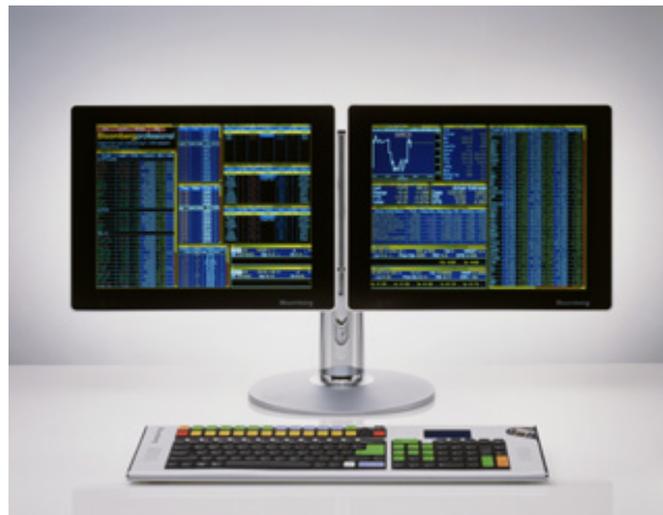


**ALFREDO BALLARINI**  
**Studio di Finanza Aziendale**

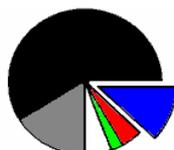
Input dati: Dott. Simone Torre

TOP TILES ITALY  
TOP TILES ITALY  
2005



**Analisi economico finanziaria**  
**Decoratori a Terzo Fuoco**

le schede sinottiche dei BILANCI 2004-02  
con classifiche di posizionamento di 29 indicatori



[WWW.BALLARINI.INFO](http://WWW.BALLARINI.INFO)

## NOTE PARTICOLARI:

**IMPOSTE SUL REDDITO:** tale voce va sottratta al risultato pre imposte per ottenere il risultato dopo imposte; quindi, quando ha segno positivo si tratta prevalentemente di normali imposte che incidono riducendo il risultato lordo; quando ha segno negativo invece, si tratta di una prevalenza di imposte anticipate o di un utilizzo di fondi di imposte differite e in tal caso incide AUMENTANDO il risultato lordo (la sottrazione di un numero con segno meno diventa una somma).

**SCHEDA DI SETTORE:** sono esclusi i consolidati e le società non presenti in tutti e tre gli esercizi; fornisce i dati di riferimento per le due tabelle di confronto statico e dinamico sul lato destro del foglio.

**+/- RISPETTO AI SETTORI DI ITALIA E SPAGNA:** le sigle iniziali di questa tabella, fanno riferimento ai principali risultati economici (ad.es VA% si intende la percentuale del Valore Aggiunto) e le sigle si possono ritrovare in fondo alle rispettive voci del conto economico. Sono state utilizzate le sigle anglosassoni per i valori di reddito operativo MOL = EBITDA (earnings before interest taxes depreciation and amortization) MON = EBIT (earnings before interest taxes). Qui si calcola se la società in questione, ha avuto un'incidenza percentuale di quei risultati, più alta o più bassa, rispetto a quanto risulta sul bilancio aggregato di settore delle due nazioni indicate (per la Spagna i dati aggregati si riferiscono all'anno 2003). Quindi possiamo osservare se la società in questione, si posiziona su un livello di risultati superiore o inferiore alla media di settore.

**MARGINE ECONOMICO COMPETITIVO MEC:** è calcolato come differenza (Margine Operativo Lordo - Oneri Finanziari Netti da proventi) in % sul fatturato. È chiamato "competitivo" poichè, in una visione semplificata della price-competition, è lo spazio disponibile per assorbire diminuzioni di fatturato dovute unicamente a sacrificio di margine (prezzi più bassi), in un momento di congiuntura recessiva (per cui al ribasso dei prezzi non corrisponde aumento della quantità venduta ma solo un suo ipotetico mantenimento). Se si sacrificasse completamente questo margine, supponendo nulle le voci straordinarie, si arriverebbe ad un cash flow semplificato (utile + ammortamenti e accantonamenti) nullo. Quando questo margine è positivo, tende ad essere superiore al cash flow a causa delle imposte che incidono prima dell'utile netto. L'indicatore ha due limiti fisici che non può superare; dunque il fondo scala può anche significare un superamento di tali valori, che comunque mantengono la stessa valutazione qualitativa. Questo indice ha anche una valenza di tipo finanziario; nel senso che viene anche utilizzato nella definizione del rischio di default come "interest coverage" o copertura degli interessi passivi.

**ANNI DI RIENTRO** per azzeramento debiti Finanziari Netti con Cash Flow della gestione corrente in contanti: questo indice risponde alla domanda "se il cash flow (come sottoriportato) rimanesse costante negli anni al livello attuale, con il monte dei debiti finanziari in essere (qui compresi di infragruppo), al netto della liquidità, quanti anni impiegherebbe l'impresa per azzerarli?". L'indicatore è stato modificato riportandolo dal calcolo solo sui debiti finanziari a medio termine, al calcolo sui debiti finanziari netti totali. Il valore massimo di fondoscala +25 può anche significare un dato oltre tale valore, ma comunque non varia la valutazione qualitativa.

**DEBITI FINANZIARI NETTI IN % DEL FATTURATO:** per questo indicatore, nei debiti finanziari NON sono compresi i debiti infragruppo; esistono alcuni casi in cui i debiti infragruppo hanno una origine commerciale dovuta alla compravendita di prodotto, in altre situazioni invece tali debiti hanno natura puramente finanziaria; tuttavia dovendo adattarsi ad una standardizzazione di calcolo, necessaria in un'analisi su un così vasto numero di società, la scelta è stata di escluderli sempre, inserendo successivamente due indicatori di giorni medi di pagamento, uno comprensivo e l'altro che esclude tale valore; il confronto di questi due indicatori permetterà spesso di intuire se l'indebitamento finanziario deve essere in realtà aumentato del valore dell'infragruppo oppure no. Dove esiste un consolidato si ha comunque un indicatore complessivo spesso più equilibrato in quanto le situazioni intersocietarie si elidono. Nella liquidità a sottrazione sono compresi anche i titoli a breve termine (C III 6). I VALORI NEGATIVI DELL'INDICE RIGUARDANO I CASI IN CUI LA LIQUIDITÀ PREVALE SUL DEBITO. Le piccole società con bilancio abbreviato e senza una distinzione delle voci in nota integrativa, presentano valore nullo, ma l'indice è privo di significato.

**VARIAZIONI ULTIMO ANNO:** in questa tabella si calcola: per le vendite, la percentuale di crescita o di diminuzione rispetto all'anno precedente, quindi se il fatturato 2004 è di 1200, quello del 2003 è di 1000, troveremo +20%; per i principali risultati economici, anche qui come nella precedente tabella rappresentati dalle sigle che si possono trovare alla fine della rispettiva voce di bilancio nel conto economico, si calcolano i punti in

più o in meno **rispetto all'incidenza** dell'anno precedente; ad esempio se nel 2003 l'incidenza era del 10% e nel 2004 è del 12%, troveremo un +2%. Il delta fatturato 2004/2003 del settore è depurato da un'importante operazione di fusione.

#### **TREND POSIZIONE FINANZIARIA NETTA CON INFRAGRUPPO:**

La lunghezza delle barre non è confrontabile tra aziende diverse in quanto NON INDICA L'ENTITÀ DEL DEBITO MA SOLO IL TREND IN AUMENTO O DIMINUZIONE DA UN ANNO ALL'ALTRO!

Si confronta solo nel triennio della stessa azienda per verificare l'andamento del dato, per valutare il quale si deve fare riferimento all'indicatore della % dei debiti netti e all'entità dei debiti infragruppo.

#### **ROTAZIONE DELLE SCORTE:**

È il rapporto tra fatturato e scorte.

#### **GIORNI MEDI INCASSO / PAGAMENTO SUL BREVE TERMINE con e senza infragruppo** così calcolati:

INCASSO = (clienti a breve + clienti a medio – fondo svalutazione [+ crediti infragruppo])/fatturato x 360

PAGAMENTO = (fornitori a breve + fornitori a medio [+ debiti infragruppo])/(acquisti di materie e servizi + godimento beni di terzi) x 360; non si tiene conto dell'IVA, che è contenuta nei crediti e debiti ma non nelle voci di fatturato o di acquisto del conto economico. Nei giorni di incasso non si tiene conto degli effetti eventualmente ceduti ed ancora in circolazione. Per i giorni di pagamento il valore può essere innalzato dalla presenza di debiti verso fornitori di cespiti, la cui voce di acquisto non compare in conto economico.

#### **Altman Z score (indicatore Basilea 2 non pubblicato, ottenibile a richiesta, ricordando che non è una valutazione soggettiva di chi scrive, bensì calcolata secondo standard predefiniti):**

$1,2X1 + 1,4X2 + 3,3X3 + 0,6X4 + 1,0X5$

Dove X1 = Capitale Circolante Netto; X2 = Utile / Totale Attivo; X3 = EBIT / Totale Attivo; X4 = Equity Value / Totale Capitale di terzi; X5 = Fatturato / Totale Attivo

Si aggiunge un bonus relativamente al credit rating dell'azienda per cui:

**Score** = Z score + bonus, dove bonus 1,5 se rating AAA, 1 se rating AA+, 0,5 se rating A+, 0,25 se rating BBB+ o BBB, 0 da BBB- in giù. Indica tranquillità sopra 2,99 e rischio sotto 1,81.

Allo score così trovato si assegna un **Grado**: 8 se score >20; 7 se score tra 3 e 20 compreso; 6 se score tra 2,5 e 3 compreso; 5 se score tra 2 e 2,5 compreso; 4 se score tra 1,25 e 2 compreso; 3 se score tra 1 e 1,25 compreso; 2 se score tra 0,75 e 1 compreso; 1 se score è minore o uguale a 0,75.

Infine, la graduazione così ottenuta, viene diminuita di 1 punto se Ebit risulta negativo; invece se Ebit e Utile netto sono positivi e lo score è maggiore di 1, ma il Grado è minore di 3, allora il Grado viene alzato a 3.

Tale metodo segue le principali indicazioni riportate su Bloomberg per il calcolo dell'indicatore.

Questo "grado" indica tranquillità tra 6 e 8, rischio elevato tra 3 e 1, confine di attenzione a 4.

Come Equity Value si è utilizzato quello desunto dal nostro studio Top Tiles Calcolo dell'Equity Value.

#### **Pseudo RATING (indicatore Basilea 2 non pubblicato, ottenibile a richiesta, ricordando che non è una valutazione soggettiva di chi scrive, bensì calcolata secondo standard predefiniti):**

È necessario sottolineare che il Rating non misura tanto l'efficienza, quanto la solidità; il termine "pseudo" indica con evidenza che questo proposto, **NON PUO' ESSERE CONSIDERATO COME UN VERO E PROPRIO**

**RATING**. Tuttavia costituisce una prima **traccia** in questo senso.

Deriva dal confronto con una tabella Standard & Poor's che indica il valore mediano di una serie di ratios di analisi di bilancio, per le principali categorie di rating. Tra i ratios indicati da S&P, ne sono stati scelti 4, a maggior valenza finanziaria, più facilmente calcolabili in questo tipo di analisi e, quando possibile, ne è stata elaborata la media triennale (dunque i dati passati possono dare influenza positiva o negativa, eccetto nel caso in cui l'ultimo esercizio scade in perdita operativa e/o scade in posizione finanziaria negativa). Confrontando i valori ottenuti con quelli della tabella S&P e **calcolando una media ponderata dei valori di rating espressi da ciascuno di essi**, ne è scaturito il pseudo rating sintetico. IL SEGNO + APPARE QUANDO IL VALORE DI RATING È NELLA META' PIU' VICINA AL GRADO SUPERIORE E IL SEGNO – APPARE QUANDO IL VALORE DI RATING È NELLA META' PIU' VICINA AL GRADO INFERIORE. Quando l'azienda **non presentava sufficienti dati per il calcolo** anche a causa di accavallamenti non facilmente definibili, compare la sigla "n.d." cioè **NON DISPONIBILE** per il calcolo. In particolare può accadere che società con bilanci abbreviati senza indicazione analitica dei debiti, presentino un rating più elevato del loro standard, in quanto risultano a zero le voci finanziarie come ad es. le banche.

**Table 1—Key Industrial Financial Ratios, Long-Term Debt**

Three-year (2001 to 2003) medians

	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC
EBIT interest coverage (x)	23.8	13.6	6.9	4.2	2.3	0.9	0.4
EBITDA interest coverage (x)	25.3	17.1	9.4	5.9	3.1	1.6	0.9
FFO/total debt (%)	167.8	77.5	43.2	34.6	20.0	10.1	2.9
Free operating cash flow/total debt (%)	104.1	41.1	25.4	16.9	7.9	2.6	(0.9)
Total debt/EBITDA (x)	0.2	1.1	1.7	2.4	3.8	5.6	7.4
Return on capital (%)	35.1	26.9	16.8	13.4	10.3	6.7	2.3
Total debt/capital (x)	6.2	34.8	39.8	45.6	57.2	74.2	101.2

I quattro indicatori scelti sono: il secondo, il quarto, il quinto e il settimo, mediati tra loro con i seguenti pesi percentuali 30%,30%, 20%, 20%. Si è utilizzata la posizione finanziaria netta anziché il totale dei debiti.

CORPORATE RATINGS CRITERIA [www.standardandpoors.com](http://www.standardandpoors.com)

#### **OSSERVAZIONE SUI DUE RATIOS PRECEDENTI:**

sono entrambi indicatori, seppure insufficienti, del grado di default risk dell'impresa.

Diventa interessante osservarne l'eventuale convergenza o meno dei valori, in quanto calcolati con due approcci diversi.

La loro insufficienza a definire il reale grado di rischio gravante sull'impresa, non deve però indurre a trascurarne il responso, inteso come possibile segnale di allarme. E' infatti ormai ben noto, come la "difficoltà di ristrutturazione" aumenti più che proporzionalmente al grado di deterioramento dell'equilibrio aziendale.

**FREE CASH FLOW DELLA GESTIONE CORRENTE IN % SUL FATTURATO:** si trova nella prima riga dell'area grigia in fondo, dopo il totale passivo e netto, è un flusso di cassa teorico, dato dal flusso di circolante netto della gestione corrente a cui vengono sottratte le imposte (utile dopo imposte + oneri straordinari - proventi straordinari + ammortamenti + accantonamenti), eliminando poi le voci di variazione del magazzino, quindi + variazione negativa scorte - variazione positiva scorte. Si considera, in questo caso, una gestione "in contanti" poichè tale flusso considera le vendite incassate subito e i costi pagati immediatamente. Tale indicatore prova ad esaminare quel flusso di cassa prodotto dalla gestione corrente, non immagazzinato, e al di fuori della logica finanziaria dei crediti e debiti operativi. Si vuole così dare una valenza maggiore alla problematica finanziaria: il Cash Flow comunemente utilizzato, Utile + Ammortamenti è in realtà un Flusso di Circolante Netto, che deve poi trovare allocazione o nelle scorte o nei crediti o nella liquidità mentre questo indicatore è simile al precedente, ma trascura la gestione straordinaria e considera l'eventuale impegno a magazzino come una sottrazione di cash alla gestione! È comunque possibile trovare il Cash Flow Utile + Ammortamenti nel volume di classifiche. Si utilizza questo valore anche per calcolare gli anni di rientro nei debiti finanziari netti come sopra spiegato.

**CIRCOLANTE NETTO / ATTIVO A BREVE senza infragruppo:** il Circolante Netto è, nell'attivo di stato patrimoniale di un bilancio, quella quota di Scorte+Crediti (qui senza infragruppo)+Liquido eccedente i Debiti a breve (qui senza infragruppo); tra le passività è finanziato dall'eccedenza dei Mezzi Propri+Debiti a medio rispetto alle Immobilizzazioni attive. Il Circolante Netto, quando è positivo e consistente, costituisce un buon supporto all'equilibrio finanziario dell'impresa: può avere una struttura più o meno apprezzabile (come qualità dei crediti e delle scorte contenute, come coesistenza con margini di struttura e di tesoreria positivi o negativi) ma, se di buona qualità, permette di avere, a fronte di attività che dovrebbero essere disponibili a breve, passività a più lunga scadenza; ciò dovrebbe fornire un maggior spazio di manovra alla gestione. La decisione di non considerare l'infragruppo deriva dalla complessità della sua valutazione (si vedano recenti episodi di crisi aziendale). L'indicatore è qui calcolato come percentuale dell'attivo a breve di cui il circolante netto è parte. Non è un valore indicativo se, a causa della forma abbreviata del bilancio, non compare il dettaglio sia dei crediti che dei debiti.

#### **Extra Yield of Invested Capital:**

rappresenta il **RENDIMENTO EXTRA GENERATO DALLA GESTIONE OPERATIVA DELL'IMPRESA**

**RISPETTO AL COSTO DI MERCATO DEL CAPITALE** (inteso come somma tra capitale finanziario e capitale azionario) nell'ultimo esercizio. E' dato da  $(NOPAT - WACC * Capitale Investito Operativo)$ ; dove NOPAT (Net Operating Profit After Tax quindi il rendimento dell'investimento impresa) = Margine

Operativo Netto tassato come fosse utile finale, calcolato nel seguente modo: [MON reddito operativo netto da ammortamenti e svalutazioni, + (cioè storno, in quanto i costi di capitale si considerano dopo) rivalutazione annua fondo tfr (considerata come costo del capitale rappresentato dallo stesso fondo)] x (1-37,25%) dove il 37,25% rappresenta un tax rate medio per il 2004 tratto da Fisco Oggi; WACC (Weighted Average Cost of Capital) è la media ponderata del costo del capitale, ottenuta mediando il costo (meno imposte) del debito finanziario netto (debito finanziario netto utilizzato come peso), il costo dell'equity cioè dei mezzi propri (pesati con i mezzi propri tangibili) il costo del fondo TFR rappresentato dalla sua rivalutazione, considerata al 3% meno imposte (fondo tfr utilizzato come peso), e il costo dei fondi per rischi e oneri, considerati fondi di debito a costo zero (fondi utilizzati come peso); il Capitale Investito Operativo è dato dallo stato patrimoniale attivo, escluse le voci immateriali, finanziarie e liquide, meno i debiti verso fornitori e diversi.

Dovendo considerare il costo del debito finanziario ad un tasso di mercato e non al tasso particolare effettivo dell'azienda, per semplificazione si è utilizzato il tasso "corporate" dell'area Euro, come riportato nella rivista Economist, pari al 3,34%. Il costo del capitale netto è considerato pari a: 2,05% (rendimento netto titoli di stato BTP a 5 anni) come rendimento risk free, maggiorato di un premio di rischio di 2,05% (inverso del Price/Earning titoli industriali [1/24,4] elaborato da Mediobanca per l'anno 2004 meno tasso senza rischio), considerando 1 (quindi ininfluenza) il coefficiente di rischio legato all'incertezza del rendimento aziendale, cioè il Beta. Il valore del EYIC evidenzia **la CAPACITA' DI GENERARE VALORE RISPETTO AL CAPITALE INVESTITO DA PARTE DELL'IMPRESA**, senza considerare le effettive condizioni ad essa applicate dal mercato finanziario e senza considerare fattori di tipo non operativo : il concetto espresso dall'indicatore è di misurare il flusso di valore netto generato dalla gestione aziendale, dopo aver coperto il costo del capitale utilizzato in qualunque forma; il costo del debito finanziario viene considerato a un tasso di mercato; mentre vengono considerati debito generico il tfr (al costo della sua rivalutazione accantonata ogni anno nelle voci del personale) e i fondi diversi (a costo zero); anche al capitale netto (mezzi propri) viene assegnato un costo perché è normale che i soci pretendano un rendimento adeguato, altrimenti viene meno il motivo dell'impresa. Se l'azienda genera più valore di quanto le costerebbe, in condizioni "normali" il capitale impiegato, allora ha un EYIC positivo. La % a fianco del valore assoluto indica il peso sul capitale investito operativo come definito sopra. **Il EYIC è un indicatore utilizzato da chi osserva le aziende dal punto di vista del mercato, e dovrebbe essere ricalcolato in modo più preciso all'interno di ogni azienda, per avere un interessante punto di riferimento.** *Non potendo separare la quota finanziaria da quella commerciale, per ciascuna azienda, non sono stati considerati come finanziari i crediti e debiti infragruppo.*

**Pur avendo controllato attentamente i dati**, può essere subentrato qualche errore nella battitura al computer. Non possiamo quindi assumerci alcuna responsabilità per eventuali valori inesatti. Preghiamo però gli interessati di segnalarci quelli che, per la loro entità, stravolgerebbero completamente il dato considerato. Quando avremo ricevuto tali segnalazioni (che dovranno pervenire non oltre il 31/12/05), provvederemo a stilare schede corrette sostitutive.

**INSERIMENTO DATI:** Dott. SIMONE TORRE , laureato in Economia e Commercio all'Università di Bologna.

**INDICE DELLE SCHEDE**

<b>TERZI FUOCHI ITALIANI</b>	<b>ALFABETICO</b>	<b>Nr. Scheda</b>
SETTORE DEI TERZI FUOCHI	SETTORE	Scheda 000
ARTEKA	ARTEKA	Scheda 001
ASTER MADE ITALY	ASTER	Scheda 002
BARBARA CERAMICHE D'ARTE	BARBARA	Scheda 003
CERAMICHE ARTISTICHE BIVIEMME 10 mesi	BIVIEMME	Scheda 004
BLU ART DESIGN in liquidazione	BLUART	Scheda 005
CERAMICHE BURAN	BURAN	Scheda 006
NUOVA CERAMICA CASA	CASA	Scheda 007
CASA TILE	CASA TILE	Scheda 008
STUDIO CLIPPER	CLIPPER	Scheda 009
CREA	CREA	Scheda 010
CREATTIVA COLLECTIONS	CREATTIVA	Scheda 011
CRONOS	CRONOS	Scheda 012
DECALCOMANIA FIORENTINA	DECALCOMANIA	Scheda 013
DECAR	DECAR	Scheda 014
DECOCERAMICA	DECOCERAMICA	Scheda 015
DECOGRAF	DECOGRAF	Scheda 016
DECOTILES	DECOTILES	Scheda 017
DUELLE	DUELLE	Scheda 018
STUDIO EMME	EMME	Scheda 019
STUDIO FIVE	FIVE	Scheda 020
FLY STUDIO	FLY	Scheda 021
GAMMA DUE	GAMMADUE	Scheda 022
GENESI	GENESI	Scheda 023
HORUS ART CERAMICHE	HORUS	Scheda 024
IKEBANA CERAMICA & DESIGNERS	IKEBANA	Scheda 025
IMMAGINE STUDIO IMMAGINE	IMMAGINE	Scheda 026
KER AV	KERAV	Scheda 027
LADY	LADY	Scheda 028
STUDIOLIVE	LIVE	Scheda 029
MENESTRELLO CERAMICHE	MENESTRELLO	Scheda 030
MYTHOS	MYTHOS	Scheda 031
NOVECENTO	NOVECENTO	Scheda 032
CERAMICA NUOVA DUE	NUOVADUE	Scheda 033
STUDIO P.A.M.M	PAMM	Scheda 034
P.F.M	PFM	Scheda 035
P.M.S CREAZIONI CERAMICHE	PMS	Scheda 036
PUNTOQUATTRO	PUNTOQUATTRO	Scheda 037
LA RICERCA	RICERCA	Scheda 038
RISING RICERCA	RISING	Scheda 039
RUNWAY	RUNWAY	Scheda 040
MANIFATTURE CERAMICHE SOLARTE	SOLARTE	Scheda 041
STILE ITALIA	STILE ITALIA	Scheda 042
STILNOVO	STILNOVO	Scheda 043
STUDIO ONE	STUDIOONE	Scheda 044
TANDEM	TANDEM	Scheda 045
TARGET	TARGET	Scheda 046
TEAMWORK	TEAMWORK	Scheda 047
FIN. THEMA	THEMA	Scheda 048
T.I.S	TIS	Scheda 049
UPTILES	UPTILES	Scheda 050
VEGA CERAMICHE ARTISTICHE	VEGA	Scheda 051

# Finanza & Futuro Banca

Gruppo Deutsche Bank



Uffici dei promotori finanziari:

41049 SASSUOLO  
Via Vittime 11/09/2001, 25  
0536 800 610  
0536 812 725

41100 MODENA  
Largo Garibaldi 2  
059 241 121  
059 245 712

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