

Il tema 8 riguarda il risk management, tema molto caldo e di rilevanza crescente nei trasporti. Vedremo le principali tipologie di rischio da considerare, le loro determinanti, il ruolo della funzione finanza nel fare attività di risk assessment e risk hedging, vedendo infine alcuni strumenti finanziari derivati usati per effettuare un hedging dei relativi rischi.

La parte 2 prevede 4 temi, focalizzati sulle decisioni di finanziamento/investimento nello shipping, nelle infrastrutture logistiche/di trasporto, e infine nelle airlines.

Il tema 9 riguarda costi, ricavi e flussi di cassa nello shipping, mentre il 10 riguarda l'asset nave.

Il tema 11 approfondisce investimenti molto elevati in infrastrutture logistiche/di trasporto, ma anche l'uso di forme di finanziamento non usate in altri comparti dei trasporti. La parte 12 riguarda la gestione del rischio connesso ai cambi e agli andamenti dei prezzi del carburante nelle airlines.

### TEMA 1: LA FUNZIONE FINANZA

La funzione finanza è una **funzione aziendale che aiuta a rispondere a domande come "quali investimenti effettuare?" e "come finanziare gli investimenti?"**. È un'attività infrastrutturale di supporto volta a reperire le risorse per coprire i FF derivanti dalla gestione ordinaria degli asset già acquisiti e derivanti da strategie di crescita che determinano altri FF straordinari. Inoltre, svolge un ruolo strategico perché supporta decisioni aziendali di ogni tipo, assolvendo un ruolo determinante nella gestione dei rapporti dell'impresa coi mercati dei capitali. Da un punto di vista finanziario, un investimento è inteso come l'acquisto di attività reali, e quindi l'impiego di mezzi finanziari allo scopo di ottenere una serie di risultati futuri, distribuiti su un arco temporale più o meno esteso. Specificità delle decisioni di investimento sotto i profili strategico e finanziario:

1. opzione strategica che consente di attivare soluzioni di strategie future escludendone altre.
2. si tratta di acquisizione di immobilizzazioni tecniche (materiali, immateriali o finanziarie ma non a fini speculativi).

3. determina l'originarsi di un ciclo finanziario connesso al singolo asset (legato al gap temporale tra uscite ed entrate).
4. rischio e aleatorietà: uscita certa e ritorni futuri incerti.
5. può creare o distruggere valore per l'impresa/azionisti.

#### *Evoluzione della finanza*

- A. **Finanza subordinata**: anni '50, con un ruolo limitato al reperimento di risorse finanziarie sul mercato dei capitali per soddisfare i FF di natura straordinaria/operativa. Gli obiettivi erano la ricerca di mezzi finanziari sufficienti al minimo costo. Aveva un ridotto ambito di autonomia.
- B. **Finanza allargata**: anni '60 e '70, l'attenzione è rivolta anche all'efficace impiego delle risorse finanziarie, ampliandone le competenze. Si inizia a guardare alla gestione di fonti, tesoreria e investimenti di natura finanziaria, coordinandosi di più con le altre funzioni aziendali.
- C. **Finanza strategica** (anni '90): è un dipartimento volto a supportare le decisioni aziendali. Esiste una stretta relazione strategia – finanza, per cui ogni strategia andrebbe valutata anche in base alle implicazioni economico/finanziarie che comporta, così come la finanza dovrebbe orientare la strategia aziendale. Si diffonde l'applicazione del modello del valore, per cui ogni decisione strategica è presa in considerazione del valore che crea per gli azionisti, base dell'approccio "shareholder value".
- D. **Nuova finanza**: fine anni '90, primi anni 2000 e 2008, l'oggetto delle decisioni di competenza della funzione finanza resta inalterato, ma nascono nuovi modelli e strumenti a supporto delle decisioni, tra cui le applicazioni della teoria del portafoglio e del CAPM, nuovi metodi matematici/statistici, nuovi sistemi ICT, simulazione e ricerca operativa, risk management.

#### *Rilevanza della finanza nelle aziende di trasporto*

- **Natura capital intensive del business**. Una nave triple E (18.000 teu) costa 150.000.000€. È importantissimo capire l'investimento richiesto per approntare una nuova linea (1mld, 1mld ½). Un Boeing 747-400 a 594 posti determina investimenti anche fino a 350.000.000€, mentre una nave di grande taglia da crociera può implicare 700.000.000€. Nelle infrastrutture si vede ancora di più con il nuovo porto di Taman in Russia che ha richiesto 5,3mld \$.
- **Intangibilità dei servizi**. Implica la non immagazzinabilità del servizio, con conseguenze sul capacity management, su problemi di stagionalità e ciclicità.
- **Ricorso elevato alla leva operativa**. Il grado di leva operativa indica la sensibilità del reddito alla variazione dei ricavi.  $Leva\ operativa = \frac{Fatturato - CV}{Reddito\ operativo} = \frac{Mrg\ di\ contribuzione}{(Mrg\ di\ contribuzione - CF)}$ . Il fatto che i CF siano alti e che sia necessario avere volumi ampi determina la centralità del load factor, che se non porta al BEP può avere effetti disastrosi per l'impresa. Da ciò derivano anche problemi di bilanciamento dei flussi.
- **Importanza del fattore tempo**, in quanto si hanno investimenti in asset con cicli finanziari lunghi e tempi di ritorno maggiori rispetto ad altri contesti economici. Molti comparti del trasporto hanno un tempo di realizzazione dell'investimento lunghissimo, sostenendo solo costi e non anche ricavi. Alcuni investimenti hanno vita utile potenziale molto estesa, ma le condizioni di contesto possono mutare e in ragione di obsolescenza e senescenza si possono intaccare tutte le valutazioni effettuate in sede di decisione di investimento. Ultimo elemento è la ciclicità (cicli da 4 a 7 anni), oltre alla speculazione.
- **Internazionalità del business**. I trasporti ferroviari e stradali sono meno "internazionali", ma comunque possono ad esempio sostenere una parte di costi in \$, e stanno crescendo la propria proiezione internazionale. L'internazionalità dipende dalla dispersione geografica degli asset (es Hutchison con terminali dislocati in ogni parte del mondo) e da ricavi/costi in valute diverse.

- **Rischio e incertezza.** Le imprese di trasporto sono esposte a tanti rischi diversi, come l'andamento dei trend macroeconomici e dei mercati reali (andamento crude oil o Brent), la dinamica del cambiamento tecnologico verso svolte green, le dimensioni politiche/istituzionali (ad esempio la crisi che ha portato alla caduta di Mubarak ha aperto le porte a uno spettro di chiusura del Canale di Suez) e temi quali safety (fattori meteo per esempio) e security (terrorismo, pirateria). La pirateria è molto presente in Somalia, Malesia, India subcontinentale e ha come target le navi tanker, bulk e container. Ha impatti eco-fin fortissimi, con aumenti delle assicurazioni e dei costi operativi/gestionali legati a personale di sicurezza o procedure specifiche.
- **Volatilità della domanda.** L'andamento della domanda di trasporto dei vari tipi di commodities dipende sia dalla direttrice di traffico sia dall'andamento del commercio internazionale, con andamenti ciclici. Interessa i 4 mercati dello shipping (noli, demolizioni, navi nuove e usate) e può aprire anche a opportunità di profitto come quelle date dagli arbitraggi. La domanda presenta inoltre diversi livelli di elasticità al prezzo, e tutto ciò rende più complessa l'attività di forecasting.

### *Compiti della funzione finanza*

- I. Supporto a decisioni d'investimento (tema 5).
- II. Decisioni di struttura finanziaria e di reperimento delle fonti di finanziamento (WACC).
- III. Pianificazione, programmazione e controllo dei flussi finanziari (temi 3 e 4).
- IV. Gestione della tesoreria e gestione speculativa dei flussi finanziari.
- V. Gestione dei rischi (risk management).
- VI. Gestione delle relazioni con i mercati dei capitali. Il rapporto coi mercati dei capitali dipende da variabili strategiche endogene come modelli di governance, strategia e posizionamento competitivo, decisioni assunte dal management/soggetto economico, fonti di finanziamento adottate e struttura finanziaria, stile direzionale/manageriale. Fattori esogeni sono le condizioni economiche generali, andamento dei mercati finanziari e condizioni di settore/stato della concorrenza.

### *I manager finanziari*

- Financial manager: responsabile di scelte di investimento/finanziamento rilevanti nell'impresa.
- Chief financial Officer (CFO): direttore finanziario, carica più alta nel dipartimento finanza.
- Tesoriere (Treasurer's Officer): soggetto responsabile della raccolta dei finanziamenti, delle relazioni con banche e altri istituti finanziari e della gestione della liquidità.
- Controller: manager responsabile di budget e contabilità.
- Credit manager: manager a cui competono le decisioni relative alla gestione dei crediti commerciali/finanziari.

## **TEMA 2: ANALISI FINANZIARIA**

Uno dei compiti della funzione finanza è **supportare le decisioni di investimento e di scelta della struttura finanziaria**, funzionali a scelte sul reperimento delle fonti di finanziamento. **L'analisi finanziaria è importante per comprendere lo stato di salute dell'impresa** (check up aziendale) e **valutare il raggiungimento degli equilibri economico e finanziario**, considerando l'effetto delle decisioni di investimento e finanziamento sulla creazione di valore. Si usa anche per studiare il piano di sviluppo e la sostenibilità dell'impresa nel medio/lungo periodo. Si farà riferimento ai **KPI (KEY PERFORMANCE INDICATORS)** cioè indicatori/indici delle performance aziendali. Sono rilevanti sia internamente sia esternamente all'azienda, con portata informativa diversa.

I principali stakeholders sono il management, gli investitori/finanziatori attuali e potenziali, gli analisti finanziari, clienti, fornitori, competitors. L'analisi finanziaria si basa sull'**esame di bilanci e prospetti contabili**, come SP, CE e rendiconto finanziario, spesso da riclassificare/modificare.

Lo **Stato Patrimoniale** riporta le risorse possedute e quali sono le modalità adottate per finanziarle, fotografando una situazione pregressa. I **criteri di riclassificazione dello SP** sono 4: finanziario, funzionale, per destinazione temporale e per aree della gestione. I primi 3 pongono attenzione su liquidità ed esigibilità delle poste, mentre il quarto è utile a redigere il rendiconto finanziario. Lo SP ha comunque dei **limiti concettuali**: il primo è che le poste sono al **valore storico** (le imprese di trasporto operano in mercati e in business molto volatili), mentre un secondo riguarda la **valorizzazione delle attività intangibili** (spesso elevate come gli slot delle compagnie aeree o le tracce ferroviarie...). Si pone quindi il problema di **valutare l'avviamento della società e le poste contenute nelle immobilizzazioni immateriali** (rivedere BI2, BI4, BI5 e BI6). Prima di studiare indici e indicatori si deve valutare la qualità delle info dello SP, e procedere eventualmente a verificare l'omogeneità dei dati tra le imprese. I dati dello SP sono la base per avere informazioni sull'impresa importanti sotto il profilo finanziario: attivo e passivo corrente, CCN (attivo corrente-passivo corrente), debiti a medio-lungo, PN, valore contabile dell'azienda e valore di libro delle azioni (che rivedremo), numero e prezzo delle azioni emesse, valore di mercato del PN, beni in leasing ed eventuali obbligazioni.

Passando al **Conto Economico**, è un documento usato per **misurare la redditività dell'azienda in un anno contabile/fiscale**. Esso non si focalizza su valori stock, ma su **flussi**, con diverse riclassificazioni come a valore/costo del venduto e a valore aggiunto. In logica finanziaria, presenta dei **limiti**. Il primo si lega alla **competenza contabile**, determinando non coerenza con lo stato finanziario effettivo dell'impresa. Un secondo problema è che **non fornisce abbastanza attenzione all'articolazione dei flussi di cassa connessi ad esempio al CCN**. Sono rilevanti al riguardo diversi dati: ricavi e costi (monetari e non), MOL o EBITDA (è il reddito che residua sottraendo dai ricavi i costi operativi che abbiano generato un'uscita di cassa e siano strettamente connessi alla gestione caratteristica come acquisti, variazione rimanenze MP, spese per servizi e godimento beni di terzi, personale), ammortamenti, reddito operativo o EBIT, interessi, imposte, net operating profit after taxes (che rivedremo), RN, dividendi o utili distribuiti, utili non distribuiti, dividendi e utili per azione.

### KPI NELL'ANALISI FINANZIARIA

Sono quozienti usati per **valutare la situazione finanziaria dell'impresa**. In logistica e trasporti alcuni indicatori si mappano sia internamente sia esternamente. In ragione di comparto e scelte manageriali esistono indici monitorati da compagnie ma non da altre. Permettono di rispondere a varie domande:

- 1- **Quanto è indebitata l'impresa** (QUOZIENTI DI LEVA).
- 2- **Quanto sa far fronte alle proprie scadenze senza stress finanziari** (QUOZIENTI DI LIQUIDITÀ).
- 3- **Quanto è efficiente l'impiego delle attività**, cioè quanto l'attivo o alcune poste sono efficientemente impiegati finanziariamente.
- 4- **Quanto è redditizia**, cioè capace di produrre reddito.
- 5- **Come i mercati dei capitali considerano l'impresa** (attraente, di successo).

Presentano anche **limiti**:

- 1) Sono per lo più **quozienti espressi in %**: per una valutazione concreta serve considerare anche i valori assoluti delle grandezze coinvolte.
- 2) Per aver senso, **l'analisi va condotta su più anni**.
- 3) **Molti sono calcolati da dati di CE e SP, e se il calcolo è effettuato in momenti distanti da quello di riferimento di CE e SP, le info possono essere datate**.
- 4) Un indicatore può non avere **senso gestionale/strategico**.
- 5) **Non sempre le grandezze eco/fin coincidono tra contesti geografici differenti**: la modalità di calcolo del RN in un paese può variare rispetto a un altro (non confrontabilità dei relativi KPI).

- 6) La rilevanza di un KPI dipende da **settore e specificità dei business.**

## QUOZIENTI DI LEVA

### Indici di solidità patrimoniale

- **Rapporto di indebitamento** =  $\frac{\text{debiti a breve} + \text{debiti a lungo}}{\text{debiti a breve} + \text{debiti a lungo} + \text{equity}}$
- **Debt/equity ratio** =  $\frac{\text{debiti a breve} + \text{debiti a lungo}}{\text{equity}}$
- **Leva finanziaria** =  $\frac{\text{debiti} + \text{equity}}{\text{equity}} = \frac{\text{attivo}}{\text{equity}}$

Forniscono informazioni sulla struttura finanziaria dell'impresa, sul livello di leverage e di rischio finanziario sostenuto. Il primo varia tra 0 e 1 e fornisce info omogenee e comparabili, mentre il secondo non ha un campo di variazione (è molto volatile sulla base di come varia l'equity).

### Indici di capacità di far fronte a impegni finanziari nel breve-medio-lungo periodo

- **Interest cover ratio** (copertura interessi) =  $\frac{EBIT}{\text{interessi}}$  -> EBIT=risultato ante imposte e interessi.
- **Ebitda to interest cover ratio** =  $\frac{EBITDA}{\text{interessi}}$  -> L'EBITDA misura il reddito netto dell'azienda escluse imposte, ammortamenti, deprezzamenti e interessi. Se il primo è >1 l'EBIT è superiore agli interessi che vanno pagati e quindi si presume di poter far fronte agli impegni finanziari assunti. Il secondo è legato al primo: se maggiore di 1 è questo, lo è anche l'interest cover ratio. Di solito le banche sono interessate a essi, perché danno info rapide sull'impresa e la sua capacità di sostenere pagamenti legati a un certo tipo di indebitamento.
- **Posizione finanziaria netta**: segnala l'esposizione finanziaria complessiva dell'azienda. Si dice anche **indebitamento finanziario netto**:  $-(\text{debiti finanziari} - \text{crediti finanziari} - \text{liquidità}) = \text{crediti finanziari} + \text{liquidità} - \text{debiti finanziari}$ . Se positivo, le disponibilità liquide e i crediti finanziari a breve termine sono maggiori del passivo a breve-lungo e l'impresa ha una certa disponibilità finanziaria. Molto spesso è <0.

## QUOZIENTI DI LIQUIDITÀ

Consentono di studiare la solvibilità dell'impresa e la sua capacità di assolvere nei tempi previsti le obbligazioni in scadenza nel breve periodo:

- **Quoziente di liquidità corrente** =  $\frac{\text{Cassa} + \text{attivo fin. a breve} + \text{crediti commerciali} + \text{rimanenze}}{\text{Passivo corrente}}$ .  
Detto anche current ratio, se >1 vuol dire che l'impresa, con la liquidità generata da cassa, attivo fin a breve, crediti v/clienti e rimanenze, può far fronte a tutte le passività correnti.
- **Quoziente di liquidità differita** =  $\frac{\text{Cassa} + \text{attivo fin. a breve} + \text{crediti commerciali}}{\text{Passivo corrente}}$ .  
Detto anche quick ratio, non ha al numeratore le rimanenze. Se è >1 l'azienda può onorare le obbligazioni a breve attingendo da cassa, attività finanziarie a breve e crediti v/clienti senza vendere rimanenze.
- **Quoziente di liquidità immediata** =  $\frac{\text{Cassa} + \text{attivo fin. a breve}}{\text{Passivo corrente}}$ . Detto anche acid ratio, se >1 indica che l'impresa è in grado di far fronte alle proprie obbligazioni di breve senza svendere crediti o altri asset a un valore inferiore a quello di bilancio per generare più velocemente liquidità.
- **Incidenza del CCN** =  $\frac{\text{Attivo corrente} - \text{passivo corrente}}{\text{Attivo}}$ . Maggiore è e maggiori sono le attività correnti nette, con una struttura più flessibile.

## QUOZIENTI DI EFFICIENZA

- **Rotazione delle attività** = Vendite/Attività  
Detto tasso di turn over, esprime il numero di volte in cui K torna liquido tramite ricavi di vendita.

- **Rotazione del CCN** = Vendite/CCN medio

Usando in quozienti grandezze relative a fondi e non a flussi, è preferibile la media tra fine e inizio periodo. Analogamente per gli indicatori successivi su scorte e crediti: scorte medie e crediti medi.

#### Indici di rotazione delle scorte

- **Rotazione delle scorte** = Costo dei prodotti venduti/Scorte
- **Durata media delle scorte** = Scorte/Costo dei prodotti venduti/365

Indica in media quanto una scorta di MP/prodotto finito resta in azienda, maggiore è e maggiore è il ciclo finanziario dell'azienda e il rischio di risultare poi obsoleta. È fondamentale nelle aziende ridurre la durata media delle scorte.

#### Indici di rotazione dei crediti

- **Rotazione dei crediti** = Vendite/Crediti
- **Periodo medio di incasso dei crediti** = Crediti/Vendite/365

Più dura il credito, maggiore sarà la tendenza a drenare liquidità, non avendosi un flusso di cassa.

#### QUOZIENTI DI REDDITIVITÀ

- **Redditività delle vendite** = Reddito operativo/vendite

Detto anche **ROS** (return on sales), misura la % di vendite che diviene profitto: è diretta espressione del legame tra prezzi di vendita, volumi e costi operativi. Varia notevolmente a seconda del settore. All'interno dello stesso settore, modelli di business diversi possono dare ROS differenti.

- **Redditività delle attività** = Reddito operativo/attività

Detto anche **ROA** (return on assets), esprime il flusso di reddito prodotto dalla gestione delle attività per 100€ di capitale investito. Sintetizza l'efficienza finanziaria con cui si governa il capitale dell'azienda, prescindendo da modi di finanziamento e imposizione fiscale. È influenzato dal tasso di crescita dei nuovi investimenti e dal grado di ammortamento dell'attivo: le società in crescita e che investono tendono ad avere ROA minori di società non in crescita e a parità di di RO.

Aumentando l'attivo totale si riduce il ROA. Variante è il **ROI**, che esprime la redditività della sola gestione caratteristica. È diffuso internazionalmente anche il **ROCE** (return on capital employment).

- **Redditività del capitale proprio** = Utile netto/Equity. Detto anche **ROE** (return on equity).
- **Rapporto di distribuzione degli utili** = Dividendi/utile netto.

Detto anche **payout ratio**, è >1 se l'azienda distribuisce dividendi superiori all'utile netto conseguito quell'anno, utilizzando riserve distribuibili. Se è alto, la prospettiva di crescita è meno marcata, perché sta distribuendo parte del PN ai propri azionisti.

#### QUOZIENTI DI MERCATO

Sono KPI rilevanti circa il rapporto dell'impresa col mercato dei capitali soprattutto equity. Misurano la capacità dell'impresa di risultare attrattiva verso investitori e altri soggetti.

- **Price to earnings** = P/E = Prezzo dell'azione/Utile per azione

Detto anche rapporto prezzo/utili, indica quante volte il prezzo dell'azione incorpora gli utili attesi e quante volte l'utile dell'azienda è contenuto nel valore che il mercato attribuisce a quell'azione. Minore è e minore sarà il numero di anni per rientrare dell'investimento effettuato. Bisogna anche considerare che a numeratore il valore varia giornalmente, mentre al denominatore abbiamo un valore storico. Bisogna quindi interpretarlo adeguatamente. È spesso usato anche nelle valutazioni degli analisti finanziari, perché ha diversi punti di forza:

- 1) Collega il prezzo dell'azione agli utili correnti/futuri
- 2) Semplice da calcolare e disponibile spesso online.
- 3) Consente di fornire rapidamente un'approssimazione su alcune grandezze rilevanti finanziariamente come la capacità di crescita e il livello di rischio sopportato dall'impresa.

Ha punti di debolezza:

- 1) **Sfasamento temporale tra utile e prezzo dell'azione** (dato contabile VS dato di mercato giornaliero)
- 2) **Subisce effetti di politiche contabili/gestionali del management** che, con date politiche di ammortamento o accantonamento, può influenzare il livello degli utili e quindi l'indicatore.
- 3) **In media nel mercato USA nel periodo 1981-1996 è stato = 17.5.** Chi acquistava un'azione sul mercato USA doveva aspettare in media 17.5 anni prima di rientrare dell'investimento.
- 4) **Non è significativo per società operanti in contesti dinamici**, come le bolle verificatesi sulle compagnie internet negli anni 2000 e 2001. **È sostituito dal price to earnings to growth**, anche noto come **PEG ratio**, esprimibile come **price to earnings/tasso di crescita annuale previsto per gli utili della società**. Se  $\geq 1$  il price di earnings è maggiore del tasso di crescita degli utili, altrimenti se  $< 1$  il PEG è favorevole e indica convenienza ad acquistare la compagnia.

- **Tasso di dividendo** = Dividendo per azione/Prezzo di mercato dell'azione

Detto **dividend yield**, valuta il **rendimento finanziario** (non economico) **che un'azionista ottiene tenendo l'azione in portafoglio**.

- **Market to book ratio** = Valore di mercato del PN/Valore contabile del PN => se l'impresa è quotata = (Prezzo azione x N° azioni)/PN contabile. Se quotata, a numeratore si usa la capitalizzazione di Borsa.

Se  $= 1$ , il mercato stima che il valore del PN coincide perfettamente col suo valore contabile. Se  $> 1$  gli investitori ritengono che la società vedrà crescere il valore nel tempo, grazie agli utili e alle strategie messe in pratica. Può anche voler dire che il valore contabile del PN sottostimi la reale consistenza del PN stesso (può dipendere da accantonamenti eccessivi per esempio). Se  $< 1$  può significare 2 cose:

- a) **Il mercato ritiene che in futuro l'impresa non avrà performance molto brillanti** e quindi ridurrà il proprio valore.
  - b) **Il valore delle poste registrate in contabilità è superiore della realtà**. Si ritiene che valga meno rispetto a quanto riscontrato contabilmente nel PN.
- **Price to book ratio** (analogo al market to book ratio ma riferito alla singola azione) = Prezzo azione/PN contabile relativo alla singola azione.

Altro indicatore è l'**Enterprise value**, o **valore dell'impresa**, cioè il **prezzo che un investitore dovrebbe pagare per acquisire l'intera società senza alcun debito**. Il calcolo dipende dal fatto che la società sia indebitata o no:

- 1) **Indebitata**:  $EV = \text{Capitalizzazione di borsa} + \text{indebitamento netto}$
- 2) **Non indebitata**:  $EV = \text{Capitalizzazione di borsa} - \text{liquidità netta}$

I quozienti di mercato sono largamente impiegati da soggetti che hanno azioni/partecipazioni, ma anche da potenziali investitori, analisti finanziari, competitors. Dalla slide 19 alla 27 si applica quanto visto finora, usando i KPI per l'analisi finanziaria alle componenti del **Dow Jones Transportation Index**, uno degli indici contenenti azioni di imprese dei trasporti e della logistica. Come visto nella slide 20, tale indice si caratterizza per buone performance ma anche una relativa volatilità, mentre dalla 21 si nota come chi ha investito nel settore dei trasporti abbia avuto un rendimento notevolmente più elevato rispetto a chi detenga un portafoglio despecializzato. Alla slide 22 si considera invece la composizione dell'indice al 28/02/2020, dove i rettangoli sono proporzionali alla capitalizzazione delle relative imprese, con UNP e UPS rappresentanti un peso notevole sul totale.

### TEMA 3: PIANIFICAZIONE FINANZIARIA

Si tratta di uno dei compiti principali della funzione finanza. È fondamentale per quelle compagnie che presentano una gestione complessa delle attività finanziarie e alta volatilità di ricavi e costi.

Riprendiamo il concetto di ciclo e fabbisogno finanziario (FF), per poi passare a obiettivi/strumenti della pianificazione finanziaria, per infine soffermarci su 3 degli strumenti: **rendiconto finanziario**

(medio/lungo t.), **budget di cassa** (breve t.) e **piani finanziari a breve/lungo termine** (strumenti per coprire i FF emersi dai primi due strumenti). Per comprendere il concetto di **fabbisogno finanziario** collegato a qualunque tipo di asset, serve definire il ciclo operativo e vedere come si collega al ciclo finanziario. Il **ciclo operativo** prevede fasi: acquisto e consegna MP, utilizzo nel processo produttivo, vendita di prodotti/servizi, incasso dei crediti commerciali. Momenti importanti sono: consegna delle MP che genera scorte di MP, il processo produttivo e la formazione di scorte di prodotti. L'attività inizia con una società che ha una certa cassa usata per acquisire MP, immobilizzando liquidità nelle scorte di MP. Col processo produttivo esse si trasformano in prodotti finiti, che saranno venduti e trasformati in liquidità/crediti (che si spera tornino liquidi). Il **ciclo finanziario** è il tempo intercorrente tra il momento in cui l'azienda sostiene l'uscita monetaria connessa all'acquisizione di un certo asset e quello in cui quell'asset torna in forma liquida per il formarsi di un'entrata monetaria. Intercorre quindi tra l'acquisto della MP (non per forza anche il pagamento) e la chiusura del ciclo operativo con l'incasso del credito. La sua durata dipende dai tempi di giacenza e del ciclo produttivo, nonché dal tempo medio di incasso dei crediti commerciali. Inoltre, il tempo di giacenza e di trasformazione corrisponde alla durata media delle scorte, mentre la durata dei crediti commerciali è connessa al periodo medio di incasso dei crediti (tema 2). La durata dei debiti commerciali è collegata al periodo medio di pagamento dei debiti commerciali (debiti commerciali/acquisti\*365). Il ciclo operativo si lega al ciclo finanziario, che è tanto maggiore quanto più esteso è il ciclo operativo (ovvero i tempi di giacenza, di trasformazione e la durata dei crediti commerciali). Per ridurre il ciclo finanziario si può: ridurre i tempi di giacenza e di trasformazione delle MP in prodotti (erogazione del servizio), ridurre il periodo medio di incasso dei crediti (meno dilazioni commerciali, tema 4) o allungare la durata dei debiti commerciali, drenando meno liquidità. **Il fabbisogno finanziario** dipende quindi dalle decisioni di acquisto, ed **è dato in totale dai capitali investiti per l'acquisto delle attività necessarie a gestire l'impresa**:

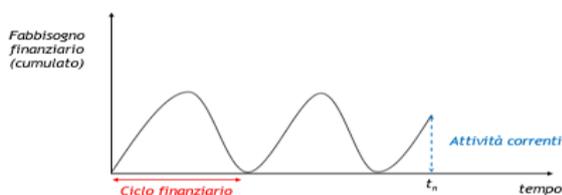
- 1) Aumenta se l'impresa persegue strategie di crescita (più investimenti, più risorse impiegate)
- 2) Aumenta se aumenta il ciclo finanziario delle risorse, situazione meno positiva.

Serve conoscere le risorse necessarie a coprire il FF, attivando fonti di finanziamento coerenti con le esigenze societarie. Sotto si evidenzia il **legame tra FF e ciclo finanziario**. Ipotizziamo la presenza

di sole attività correnti temporanee e la costanza dei volumi di attività.

### Fabbisogno finanziario dell'impresa

- > **Ipotesi I** (iper-semplificata): l'impresa ha solo attività correnti (temporanee) e i volumi di attività dell'impresa non crescono nel tempo.



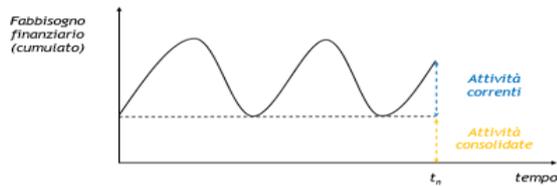
. Ciclo finanziario e fabbisogno finanziario

Al tempo 0 l'impresa non ha ancora acquisito input e quindi  $FF=0$ , con liquidità disponibile. Ordinando MP o altri elementi del CCN, il FF cresce. Dopo aver acquisito tali input, inizierà a vendere il prodotto generando entrate di cassa, riducendo gli asset patrimoniali (crediti, scorte di prodotti), portando a una

riduzione del FF fino ad aver venduto tutti gli asset correnti. L'andamento è sinusoidale e si muove entro un range che va da 0 a un massimo fisso (costanza dei volumi di attività). Supponiamo ora che l'impresa necessiti anche di attività fisse, ma che i volumi di attività restino costanti.

## Fabbisogno finanziario dell'impresa

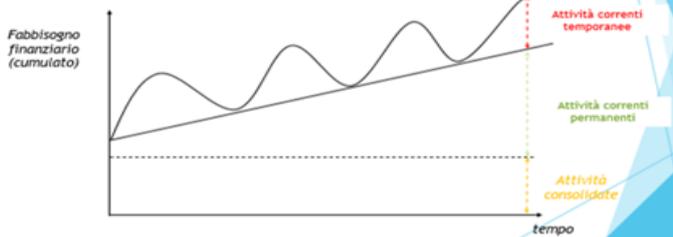
- > **Ipotesi II** (semplificata): l'impresa ha sia **attività correnti** sia **attività fisse (consolidate)** ma i volumi di attività dell'impresa non crescono nel tempo.



I. Ciclo finanziario e fabbisogno finanziario

## Fabbisogno finanziario e crescita dell'impresa

- > **Ipotesi III:** l'impresa cresce senza investire in nuove immobilizzazioni (le **attività consolidate restano costanti**)



Il FF derivante da attività fisse (consolidate) è dato da una retta orizzontale, mentre quello legato alle attività correnti ha lo stesso andamento di prima. Ora supponiamo che l'azienda cresca senza investire in attività consolidate.

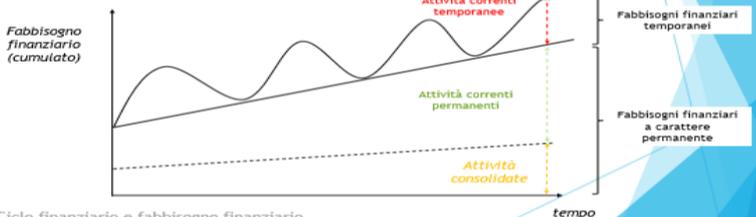
Si investe solo in attività correnti, tipo in magazzino o aumentando le dilazioni di pagamento.

Aumenta il volume di affari investendo in attività correnti. La differenza è che il FF è dato da attività consolidate (fisse), attività correnti temporanee con andamento sinusoidale, con minimi e massimi crescenti nel tempo e una parte di FF di tipo permanente, seppur legato ad attività correnti. Conoscere le specificità degli asset

da cui deriva il FF complessivo permette di selezionare fonti di copertura dei singoli fabbisogni coerenti con le esigenze aziendali. L'ultima ipotesi invece assume che l'impresa cresca investendo anche in nuove immobilizzazioni.

## Fabbisogno finanziario e crescita dell'impresa

- > **Ipotesi IV:** l'impresa cresce investendo anche in nuove immobilizzazioni (le **attività consolidate crescono**).



Ciclo finanziario e fabbisogno finanziario

La differenza è che il FF derivante dalle attività consolidate cresce nel tempo. Il FF cumulato è dato da fabbisogno finanziario a carattere permanente (dipende da attività consolidate e attività correnti permanenti) e temporaneo (derivante da attività correnti temporanee). Si attiverà una

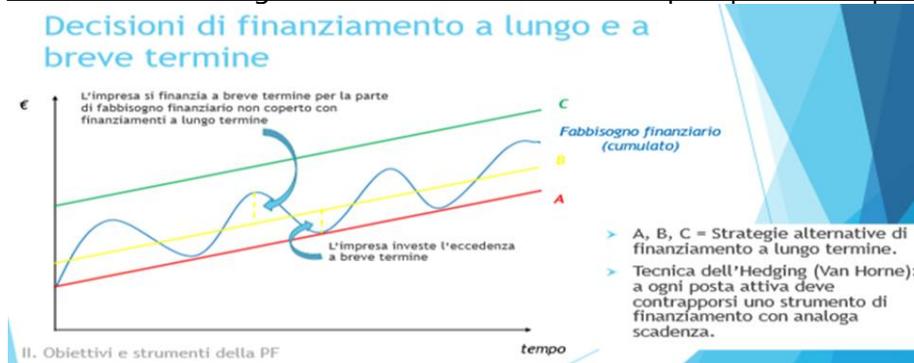
serie di coperture di tale fabbisogno coerenti per durata e specificità.

La pianificazione finanziaria, fortemente connessa a programmazione e controllo di gestione, è l'attività di previsione dei FF derivanti dalle attività di investimento e gestione ordinaria/straordinaria, volta all'attivazione di fonti di copertura compatibili per tempi, quantità e tipo. Consente di capire se i piani di investimento sono sostenibili nel breve, medio e lungo termine. Può condursi a vari fini e su più orizzonti temporali:

- **Pianificazione a breve termine:** a) assicura che la liquidità dell'impresa basti a saldare i conti; b) consente di decidere sull'opportunità di finanziarsi/investire a breve termine; c) connessa alla gestione efficiente della tesoreria.
- **Pianificazione a lungo termine:** a) considera le implicazioni legate all'utilizzo di strategie finanziarie alternative volte a coprire i FF generati dagli investimenti; b) coerenza con le strategie dell'impresa; c) aiuta a fissare obiettivi aziendali, per esempio in base a KPI finanziari si può stabilire che parte dei benefici ottenuti da manager/dipendenti sia funzionale al raggiungimento di performance economico-finanziarie; d) stabilisce standard di valutazione su quanto l'impresa stia perseguendo gli obiettivi fissati.

I principali strumenti sono: Rendiconto finanziario (consuntivo/previsionale), Budget di cassa, Piani finanziari a breve termine e lungo termine.

I primi due identificano il FF dell'impresa, mentre i piani finanziari servono a individuare le modalità di copertura dei FF emersi. La principale decisione riguarda la durata delle fonti da attivare, distinguendo tra fonti di copertura a breve e a medio-lungo termine. Il FF, nelle sue componenti temporanee e a carattere permanente, può essere coperto da finanziamenti a breve o a lungo. Se i finanziamenti a lungo non coprono il FF, la differenza è coperta da finanziamenti a breve. Se i finanziamenti a lungo termine eccedono il FF, il surplus può usarsi per investimenti di breve durata.



Esistono legami tra FF cumulato e strategie di finanziamento a lungo termine. La linea in azzurro rappresenta l'andamento del fabbisogno finanziario cumulato (FF a carattere temporaneo + FF a carattere permanente).

La **strategia A** prevede di utilizzare finanziamenti a lungo termine solo per coprire il FF permanente, derivante da attività consolidate e correnti a carattere permanente. Si avranno momenti in cui sarà necessario finanziarsi a breve termine per coprire la parte di FF non coperta. Con la **strategia B** le fonti di finanziamento a lungo termine in certi momenti eccedono il fabbisogno finanziario cumulato con eccedenze di liquidità da investire, mentre in altri non lo coprono interamente, dovendo far ricorso a finanziamenti a breve. La **strategia C** prevede invece che a qualsiasi tempo T si attivino forme di finanziamento a lungo termine tali da coprire il FF cumulato integralmente. Si ha sempre eccedenza di liquidità sul FF, senza dover ricorrere mai a fonti di finanziamento a breve termine. Dovrà sempre investire parte della liquidità a breve termine. Secondo la **tecnica dell'hedging di Van Horne**, la migliore soluzione è una quarta. Ogni posta attiva va contrapposta a uno strumento di finanziamento che abbia esattamente la stessa scadenza. L'insieme delle fonti deve variare nel tempo esattamente come gli investimenti da effettuare. I FF temporanei, per esempio, dovrebbero coprirsi con fonti di finanziamento a breve termine.

## **Il rendiconto finanziario**

È detto anche prospetto fonti-impieghi e consente di rappresentare la dinamica dei flussi finanziari nell'impresa. Può essere strutturato in base a diversi aggregati, come flussi di capitale circolante finanziario (CCNfin), operativo (CCNop), commerciale (CCNc) e i flussi di liquidità. Considereremo in particolare i primi due:

- 1)  $CCNfin = \text{Attivo circolante} - \text{Passivo circolante} = (\text{Liquidità} + \text{crediti v/clienti} + \text{scorte}) - (\text{deb. v/fornitori} + \text{deb. fin. a breve})$
- 2)  $CCNop = \text{crediti v/clienti} + \text{scorte} - \text{debiti v/fornitori}$

La struttura del rendiconto finanziario consente di indicare da una parte l'andamento dei flussi finanziari generati (fonti) e dall'altra quello dei flussi finanziari assorbiti (impieghi).

Consente di comprendere qual è la provenienza (per le fonti) e la destinazione (per gli impieghi) dei flussi finanziari dell'azienda, articolandosi per aree della gestione. Le 3 aree della gestione sono l'area operativa (flussi generati/assorbiti dalla gestione operativa e nell'ambito del CCNop), l'area di investimenti/disinvestimenti (movimentazioni finanziarie derivanti da acquisto o cessione di beni parte dell'attivo fisso) e della gestione finanziaria (movimentazioni riguardanti capitale proprio, di terzi e le remunerazioni delle varie forme di capitale raccolto, cioè dividendi e oneri finanziari).

Considerando **l'area della gestione operativa**, troviamo i ricavi monetari meno i costi monetari originati dalla gestione operativa: ciò corrisponde all'autofinanziamento della gestione operativa e