



*Dipartimento di Impresa e Management Cattedra Controllo di Gestione Avanzato*

## ANALISI DI PERFORMANCE DEL SETTORE AUTOMOTIVE DI LUSSO, UNA VERIFICA EMPIRICA

RELATORE

Prof.

Di Lazzaro Fabrizio

CANDIDATO

Fabrizio Santoni

Matr.669231

CORRELATORE

Prof. Fortuna Fabio

ANNO ACCADEMICO 2015/2016

## INDICE

<b>INTRODUZIONE</b>	<b>2</b>
<b>CAPITOLO I – CENNI TEORICI SULL’ANALISI DI PERFORMANCE</b>	<b>5</b>
<b>1.1 Metodi e finalità dell’analisi di performance</b>	<b>5</b>
1.2 La riclassificazione di Stato patrimoniale e Conto economico	11
1.2.1 Riclassificazione dello Stato patrimoniale	11
1.2.2 Riclassificazione del Conto economico	23
1.3 Analisi per indici	26
1.3.1 Indici di solidità	26
1.3.2 Indici di liquidità	28
1.3.3 Indici di redditività	30
<b>CAPITOLO II – ANALISI DEL SETTORE AUTOMOTIVE DI LUSO</b>	<b>33</b>
<b>CAPITOLO III – IL CASO FERRARI</b>	<b>49</b>
3.1 Cenni storici sulla società	49
3.2 Analisi degli indicatori contabili	54
3.2.1 Analisi di solidità	54
3.2.2 Analisi di liquidità	60
3.2.3 Analisi di redditività	66
<b>CAPITOLO IV – CONFRONTO CON I PRINCIPALI COMPETITORS</b>	<b>70</b>
4.1 Premessa	70
4.2 Confronto con Rolls-Royce	69
4.2.1 Analisi di solidità	70
4.2.2 Analisi di liquidità	75
4.2.3 Analisi di redditività	78
4.2.4 Confronto con Ferrari S.p.a.	80
4.3 Confronto con Jaguar	82
4.3.1 Analisi di solidità	82
4.3.2 Analisi di liquidità	87
4.3.3 Analisi di redditività	90
4.3.4 Confronto con Ferrari S.p.a.	92
4.4 Confronto con Porsche	94
4.4.1 Analisi di solidità	94
4.4.2 Analisi di liquidità	99
4.4.3 Analisi di redditività	103
4.4.4 Confronto con Ferrari S.p.a.	105
<b>CONCLUSIONI</b>	<b>107</b>
<b>RIASSUNTO</b>	<b>109</b>
<b>BIBLIOGRAFIA E SITOGRAFIA</b>	<b>124</b>

Il presente lavoro riguarderà un'analisi di performance della casa automobilistica Ferrari S.p.a., basata sui dati di bilancio riguardanti gli anni 2013, 2014 e 2015, in modo tale da trarne dei giudizi in merito ai risultati ottenuti.

La scelta è ricaduta su tale tipo di società in quanto rappresenta l'eccellenza del *made in Italy*, oltre che del settore dell'automotive di lusso, eccellenza che sta avendo ed avrà risonanza ancora maggiore negli anni a venire, a seguito della quotazione in borsa di Ferrari.

Lo scopo di tale lavoro sarà, come detto, valutare le performance ottenute da Ferrari nei tre anni presi come campione attraverso il calcolo e l'interpretazione degli indicatori di bilancio principali riguardanti i vari aspetti della performance di una società. Parliamo quindi di indicatori che sintetizzino la situazione di solidità patrimoniale della società, indicatori che analizzino la situazione di liquidità societaria, ed infine indicatori che ne analizzino la situazione di redditività.

Alla luce di quanto detto, appare opportuno dedicare un capitolo per la definizione dei concetti teorici che saranno poi applicati in fase di esecuzione del lavoro. Il primo capitolo sarà dunque di carattere prettamente teorico, in cui verrà descritto innanzitutto il modo attraverso cui si sviluppa un'analisi di bilancio, partendo dalla riclassificazione dello Stato patrimoniale e del Conto economico, strumentale alla costruzione e al calcolo degli indici, proseguendo poi con le varie tipologie di analisi che esistono, le varie difficoltà che si possono incontrare in un'analisi di bilancio, e infine si darà spazio alla spiegazione teorica di ciascun settore di analisi indicato, ovvero solidità, liquidità, redditività. Per ciascun settore di analisi indicato, sarà quindi dedicato un paragrafo in cui verranno chiarite le finalità di ciascuna, gli indicatori che consentono di avere una visione chiara di ciascun settore di performance e il modo in cui interpretare ciascun indicatore. Come detto, verrà dedicato un paragrafo a parte per definire l'attività di riclassificazione sia dello Stato patrimoniale che del Conto economico, spiegando i vari criteri che possono essere utilizzati per la riclassificazione di ciascuno, e spiegando poi in che modo sono raggruppate le voci di bilancio riclassificate.

Come viene indicato nel primo capitolo, un momento strumentale all'analisi del bilancio è l'attività di studio del settore in cui opera la società la cui performance si vuole valutare. Una tale attività di studio è fondamentale in quanto fa comprendere il

contesto all'interno del quale la società che si vuole analizzare opera, e quindi aiuta l'analista ad interpretare correttamente gli indicatori ottenuti durante l'analisi.

Per questo motivo, allo studio del settore dell'automotive di lusso è dedicato il secondo capitolo. In tale sezione del lavoro, verrà innanzitutto chiarito cosa si intende per bene di lusso, e quindi verranno definite tutte le caratteristiche che un prodotto deve possedere affinché possa essere visto come prodotto di lusso.

Verranno poi individuate tutte le caratteristiche fondamentali della domanda che caratterizza il settore di lusso: parliamo quindi del target principale, della spesa media di ciascun consumatore, delle modalità di acquisto e pagamento e così via.

Tale analisi della domanda insisterà molto sull'area geografica da cui proviene la fetta maggiore di domanda del lusso che, come vedremo, riguarda la Cina. Oltre alla tipologia della domanda, sarà poi valutato in che modo il mercato si sta sviluppando nel Mondo, considerando il fatturato complessivo del settore automotive di lusso e la quantità di auto vendute, supportando tale analisi con l'aiuto di grafici che evidenzino l'andamento della domanda di ciascun Paese. Si cercherà poi di capire anche in che modo le società italiane investono nel settore del lusso, analizzando qual è la spesa in Ricerca e Sviluppo nel settore automotive di lusso sia in termini relativi, ovvero "pesando" tale spesa rispetto al totale della spesa in R&S di tutti i settori in Italia, sia in termini assoluti, confrontando i valori ottenuti con i valori assoluti registrati nei principali Paesi europei.

Una volta capito lo sviluppo del mercato dell'automotive di lusso, si può procedere all'analisi di bilancio della società Ferrari, in modo tale da dare i primi giudizi preliminari sulla sua performance. A tale operazione verrà quindi dedicato il terzo capitolo, che sarà propedeutico per la parte finale di confronto con le altre società prese a riferimento, che sarà effettuato nell'ultimo capitolo.

Il capitolo terzo si aprirà con un'introduzione storica relativa alla Ferrari, per capire come è nata e quali sono state le tappe fondamentali che le hanno concesso di arrivare a dove è oggi, ovvero al top del settore dell'automobilismo di lusso. Saranno infatti illustrati, oltre alla cronistoria vera e propria, i due elementi distintivi che conferiscono a Ferrari il carattere di esclusività che la caratterizza: il simbolo del cavallino rampante e il rosso Ferrari. Sarà poi illustrata telegraficamente la composizione societaria attuale e le varie partecipazioni che compongono il Gruppo.

Una volta fatta tale breve introduzione sulla società, si procederà con l'analisi vera e propria degli indicatori di bilancio, operazione che rappresenta il cuore di tutto il

lavoro. Si partirà quindi con l'analisi della situazione della solidità patrimoniale, calcolando e commentando ciascun indicatore ottenuto in modo tale da ottenere un quadro completo sulla situazione analizzata. Per ciascun indicatore, verrà poi costruita una tabella a tre colonne in modo tale da riportare in ciascuna colonna il risultato ottenuto nel corrispondente anno, ai fini non solo della comparazione tra un anno e l'altro ma, soprattutto, per capire l'andamento che ha avuto l'indicatore nel tempo. Dopo aver analizzato la solidità, si procederà con l'analisi della situazione di liquidità, attraverso il solito calcolo degli indici, l'interpretazione degli stessi e la loro raffigurazione nella tabella comparativa. Stessa operazione, infine, per l'analisi della redditività. Per ciascuna delle tre analisi, verranno riportati alcuni dati di bilancio semplificati, in modo tale da illustrare quali sono stati i valori presi in considerazione, il loro andamento nel tempo e il modo in cui il loro andamento ha condizionato il valore assunto dall'indicatore di riferimento.

Una volta terminata l'analisi di Ferrari, si dovrà procedere con l'analisi dei principali competitors, ai fini della comparazione. I competitors scelti nel nostro caso sono Rolls-Royce, Jaguar e Porsche, quindi per ciascuna di tali società sono stati raccolti i bilanci dei tre anni considerati che, ricordiamolo, sono il 2015, il 2014 e il 2013. A tale operazione è dedicato il capitolo quarto. Nell'effettuare tale analisi, si procederà come si è fatto per Ferrari nel capitolo terzo: si analizzerà dapprima l'analisi di solidità, poi quella di liquidità e infine quella di redditività. Alla fine dello studio di ciascun competitor, sarà quindi elaborata una sorta di tabella finale che evidenzia la differenza tra Ferrari e il competitor riguardante il valore assunto dagli indicatori in ciascuno dei tre anni. Al seguito di tale tabella saranno poi riportati i commenti riguardanti i motivi e le criticità di eventuali differenze significative di valori tra Ferrari e il competitor di riferimento.

## CAPITOLO I - CENNI TEORICI SULL'ANALISI DI PERFORMANCE

## 1.1 Metodi e finalità dell'analisi di performance

L'analisi di performance è basata sull'informativa finanziaria fornita dalle imprese che operano sul mercato, prima su tutte il bilancio di esercizio. Questo tipo di analisi, specialmente negli ultimi anni, ha assunto centrale rilevanza nella valutazione dell'affidabilità di un'impresa nel medio-lungo periodo, tant'è che anche a livello comunitario si è cercato di armonizzare le discipline riguardanti la redazione del bilancio d'esercizio<sup>1</sup>.

Nonostante ciò, è opportuno ricordare che il bilancio d'esercizio è pur sempre il risultato di stime, e che tali grandezze stimate possono essere diverse tra loro ma ugualmente corrette: ciò deriva dal grado di arbitrarietà di cui godono le valutazioni fatte in sede di redazione del bilancio (ed è questo il motivo per cui si tende ad un'armonizzazione delle discipline comunitarie). Anzi, proprio in relazione a questo tipo di inconveniente, l'analisi del bilancio tramite gli indici può permettere di far emergere eventuali anomalie di dati riportati nel bilancio, paragonandoli con la media del settore, con il particolare contesto economico dell'anno preso in considerazione o ancora con gli indici della stessa impresa negli anni precedenti. A questo punto è opportuno chiedersi quale sia il tipo di informazione che il bilancio deve rappresentare: in questo senso, ormai sono tutti d'accordo nel ritenere che la finalità principale dell'attività dell'impresa è la creazione del valore per tutti gli stakeholders, quindi il bilancio deve permettere a quest'ultimi di poter giudicare adeguatamente se e in che modo c'è stata creazione di valore. La creazione del valore può dipendere da numerosi fattori, tra cui la redditività del capitale investito, il costo del capitale di credito, il rischio d'impresa e il rapporto tra capitale di credito e capitale di rischio. Tutti questi aspetti verranno poi ripresi e approfonditi successivamente, durante lo svolgimento del lavoro.

Una volta chiarita l'importanza che tutt'ora riveste il bilancio d'esercizio, occorre andare ad indagare sul perché l'analisi del bilancio stesso è tanto importante quanto richiesta, e sul motivo per cui tale analisi richiede la strutturazione in indici. Per quanto riguarda il primo ordine di ragioni, l'analisi di bilancio ha come finalità

---

<sup>1</sup> Regolamento CE n. 1606/2002, n. 1725/2003, n. 707/2004, n. 2086/2004, n. 2236/2004, n. 2237/2004, n. 2238/2004, n. 211/2005; Direttiva CE n. 65/2001, n. 51/2003.

prioritaria quella di determinare in maniera più o meno precisa lo stato di salute di un'impresa, misurabile attraverso la misurazione della sua solvibilità, solidità e redditività. Tale obiettivo, è bene precisarlo, non è ricercato solo nei confronti delle imprese private, ma è anche largamente perseguito nei confronti del settore pubblico<sup>2</sup>. Per quanto riguarda invece il secondo ordine di ragioni, la strutturazione in indici è indispensabile ai fini della chiarezza, intesa in termini di semplicità nella lettura delle informazioni che il bilancio offre, e di sinteticità: ciò è di fondamentale importanza perché la massa di dati e informazioni espresse dal bilancio rischiano di rivestire scarsa importanza nel momento in cui non vengano correlati tra di loro.

Abbiamo detto in precedenza che l'analisi di bilancio è tanto importante quanto richiesta: ma quali sono i soggetti interessati a tale tipo di analisi? In generale, sono tutti gli stakeholders, vale a dire coloro i quali per qualunque ragione hanno interesse nell'impresa e nel suo corretto funzionamento. Andando ad approfondire, gli stakeholders possono essere raggruppati in varie categorie di soggetti, ovvero:

- I soci dell'impresa, che, per ovvi motivi, sono interessati a controllare in particolar modo la redditività dell'impresa in cui hanno investito capitale;
- I finanziatori esterni, i quali sono interessati a controllare se l'impresa è strutturalmente sana e abbia una buona redditività, ai fini della restituzione regolare del finanziamento ricevuto;
- I clienti, che sull'analisi di bilancio possono decidere se continuare o meno i rapporti commerciali con l'impresa;
- I concorrenti, ai fini della comparazione dei risultati
- I dipendenti e sindacati
- Infine, in generale possono essere interessati alla conoscenza dello stato di salute dell'impresa l'opinione pubblica e la stampa.

A tutte queste categorie di stakeholders, vanno aggiunte poi quelle potenziali, ovvero soci, finanziatori, clienti ecc. che ancora prima di diventare veri e propri stakeholders dell'impresa, valutano l'impresa stessa sulla base dell'analisi di bilancio.

Una volta chiariti questi aspetti, occorre fare ulteriori precisazioni in merito alla natura dell'analisi del bilancio, che può assumere diverse "forme" in base a come viene svolta.

---

<sup>2</sup> A. Martini, M. Sisti, Indicatori o analisi di performance? Implicazioni dell'esperienza statunitense di performance measurement

Una prima distinzione va fatta in merito ai dati sui quali si basa l'analisi, che vanno poi a incidere anche sulla veridicità e affidabilità dei risultati dell'analisi stessa. In questo senso, si può distinguere tra analisi esterna e interna.

L'analisi esterna, è svolta da soggetti che solitamente sono professionisti non dipendenti dell'impresa, e che di conseguenza hanno accesso solo all'informativa esterna predisposta dall'impresa stessa (a meno che ovviamente non sia la stessa impresa a fornire volontariamente al professionista esterno ulteriori informazioni). Questa è la forma più pura di analisi di bilancio, dato che si basa essenzialmente sul bilancio stesso e solo su di esso, ed è il tipo di analisi che verrà svolto durante questo lavoro. Alla luce di quanto appena detto, è immediatamente possibile osservare che un'analisi di bilancio esterna può essere molto più complicata rispetto a quella interna, e ciò è dovuto non solo alla carenza dei documenti su cui basare il giudizio, ma anche e soprattutto all'impossibilità per il professionista esterno di valutare se i dati su cui sta svolgendo il lavoro sono veritieri o meno. L'analisi esterna, tuttavia, pur essendo quella più complicata e verosimilmente la più imprecisa, è senza dubbio quella più utilizzata e di conseguenza la più importante: infatti a questo tipo di analisi fanno affidamento le banche, gli investitori, i concorrenti e altri soggetti rispettivamente per decidere in merito al concedere o meno un prestito, investire o meno capitale di rischio in quella impresa, valutare l'andamento dell'impresa rispetto ai competitors dello stesso settore.

L'analisi interna, invece, è quel tipo di analisi svolta da coloro che, oltre ad essere in possesso dell'informativa esterna, non solo dispongono di ulteriori dati e informazioni relative alla gestione e all'andamento dell'impresa, ma soprattutto sono in grado di valutare la veridicità e l'adeguatezza delle informazioni esterne, e valutare di conseguenza il grado in cui ci si può fare affidamento. In particolare, le analisi interne sono caratterizzate dalla perfetta conoscenza dei criteri di valutazione adottati in sede di redazione del bilancio e dei dati extra-contabili sull'andamento della gestione<sup>3</sup>.

Una seconda distinzione dell'analisi di bilancio va fatta considerando il termine di paragone preso in considerazione: a tal proposito si può distinguere tra analisi nello spazio e analisi nel tempo. Va infatti tenuto conto del fatto che l'analisi di bilancio è basata sul principio della comparazione, per valutare se un determinato indicatore ha

---

<sup>3</sup> [www.analisedibilancio.eu](http://www.analisedibilancio.eu)

un valore anomalo rispetto a quello ottimale. In particolare, la comparazione può essere fatta nei confronti dei risultati ottenuti dalle imprese concorrenti nello stesso anno preso in considerazione dall'analisi di bilancio, oppure nei confronti dei risultati ottenuti dalla stessa impresa negli anni precedenti, al fine di identificare se l'andamento della gestione è in miglioramento o in peggioramento. Nel primo caso, si parla di comparazione nello spazio, nel secondo caso si parla di comparazione nel tempo.

Per quanto riguarda la comparazione nello spazio, bisogna precisare che questa consente di esprimere il giudizio sull'andamento in senso assoluto o in senso relativo. Si parla di giudizio in senso assoluto quando l'indicatore assume un valore che è positivo o negativo qualsiasi sia il termine di paragone adottato. Un esempio farà comprendere meglio il concetto: se un'impresa ha una redditività del capitale investito pari all'1%, mentre nello stesso periodo un investimento privo di rischio remunera al 2%, allora è evidente che l'impresa ha una redditività patologicamente bassa in senso assoluto.

Al di là di queste situazioni estreme, tuttavia, maggiore rilevanza rivestono le comparazioni in senso relativo che vanno a integrare le conclusioni raggiunte a livello assoluto. Riprendendo l'esempio precedente, pur essendo evidente che l'impresa in considerazione ha una bassa redditività, il giudizio può essere meno negativo se, confrontando tale redditività con quelle delle imprese appartenenti allo stesso settore, si noti che nessuno sta avendo risultati migliori: in questo caso quindi la bassa redditività può essere attribuita al particolare momento di crisi che sta attraversando il settore.

La comparazione nel tempo, oltre alle finalità che già ho indicato in precedenza, è anche molto utile per integrare il giudizio a cui si è giunti a seguito della comparazione nello spazio. Infatti, se ad esempio un'impresa presenta degli indici meno positivi rispetto ad un concorrente, ma rispetto agli anni precedenti ha un trend in netta crescita, allora il giudizio non può che essere positivo. Al contrario, anche se un'impresa ha ancora buoni indici di bilancio in senso assoluto, ma i loro valori sono in netta diminuzione rispetto agli anni precedenti, allora l'analista può avere qualche perplessità nell'esprimere un giudizio positivo sull'andamento.

Una volta delineate le caratteristiche principali dell'analisi di bilancio, bisogna individuare le varie fasi che sia a livello temporale sia a livello logico si susseguono ai fini di una corretta valutazione dell'andamento gestionale. Tale susseguirsi di fasi

non è tuttavia l'unico accettabile, ma rappresenta comunque un iter coerente con il lavoro da svolgersi e che quindi può considerarsi comunemente accettabile, ed è l'iter che seguirà anche il sottoscritto nello svolgimento del presente lavoro.

La prima fase che bisogna affrontare è quella dello studio del mercato in cui opera l'impresa. Questa è la fase più delicata del lavoro, perché da un lato può rivelarsi difficoltosa e aleatoria, nel senso che difficilmente si potranno avere certezze riguardo allo sviluppo di un settore di mercato, ma dall'altro lato è indispensabile consente all'analista di avere un *background* completo su cui poter esprimere più consapevolmente il proprio giudizio. A titolo esemplificativo, se un'impresa negli ultimi anni ha avuto un rendimento crescente, ma dagli studi del settore in cui opera emerge che ci sarà un periodo di flessione, allora investire in quell'impresa può rivelarsi un investimento ad alto rischio.

La seconda fase è quella del reperimento della documentazione necessaria alla costruzione degli indici e alla verifica della loro attendibilità (per quanto possibile). La documentazione a cui mi sto riferendo è il bilancio di esercizio, ovvero l'unico tipo di documento disponibile a chi sta svolgendo un'analisi esterna. In particolare, sarà svolto il lavoro basandosi sui bilanci di tre anni consecutivi in quanto si ritiene che sia un arco di tempo sufficientemente lungo da consentire di esprimere un giudizio idoneo.

La terza fase è costituita dalla riclassificazione dei bilanci reperiti dall'analista. Questa operazione è dovuta al fatto che gli schemi di Stato patrimoniale e Conto economico redatti secondo i principi contabili non consentono di individuare i *key performance indicators* necessari alla determinazione del giudizio. Su tale operazione sarà dedicato un opportuno approfondimento nei capitoli successivi.

La quarta fase è data dal calcolo degli indici, ovvero il cuore di tutto il lavoro di analisi e il motivo per cui sono state fatte le operazioni precedenti. I vari indici da calcolare possono essere raggruppati in tre macroclassi: indici di solidità, di liquidità e di redditività. Anche tale aspetto sarà opportunamente approfondito nei capitoli successivi.

La quinta fase è la naturale successione della quarta, e consiste nell'interpretazione degli indici appena calcolati. Questa è la fase in cui emerge l'intuizione e l'esperienza dell'analista, ed è ciò che il sottoscritto proverà a fare nello svolgimento del presente lavoro.

## 1.2 La riclassificazione di Stato patrimoniale e Conto economico

Come detto in precedenza, la fase propedeutica al calcolo degli indici è quella della riclassificazione dei bilanci, dato che né la forma civilistica né quella dei principi contabili permette la costruzione degli indicatori chiave. L'operazione di

riclassificazione coinvolge entrambi i documenti principali del bilancio, vale a dire sia lo Stato patrimoniale che il Conto economico: procederemo prima con l'analisi della riclassificazione dello Stato patrimoniale, che può avvenire sulla base di due criteri (criterio finanziario e criterio funzionale), dopodiché andremo ad approfondire l'operazione di riclassificazione del Conto economico.

### 1.2.1 Riclassificazione dello Stato patrimoniale

Per quanto riguarda la riclassificazione dello Stato patrimoniale, si è già detto che tale operazione può essere svolta secondo due criteri: quello finanziario e quello funzionale.

Partendo da quello finanziario, in questo caso lo stato patrimoniale viene riclassificato sulla base delle scadenze finanziarie degli impieghi e delle fonti, vale a dire i tempi che richiedono per le prime di diventare liquide e per le seconde di diventare esigibili. In base a queste tempistiche, si distingue tra attività "a breve" e attività "non a breve" o "immobilizzate", e allo stesso modo passività "a breve" o "correnti" e passività "non a breve" o "consolidate". Per poter svolgere tale tipo di operazione, bisogna quindi andare a individuare qual è il termine per stabilire quando una attività o passività è considerabile a breve o meno: in linea puramente teorica, andrebbe preso in considerazione il ciclo produttivo, ovvero il tempo che occorre per acquistare le materie prime, sottoporle al processo produttivo, metterle in vendita e riscuotere gli incassi della vendita. Tuttavia, si è giustamente notato che queste tempistiche spesso possono essere sottoposte a variazioni più o meno volute, quindi si è optato di prendere in considerazione un periodo "convenzionale" che è rappresentato dal periodo amministrativo, che il più delle volte coincide con l'anno solare. Sulla base di queste considerazioni, un'attività viene considerata a breve se viene trasformata in forma liquida entro l'esercizio in corso (entro il periodo amministrativo), in caso contrario viene considerata un'attività non a breve o immobilizzata. Stesso discorso vale per le passività: se un debito diventa esigibile entro il periodo amministrativo, allora verrà considerato una passività corrente; in caso contrario sarà considerato come una passività consolidata<sup>4</sup>.

---

<sup>4</sup> una menzione a parte meritano i mezzi propri: quest'ultimi sono considerati come una passività senza scadenza, e per questo vengono definiti "passivo stabile".

Questa distinzione, tuttavia, a volte può non essere così rigida, dato che nella categoria delle immobilizzazioni possono essere incluse quelle che vengono chiamate disponibilità immobilizzate (o antifunzionali), ovvero quei valori che riguardano elementi che solitamente sono inclusi nell'attivo circolante, ma che per ragioni patologiche (solitamente dovute ad obsolescenza o incaglio) non potranno essere trasformati in liquidità entro il periodo amministrativo, e per tale motivo vengono incluse nelle immobilizzazioni. Oltre a questa categoria di immobilizzazioni, ovviamente rimangono le categorie per così dire "classiche", ovvero le immobilizzazioni tecniche, commerciali e numerarie.

Stesso discorso può essere fatto poi per la categoria dell'attivo disponibile il quale, oltre a comprendere le classiche categorie di elementi quali disponibilità tecniche, finanziarie, commerciali e numerarie, può comprendere quella parte di elementi che solitamente fanno parte dell'attivo immobilizzato ma che, sempre per ragioni patologiche (stavolta dovute soprattutto alla dismissione straordinaria di cespiti), vanno a finire nell'attivo disponibile e per tale motivo vengono definite immobilizzazioni disponibili.

Occorre precisare, però, che questa distinzione che comprende anche la parte di attivo immobilizzato facente parte del disponibile e viceversa, è di difficile attuazione<sup>5</sup> in quanto è operazione ardua individuare puntualmente quanta parte di attivo immobilizzato o di attivo disponibile debba essere "scorporata" dalla propria categoria di appartenenza per essere "incorporata" nell'altra.

Alla luce di tali difficoltà, quindi, si è soliti operare la distinzione basandosi sull'attivo fisso, che a differenza dell'immobilizzato non comprende la parte immobilizzata dell'attivo disponibile, e l'attivo circolante che, oltre alla parte immobilizzata dell'attivo disponibile, comprende anche le liquidità immediate che invece in precedenza venivano considerate come attivo liquido, ovvero una categoria a parte. Ne deriva quindi che l'attivo fisso è una categoria più ristretta dell'attivo immobilizzato, mentre l'attivo circolante è più ampio rispetto all'attivo disponibile. Andiamo ora a considerare più nel dettaglio da quali voci è costituito l'attivo, partendo prima dall'attivo fisso per proseguire poi con il circolante.

---

<sup>5</sup> Specie se l'analisi che si sta svolgendo è, come in questo caso, un'analisi esterna.

L'attivo fisso è costituito in maggioranza da quelle che sono chiamate immobilizzazioni, ovvero gli impieghi non numerari<sup>6</sup> pluriennali. Al loro interno. Le immobilizzazioni possono essere distinte in questo modo:

1. Immobilizzazioni tecniche:

- materiali
- immateriali

2. Immobilizzazioni finanziarie

Le immobilizzazioni tecniche sono quelle che vanno a comporre la struttura operativa dell'azienda, ovvero tutto ciò che serve affinché l'impresa possa esercitare la propria attività: nel caso delle immobilizzazioni tecniche materiali, queste sono costituite da tutti quegli elementi che hanno consistenza fisica ovvero macchinari, impianti, terreni, attrezzature e così via. Questa sottocategoria di immobilizzazioni comprende i fattori pluriennali già funzionanti, ma anche quelli in corso di costruzione (che può essere affidata a terzi o svolta all'interno dell'impresa stessa), e anche eventuali anticipi corrisposti ai fornitori delle suddette immobilizzazioni; di contro, le immobilizzazioni immateriali sono costituite da quegli elementi che non hanno consistenza fisica ovvero marchi, brevetti, spesa in ricerca e sviluppo e via discorrendo. Sia le immobilizzazioni materiali che quelle immateriali devono essere rettificate<sup>7</sup> con i rispettivi fondi ammortamento accumulati da ciascun elemento che va a comporre la sezione.

Le immobilizzazioni finanziarie, invece, riguardano quel tipo di valori che (di solito) esula dal *core business* dell'azienda, in quanto comprendono le partecipazioni azionarie o altro tipo di partecipazioni, credi di finanziamento ecc. che saranno tenuti in portafoglio per un periodo che va oltre il periodo amministrativo di riferimento. Questo tipo di immobilizzazioni si riferiscono soprattutto (se non esclusivamente) alle partecipazioni strategiche, ovvero quelle che sono finalizzate ad esercitare una situazione di controllo o di influenza notevole su una società. Le immobilizzazioni finanziarie devono quindi essere rettificate questa volta per i loro rispettivi fondi specifici di svalutazione.

---

<sup>6</sup> Per impiego numerario, si intende quel tipo di impiego che a seguito del processo produttivo e di vendita/incasso, è già stato trasformato in forma liquida, e quindi solitamente disponibile sotto forma di cassa oppure di conto corrente bancario. Vengono chiamati numerari perché il loro valore è dato dalla somma delle unità che le compongono (come appunto può essere determinata una somma di denaro).

<sup>7</sup> e quindi inserite nella stessa sezione, ma con segno negativo.

Per quanto riguarda invece l'attivo circolante, ricordiamo che è la sezione attiva dello stato patrimoniale in cui gli elementi che lo compongono verranno trasformati in liquidità nell'arco del periodo amministrativo. La parte più ampia che compone questa sezione è rappresentata dalle disponibilità e, in misura notevolmente minore, dalle immobilizzazioni disponibili. Soffermandoci sulle disponibilità, esse possono essere distinte in diverse categorie, quali:

- Disponibilità tecniche;
- Disponibilità commerciali;
- Disponibilità finanziarie;
- Disponibilità numerarie;
- Liquidità.

In particolare poi, vengono considerate attivo liquido la parte numeraria delle disponibilità e quindi, in concreto, il denaro contante e i valori assimilabili. Mentre le altre categorie, vale a dire materie, servizi, prodotti (parte non numeraria) e crediti o valori ad essi assimilabili (parte numeraria) sono considerati attivo realizzabile, in quanto ancora non è avvenuta completamente la trasformazione in liquidità. Quindi, in sostanza, l'attivo realizzabile non numerario è individuato nella voce "Magazzino" dell'attivo circolante, l'attivo realizzabile numerario è invece individuato nella voce "Liquidità differite", l'attivo liquido è individuato nella voce "Liquidità immediate".

Partendo dalla prima categoria, iniziamo con il dire che il magazzino può essere idealmente scomposto in:

1. magazzino materiale<sup>8</sup>, composto dai seguenti elementi:
  - scorte di materie
  - scorte di prodotti finiti
  - prodotti in corso di lavorazione

Può darsi che l'azienda abbia ottenuti dai suoi clienti un anticipo sul prezzo di vendita dei loro prodotti: in questo caso saremo di fronte a quello che è chiamato un Anticipo da clienti, e viene considerato in bilancio come una parte sottrattiva del valore che fa riferimento al prodotto stesso nei cui confronti è avvenuto tale anticipo.

---

<sup>8</sup> il magazzino materiale può anche comprendere gli anticipi a fornitori, ovvero quella parte di merce o servizio che ancora non è "entrato" in azienda ma per il quale è già stato corrisposto il prezzo al fornitore.

2. magazzino immateriale, che comprende le spese sostenute in anticipo per acquisire servizi che non sono stati ancora utilizzati, e che rappresentano i cosiddetti risconti attivi.

La seconda categoria individuata nell'attivo circolante è quella delle liquidità differite, ovvero tutti i crediti (operativi e finanziari) che avranno scadenza entro l'anno amministrativo. La parte più consistente di tale sezione è rappresentata dai crediti verso i clienti.

Infine l'ultima categoria è rappresentata dalla liquidità immediata, che altro non è che la cassa o il denaro depositato nei conti correnti (che rappresentano i valori liquidi) e i valori assimilati ai valori liquidi (che rappresentano i valori prontamente liquidabili).

Spostiamo ora la nostra attenzione nella sezione dello Stato patrimoniale dedicata al passivo.

Innanzitutto le fonti possono essere distinte per la loro natura, vale a dire in base ai finanziatori a cui tali fonti si riferiscono. Possono essere quindi individuate due categorie fondamentali di passività:

- capitale di rischio: ci riferiamo ai mezzi propri, ovvero le risorse apportate dal titolare dell'azienda o dai soci;
- capitale di credito: in generale sono i mezzi di terzi, quindi rappresentano le risorse apportate a titolo di prestito da soggetti esterni all'azienda.

La presenza di tali fonti nello Stato patrimoniale può essere dovuta all'ottenimento di finanziamenti o di dilazioni e quindi, rispettivamente, si parla di debiti di finanziamento e di debiti di regolamento.

Altro tipo di classificazione che può essere fatta con riguardo alle passività, è la classificazione per velocità di estinzione, ovvero in base a quanto tempo occorre a ciascuna fonte per divenire esigibile<sup>9</sup>.

Naturalmente, anche in questo caso si distinguerà tra fonti con scadenza a breve, ovvero che diventeranno esigibili entro il periodo amministrativo di riferimento, e fonti con scadenza non a breve, nel caso in cui l'esigibilità sia raggiunta nel periodo

---

<sup>9</sup> È bene notare che ci sono fonti che hanno scadenza graduata: basti pensare ad un debito per il cui rimborso è previsto un piano di ammortamento. Altre passività, inoltre, possono essere anche senza scadenza, come per il capitale di rischio apportato dai soci.

successivo o ancora oltre. Nel primo caso parliamo di passività correnti, mentre la seconda categoria sarà indicata come passività consolidate. Come già accennato in precedenza, i mezzi propri non sono soggetti a scadenza, e quindi non rientrano né nella prima né nella seconda categoria, ma appartengono a una categoria a parte denominata passivo stabile<sup>10</sup>.

Soffermiamoci ulteriormente sui mezzi propri: quest'ultimi, come detto, rappresentano il capitale di rischio, che si compone di due parti:

1. Parte conferita: è quella che rappresenta in maniera pura il rischio preso da coloro che hanno deciso di apportare capitale nella società. Essa è vincolata primariamente dalla definizione del Capitale Sociale, e in via sussidiaria anche dalla definizione delle riserve di capitale (ad esempio riserve da rivalutazione monetaria, riserve sovrapprezzo azioni ecc.). È chiaro che, anche successivamente, il capitale sociale può essere aumentato attraverso ulteriori versamenti dei soci, e anche da versamenti a fondo perduto, che avvengono in determinati casi e soprattutto da parte di enti pubblici.
2. Parte autoprodotta: è la parte che si è formata attraverso la gestione societaria. È una parte per così dire eventuale, ovvero sussiste solo nel caso in cui i costi siano stati completamente coperti, e va a costituire la cosiddetta riserva di utili. Tali riserve a loro volta possono essere distinte, in base alle condizioni legali che le regolano, in varie tipologie: si va quindi dalle riserve legali a quelle statutarie o a quelle straordinarie. Per quanto riguarda il capitale di credito, invece, questo rappresenta il finanziamento proveniente da soggetti esterni alla proprietà dell'impresa e va a formare le passività che come abbiamo visto si distinguono in correnti e consolidate, in base ai tempi di estinzione.

Un caso particolare è rappresentato dai conti correnti passivi: questi di fatto rappresentano debiti senza una scadenza definita, dato che si rinnovano anno per anno solitamente. Ragion per cui possono anche essere considerati come debiti stabili. Tuttavia, facendo fede in modo rigoroso alle tecniche di redazione del bilancio, andrebbero inserite tra le passività correnti ma, volendo essere più pratici, di fatto possono essere iscritti tra il passivo consolidato. Una soluzione potrebbe essere la seguente: se si hanno validi motivi per ritenere che il conto corrente passivo non sarà rinnovato dalla banca, allora senza dubbio rappresenta una passività

---

<sup>10</sup> Passivo stabile e passivo consolidato a volte sono accomunati in un'unica categoria, denominata passivo permanente.

corrente ed è quindi in quella sezione che andrebbe registrato. Nel caso contrario, ovvero se probabilmente il fido verrà rinnovato, allora potrà essere tranquillamente considerato come una passività consolidata.

Quanto appena detto finora può essere efficacemente riassunto attraverso il seguente schema di Stato patrimoniale riclassificato secondo il criterio finanziario appena illustrato.

#### RICLASSIFICAZIONE IN BASE AL CRITERIO FINANZIARIO

<i>Impieghi</i>	<i>Fonti</i>
<p><b>ATTIVO FISSO</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Immobilizzazioni tecniche materiali</li> <li>• Immobilizzazioni tecniche immateriali</li> <li>• Immobilizzazioni finanziarie</li> </ul> <p><b>ATTIVO CIRCOLANTE</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Magazzino</li> <li>• Liquidità differite</li> <li>• Liquidità immediate</li> </ul>	<p><b>MEZZI PROPRI</b></p> <p><b>PASSIVITA' CONSOLIDATE</b> <i>(oltre il periodo amministrativo)</i></p> <p><b>PASSIVITA' CORRENTI</b> <i>(entro il periodo amministrativo)</i></p>

Passiamo ora all'analisi del secondo criterio in base al quale si può riclassificare lo Stato patrimoniale, vale a dire il criterio funzionale o economico. In sostanza, tale tipo di riclassificazione è basata sulla riclassificazione in aree funzionali che viene operata nel Conto economico (e che vedremo in seguito), e che viene poi estesa anche allo Stato patrimoniale. Questo tipo di operazione è necessaria ai fini dell'analisi di redditività, in quanto consente di rapportare il flusso reddituale che ci interessa con il valore di stock di capitale coerente con il flusso stesso e calcolare quindi un tasso di redditività idoneo all'analisi di bilancio.

Iniziamo con il capire in che modo possono essere riclassificate le attività in base a tale criterio. Secondo questa logica, le attività rientrano nella fase in cui avviene la produzione del reddito, e in particolare tale reddito viene prodotto attraverso lo svolgimento di tre tipi di attività:

- Attività operative: che consentono la realizzazione della gestione operativa e alle quali deve quindi essere rapportato il flusso di reddito di tipo operativo<sup>11</sup>;
- Attività extra-operative: che consentono lo svolgimento sia della gestione extra-operativa che di quella straordinaria. Ai fini dell'analisi della redditività, ovviamente queste attività vengono rapportate ai flussi derivanti dalla gestione extra-caratteristica;
- Attività miste: ci si riferisce in questo caso prevalentemente alle scorte liquide, ovvero quelle attività che possono essere strumentali sia allo svolgimento dell'attività caratteristica che di quella extra-caratteristica.

Per quanto riguarda le attività operative, queste riguardano un concetto che non è rigido bensì variabile da impresa a impresa. Infatti, il concetto di operatività riguarda le attività che sono strumentali alla realizzazione del *core business* dell'impresa, ovvero all'attività che maggiormente la caratterizza. Ne deriva che uno stesso elemento dell'attivo, in un'impresa che opera in un determinato settore viene riclassificato tra le attività operative, mentre in un'impresa che opera in un settore differente viene riclassificato tra le attività extra-operative. Nel decidere in quale sezione dello stato patrimoniale far rientrare una determinata attività bisogna tener conto anche dei criteri seguiti nell'attribuzione dei proventi e degli oneri all'una o l'altra area gestionale del conto economico.

---

<sup>11</sup> i significati di gestione operativa ed extra-operativa saranno ripresi e definiti con maggior approfondimento nella sezione dedicata alla riclassificazione del Conto economico.

Sulla stessa linea possono essere riclassificate le attività extra-operative: a questa sezione appartengono le attività strumentali all'ottenimento dei flussi reddituali che nel conto economico vengono riclassificati nell'area extra-operativa e straordinaria.

Una parentesi a parte deve essere aperta per le disponibilità liquide che, come accennato in precedenza, rappresentano delle attività miste ma comunque deve essere seguito un criterio nella loro riclassificazione. Le disponibilità liquide, in particolare, comprendono sia il denaro depositato nei conti correnti bancari che il denaro depositato in cassa: la differenza risiede nel fatto che il denaro depositato nei conti correnti determina la formazione di interessi attivi, mentre il denaro in cassa è un'attività infruttifera sotto questo aspetto. In questo caso bisogna quindi guardare nel conto economico in quale area sono stati riclassificati i proventi finanziari derivanti dagli interessi attivi: se sono stati iscritti tra il reddito operativo e l'EBIT<sup>12</sup>, allora nello stato patrimoniale devono essere riclassificati tra le attività nell'area extra-caratteristica; se invece questi interessi attivi sono stati classificati nel conto economico a sottrazione degli oneri finanziari, allora allo stesso modo nello stato patrimoniale devono essere portati a riduzione dei debiti finanziari.

La parte relativa alle somme depositate in cassa, invece, potendo essere usate sia ai fini di una gestione che ai fini dell'altra, possono essere riclassificate divise *pro quota* per le varie gestioni, oppure essere interamente portate a sottrazione delle passività dovute a debiti di funzionamento.

Andando a considerare la riclassificazione funzionale del passivo dello stato patrimoniale, invece, le relative passività vengono riclassificate in base alle modalità di remunerazione delle stesse. In particolare si distinguono:

- Mezzi propri: ovvero quelle passività che vengono remunerate attraverso gli utili di esercizio. In questa sezione rientrano tutti i classici elementi facenti parte del patrimonio netto (capitale sociale, riserve, utili accantonati ecc.);
- I debiti finanziari: vale a dire le passività che vengono remunerate attraverso il pagamento degli oneri finanziari. Quindi in questa sezione rientrano tutte le passività alle quali corrisponde un onere finanziario esplicitamente riportato nel conto economico immediatamente dopo l'EBIT;

---

<sup>12</sup> *Earnings before interests and taxes*, ovvero la quota di reddito prodotta prima della remunerazione del capitale sia di terzi che proprio, e prima anche del prelievo fiscale sulla quota rimanente.

- I debiti di funzionamento: questo tipo di debiti non hanno una remunerazione esplicita, bensì implicita, vale a dire compresa all'interno del valore del bene o servizio acquisito in dilazione. Qui occorre fare una distinzione: si possono esplicitare gli oneri finanziari impliciti e posizionarli quindi dopo l'EBIT nel conto economico, oppure mantenere gli oneri finanziari impliciti e quindi lasciarli prima dell'EBIT. Nel primo caso, le passività di funzionamento vengono equiparate totalmente a quelle di finanziamento, e quindi in sede di riclassificazione funzionale costituiscono una propria voce del passivo dello stato patrimoniale. Nel secondo caso invece, le relative passività di funzionamento devono essere portate a detrazione delle attività operative<sup>13</sup> e quindi nella sezione del passivo rimarrebbero solo i mezzi propri e le passività di finanziamento.

---

<sup>13</sup> È la conseguenza del cosiddetto effetto della leva commerciale: mantenendo gli oneri finanziari impliciti, ne deriva che il loro costo è già stato compreso nel costo a cui sono stati iscritti i beni o servizi acquistati. Quindi ciò che rimane dell'EBIT è tutto ciò che è destinato a remunerare i terzi (passività di finanziamento) e i titolari di quote di capitale (mezzi propri).

Quanto appena detto può essere rappresentato efficacemente attraverso questo prospetto di stato patrimoniale riclassificato:

**RICLASSIFICAZIONE DELLO STATO PATRIMONIALE IN BASE AL  
CRITERIO FUNZIONALE**

<i>Impieghi</i>	<i>Fonti</i>
<b>IMPIEGHI OPERATIVI</b>	<b>MEZZI PROPRI</b>
<b>IMPIEGHI EXTRA- OPERATIVI</b>	<b>DEBITI DI FINANZIAMENTO</b> (a breve e a lungo termine)
<i>e</i>	<b>• PASSIVITÀ DI FUNZIONAMENTO</b>
<b>LIQUIDITA'</b> ( <i>c/c bancario</i> )	( <i>al netto della liquidità in cassa</i> )

Nel caso in cui gli oneri impliciti delle passività di funzionamento siano mantenuti “sopra” all’EBIT nel conto economico, allora la riclassificazione funzionale dello stato patrimoniale assume il seguente schema:

<i>Impieghi</i>	<i>Fonti</i>
<p><b>IMPIEGHI OPERATIVI</b> ( Al netto delle <b>PASSIVITÀ DI FUNZIONAMENTO</b>)</p> <p><b>IMPIEGHI EXTRA-OPERATIVI</b> <i>e</i></p> <p><b>LIQUIDITA'</b> (<i>c/c bancario</i>)</p>	<p><b>MEZZI PROPRI</b></p> <p><b>DEBITI DI FINANZIAMENTO</b> (a breve e a lungo termine)</p>

### 1.2.2 Riclassificazione del Conto economico

Abbiamo finora preso in considerazione la riclassificazione dello Stato patrimoniale; tuttavia ai fini dell'analisi del bilancio, e in particolar modo ai fini dell'analisi della redditività, anche il conto economico andrebbe riclassificato rispetto alla versione indicata dal Codice Civile. Iniziamo con il dire che il Conto economico non è strutturato a sezioni contrapposte come invece lo è lo Stato patrimoniale: è al contrario strutturato secondo una forma scalare, che di volta in volta permette di evidenziare il risultato ottenuto da ciascuna gestione che caratterizza l'attività dell'azienda.

In particolare, all'interno del Conto economico si possono individuare due classi di valori distinte:

- I valori operativi
- I valori finanziari

Tali valori confluiscono nella stessa categoria, andando a formare due aree diverse e, rispettivamente, l'area operativa e l'area finanziaria.

L'area operativa è quell'area in cui confluiscono tutti i ricavi e i costi operativi, ovvero tutti i valori che derivano dal processo di produzione e vendita della produzione ottenuta. I ricavi compresi in questa categoria riguardano non solo i

ricavi ottenuti direttamente dalla vendita, ma anche tutti i ricavi complementari alla stessa, mentre i costi riguardano quindi tutti i costi sostenuti per ottenere la produzione totale. La somma algebrica tra i ricavi e i costi operativi ci fornisce un risultato negativo o positivo individuato come reddito operativo, che nel caso in cui sia positivo (quindi i ricavi sono maggiori dei costi) allora viene definito utile operativo, mentre nel caso in cui sia negativo (quindi i costi superano i ricavi) allora si parla di perdita operativa<sup>14</sup>. Tale tipo di risultato intermedio ci dice in sostanza qual è il risultato della gestione produttiva in senso stretto, a prescindere dal modo in cui è stata finanziata la gestione stessa.

Per estendere l'analisi anche al modo in cui è stata finanziata la gestione produttiva, bisogna "scendere" nella lettura del conto economico che, come detto, è strutturato appunto in forma scalare. In particolare, ci interessa andare a vedere l'area finanziaria del conto, che racchiude tutti gli oneri finanziari pagati a fronte dei finanziamenti ottenuti per la gestione produttiva.

In alcuni casi, alla gestione operativa e a quella finanziaria se ne affiancano altre due, ovvero la gestione extra-caratteristica e quella straordinaria.

La gestione extra-caratteristica riguarda tutti quei valori che derivano da una gestione collaterale a quella caratteristica: tipici esempi di tale attività collaterali sono la locazione di immobili che, pure non rientrando nella locazione nel *core business* dell'impresa, genera ricavi derivanti dalla riscossione dei canoni di affitto; allo stesso modo può essere considerata un'attività di gestione di un portafoglio di titoli che viene svolta in parallelo all'attività principale dell'impresa e che può ovviamente generare rendite o perdite. Naturalmente, tutte le componenti positive e negative di tali gestioni parallele vengono sommate in modo algebrico e dalla loro somma deriva quindi un risultato chiamato saldo extra-caratteristico e che può essere negativo (perdita extra-caratteristica) o positivo (utile extra-caratteristico).

La gestione straordinaria, invece, riguarda tutti quei valori che non sono neanche minimamente collegati alla gestione ordinaria dell'attività d'impresa. La distinzione tra ordinario e straordinario non è mai netta quindi a volte può essere non agevole individuare la differenza tra i due casi: a titolo generale, comunque, si attribuisce la straordinarietà ai valori che derivano dai seguenti casi:

---

<sup>14</sup> Questa sezione del conto economico può anche essere chiamata area caratteristica. In questo caso si parlerà quindi di un reddito caratteristico e di utile/perdita caratteristico/a.

- Fatti inusuali: esempio classico di tale caso è la dismissione di un'immobilizzazione che porta quindi alla definizione di plusvalenze o minusvalenze;
- Riprese da esercizi precedenti: tipo esempio è il caso in cui un credito sia stato precedentemente azzerato, causa inesigibilità accertata, ma poi viene incassato negli esercizi successivi: in questo caso siamo in presenza di un provento straordinario;
- Modifica dei criteri di valutazione: che riguarda in particolar modo il magazzino, la cui variazione può cambiare notevolmente in base al criterio che si usa per la sua valutazione: il cambiamento di un criterio può portare quindi ad aumentare o diminuire il reddito riportato nel conto economico.

Anche in questo caso, i valori positivi e negativi straordinari vengono sommati algebricamente e danno luogo al saldo di quella che è chiamata area straordinaria del conto economico.

Ai fini dell'analisi del conto economico, tuttavia, è necessario individuare ulteriori risultati intermedi all'interno delle aree sopra indicate. In particolare, nell'area operativa sottraendo ai ricavi solamente i costi che derivano dalla produzione venduta è possibile ottenere il reddito lordo industriale. Ancora, i costi operativi possono a loro volta essere suddivisi in costi interni e costi esterni. I primi sono i costi che derivano dai fattori interni ovvero spese per il personale e i costi contabilizzati ai fini dell'ammortamento; i secondi invece sono tutti i costi che derivano dai fattori correnti di esercizio, primi su tutti i costi per l'utilizzo di materie e altri servizi operativi. In seguito a questa distinzione è possibile calcolare il valore aggiunto<sup>15</sup>, che è dato dalla differenza tra i ricavi e i soli costi esterni e, naturalmente, sottraendo al valore aggiunto anche i costi interni otteniamo il reddito operativo.

Come detto in precedenza, i costi interni sono composti dalle spese per il personale e le quote di ammortamento: sottraendo al valore aggiunto solo la parte relativa al costo del personale è possibile calcolare il margine operativo lordo<sup>16</sup>.

I costi possono essere distinti anche in base ad un differente criterio di classificazione, e in particolare si possono individuare costi variabili e costi costanti. Tale distinzione è basata sul modo in cui un determinato fattore produttivo reagisce davanti ad un aumento della produzione: se all'aumentare della produzione bisogna aumentare anche un fattore produttivo, allora il costo che deriva da tale fattore è

---

<sup>15</sup> il valore aggiunto rappresenta quella parte di prodotto che residua dalla copertura dei costi esterni e che serve quindi alla copertura dei costi operativi interni e dei costi delle altre aree di gestione.

<sup>16</sup> noto anche come EBITDA, ovvero *Earnings before interests, taxes, depreciation and amortization*.

chiamato costo variabile; se invece un aumento della produzione non incide sull'aumento di un determinato fattore produttivo, allora il costo che deriva da tale fattore è chiamato costo costante (o fisso). Anche in questo caso, una tale distinzione ci permette di calcolare altri risultati intermedi all'interno dell'area operativa e, in particolare, sottraendo ai ricavi i soli costi variabili otteniamo il margine di contribuzione, fondamentale nel caso in cui si voglia effettuare un'analisi della redditività sulla base di cambiamenti sul volume della produzione.

A questo punto, una volta determinati tutti i risultati rilevanti, il Conto economico può definirsi riclassificato e quindi pronto per poter essere usato ai fini dell'analisi di bilancio.

### 1.3 Analisi per indici

Come già anticipato nei paragrafi precedenti, una volta ottenuti e riclassificati i bilanci di esercizio, si può procedere all'analisi degli stessi sulla base degli indicatori necessari. In particolare, tali indicatori possono essere raggruppati in tre classi, che analizzeremo singolarmente, ovvero: indici di solidità, indici di liquidità e indici di redditività.

#### 1.3.1 Indici di solidità

Tali indici servono a valutare la solidità patrimoniale dell'azienda. Per solidità patrimoniale si intende una struttura del patrimonio tale da "assorbire" eventuali periodi negativi di breve periodo senza intaccare la continuità della gestione: è quindi uno studio che riguarda la sopravvivenza dell'impresa nel lungo periodo, durante il quale si riescono a tenere in equilibrio entrate e uscite monetarie.

La sopravvivenza dell'impresa nel lungo periodo dipende essenzialmente da due fattori:

- Correlazione tra impieghi e fonti di medio/lungo termine: ovvero le modalità attraverso cui vengono finanziate le immobilizzazioni. In particolare, il periodo di scadenza delle fonti deve essere sincronizzato con il tempo di ritorno in forma liquida degli impieghi (quindi, l'attivo fisso deve essere finanziato con il passivo permanente, almeno per la maggior parte).

- Struttura dei finanziamenti: riguardante la tipologia di finanziamenti ottenuti che, indipendentemente dalla loro velocità di estinzione, possono impattare sul rischio aziendale in termini di rischio di insolvenza e autonomia dell'azienda dai finanziatori.

Andiamo a vedere in concreto quali sono quindi i principali indicatori che consentono di svolgere un tale tipo di analisi.

Bisogna menzionare innanzitutto i quozienti di struttura, in particolare il quoziente primario di struttura che mette in rapporto i mezzi propri con l'attivo fisso dell'azienda  $\frac{MP}{AF}$ . Tale indicatore è bene che sia maggiore o uguale 1, ovvero è bene che i mezzi propri finanzino completamente l'attivo fisso e ancora meglio finanzino anche parte dell'attivo circolante. Molto spesso, tuttavia, i mezzi propri non riescono a finanziare tutto l'attivo fisso<sup>17</sup>, che quindi viene finanziato in parte dal passivo consolidato: in questo caso quindi occorre calcolare il cosiddetto quoziente secondario di struttura dato dalla seguente formula  $\frac{MP + Pass.consolidato}{AF}$ . Anche in questo caso è strettamente necessario che tale indicatore sia maggiore o uguale ad 1, altrimenti significherebbe che parte dell'attivo fisso è finanziato dal passivo circolante e ciò creerebbe delle tensioni di liquidità dovute alla più breve scadenza delle passività rispetto al ritorno in forma liquida dell'attivo. La struttura dei finanziamenti invece può essere efficacemente analizzata attraverso l'osservazione del rapporto tra mezzi di terzi e mezzi propri, chiamato quoziente di indebitamento complessivo calcolabile attraverso la seguente formula  $\frac{Pass.consolidato+Pass.correnti}{MP}$ . Questo indicatore, tuttavia, comprende anche i debiti commerciali che non vanno ad intaccare l'autonomia finanziaria della società, quindi può essere utile calcolare anche il quoziente di indebitamento finanziario che considera solo i debiti di natura finanziaria  $\frac{DF}{MP}$ . In questo caso è necessario che tale indicatore non sia maggiore di 1.

---

<sup>17</sup> In Italia è anzi pratica diffusa ricorrere al capitale di debito anche di lungo periodo per via dell'elevato numero di PMI e dei vantaggi fiscali che derivano dalla presenza di oneri finanziari.

### 1.3.2 Indici di liquidità

L'analisi della liquidità di una società è fondata sullo stesso principio dell'analisi della solidità, ovvero ha lo scopo di valutare l'equilibrio finanziario di una società ma stavolta con riferimento al breve periodo, quindi tiene in considerazione la capacità di un'azienda di far fronte agli impegni finanziari del breve periodo. Questo tipo di analisi tuttavia è meno preciso rispetto all'analisi di solidità in quanto, appunto perché basata sul breve periodo, non riesce ad esprimere il grado di solvibilità della società durante tutto l'arco dell'anno. In altre parole, non si possono tenere in considerazione le singole scadenze di ciascun credito o debito né eventuali flussi di cassa futuri in quanto il bilancio non è in grado di fornire tali informazioni<sup>18</sup>. L'analisi della liquidità viene operata su due fronti:

- Correlazione tra impieghi e fonti a breve, ovvero la stessa operazione fatta per l'analisi di solidità ma stavolta orientata al breve periodo;
- Calcolo di quozienti di rotazione riguardanti i cicli gestionali.

Partendo dalla prima serie di operazioni, bisogna innanzitutto calcolare il quoziente di disponibilità, che mette in relazione le passività del breve periodo con le entrate previste nel breve periodo sommate alla liquidità già esistente  $\frac{AC}{PC}$ . La situazione ottimale è che tale indicatore sia almeno pari a 2, tuttavia è anche accettabile un valore inferiore purché sia sempre strettamente maggiore di 1. Il grande limite di tale indicatore è che comprende anche il magazzino che può contenere delle componenti che difficilmente potranno essere liquidate entro l'anno, quindi sono ininfluenti ai fini dell'analisi della liquidità. Una soluzione a tale problema sarebbe quella di scorporare dal valore attribuito al magazzino la parte liquidabile oltre l'anno in modo tale da considerare solo il breve periodo: tale operazione, però, è sostanzialmente impossibile da attuare per l'analista esterno, e quindi si può optare per utilizzare un quoziente di tesoreria, che esclude totalmente dal numeratore la voce relativa al magazzino  $\frac{Ld+Li}{PC}$  dove  $Ld$  e  $Li$  rappresentano rispettivamente la liquidità differita e quella immediata.

Per quanto riguarda invece i quozienti di rotazione dei cicli gestionali, questi sono fondamentali perché il quoziente di tesoreria esprime il grado di solvibilità che

---

<sup>18</sup> Il documento di riferimento per ottenere tali informazioni è il budget di tesoreria, che però è difficilmente reperibile per un analista esterno.

risulta al termine dell'esercizio di riferimento, ma non indica nulla sulla solvibilità che si è verificata durante l'anno. Gli indici di rotazione del capitale circolante servono appunto per capire quali sono i tempi di trasformazione in forma liquida dei vari elementi che compongono l'attivo circolante. In particolare, se risulta che l'incasso dei crediti avviene successivamente al pagamento dei debiti, allora nel periodo che intercorre tra i due eventi ci sarà una situazione di fabbisogno finanziario, nel caso opposto ovviamente ci sarà invece una creazione di liquidità. L'analisi dei quozienti di rotazione avviene facendo riferimento a tre diversi tempi di giacenza: i tempi di giacenza delle rimanenze, dei crediti commerciali e dei debiti commerciali.

Con riguardo alle rimanenze, bisogna tenere in considerazione i ricavi, che rappresentano il ritorno in forma liquida del magazzino, rapportandoli appunto con i valori che compongono il magazzino stesso  $\frac{V}{M}$ , dove V rappresenta i ricavi delle vendite mentre M rappresenta il magazzino. Queste due variabili possono essere utilizzate anche per calcolare quanto tempo in giorni il magazzino impiega per rinnovarsi a seguito dei ricavi, utilizzando la seguente formula  $(\frac{M}{V} * 365)$ , che viene chiamata tempo medio di giacenza delle scorte.

Discorso analogo può essere fatto con riferimento ai crediti commerciali: è possibile calcolare l'indice di rotazione dei crediti commerciali attraverso la seguente formula  $\frac{V}{C.comm}$ . Mentre per calcolare il tempo espresso in giorni necessario ad incassare i crediti, occorre utilizzare tale indicatore  $(\frac{C.comm}{V} * 365)^{19}$ .

Infine, lo stesso concetto può essere applicato anche ai debiti, e quindi per calcolare l'indice di rotazione dei debiti commerciali bisogna utilizzare la seguente formula  $\frac{A}{D.comm}$ , mentre per calcolare i giorni necessari a rinnovare i debiti si procede in questo modo  $(\frac{D.comm}{A} * 365)$ , dove per A si intende la spesa sostenuta per gli acquisti che hanno generato debiti commerciali<sup>20</sup>.

Una volta calcolati tutti questi indicatori, è possibile calcolare la durata media del ciclo del circolante, ovvero il totale dei giorni che occorrono dal pagamento ai

---

<sup>19</sup> Ai fini di una maggiore precisione, occorrerebbe scorporare dai crediti commerciali l'iva che solitamente viene compresa nel loro valore iscritto in bilancio. Questo perché i ricavi invece sono registrati a Conto economico già scorporati, e quindi l'operazione di scorporare l'iva anche dai crediti permette di ottenere una formula più omogenea tra numeratore e denominatore.

<sup>20</sup> Anche in questo caso, e per lo stesso motivo della nota 19, è opportuno scorporare l'iva dai debiti commerciali.

fornitori per i fattori produttivi fino al momento dell'incasso dai clienti per le vendite di beni o servizi. Tale lasso di tempo è calcolabile tramite la seguente formula:

$$\text{gg ciclo del circolante} = \text{gg scorte} + \text{gg clienti} - \text{gg fornitori}$$

Solitamente, nelle aziende avviene prima il pagamento dei fornitori e successivamente l'incasso dai clienti: in questo caso, quindi, la durata del ciclo del circolante indica il periodo in cui ci sarà fabbisogno finanziario dovuto all'avvenuto pagamento dei fornitori<sup>21</sup>.

### 1.3.3 Indici di redditività

L'analisi della redditività mira a valutare in che misura il capitale utilizzato dall'azienda è idoneo alla produzione di un reddito, attraverso il calcolo di un tasso di rendimento. Per tale tipo di analisi, quindi viene preso in considerazione un determinato tipo di reddito rapportandolo al capitale che ha contribuito alla formazione di detto reddito. È fondamentale in questa fase utilizzare un flusso di reddito e una configurazione di capitale che siano coerenti tra di loro, e in questo senso torna utile la riclassificazione dello Stato patrimoniale secondo il criterio funzionale (o, appunto, economico), dato che divide il capitale in base a quale flusso di reddito ha determinato.

Il primo tasso di rendimento da tenere in considerazione è senza dubbio il ROE, che sta per *return on equity* e che misura appunto il tasso di redditività del capitale di rischio. Per calcolare tale indicatore, quindi, sarà necessario prendere in considerazione l'utile netto risultante dal conto economico (in quanto rappresenta il reddito che spetta al titolare o ai soci dell'azienda) e rapportarlo con il capitale di rischio apportato per la produzione di tale reddito (e quindi i mezzi propri, risultanti sullo stato patrimoniale riclassificato). È bene precisare che l'utile netto rappresenta un dato di flusso mentre i mezzi propri rappresentano un dato di stock esistente alla fine del periodo amministrativo: nel caso in cui il valore dei mezzi propri sia mutato durante il corso dell'anno è opportuno quindi prendere in considerazione una media aritmetica tra il valore più basso e quello più alto assunto durante l'anno, o ancora meglio una media ponderata per ciascun mese. Un'altra osservazione è data dal fatto

---

<sup>21</sup> In alcuni casi, come per esempio nelle agenzie di assicurazione, l'incasso dei premi avviene prima del pagamento dell'assicurazione stessa, in questo caso il ciclo del circolante ha valore negativo e quindi genera addirittura un'eccedenza di liquidità.

che l'investimento dei soci non comprende anche l'utile di esercizio, che rappresenta invece il risultato della gestione: sarebbe quindi opportuno rettificare la voce dei mezzi propri dall'utile conseguito durante l'esercizio in corso<sup>22</sup>.

L'altro tasso di rendimento sui cui basare l'analisi della redditività è il ROI, che sta per *return on investment*, il cui obiettivo è quello di stabilire il tasso di redditività del capitale investito nella sola gestione caratteristica, confrontando tale capitale con il reddito operativo conseguito; la sua formula quindi sarà la seguente:  $ROI = \frac{U_o}{C_i}$ . È da precisare che sia il reddito operativo sia il capitale utilizzato come riferimento devono essere riferiti esclusivamente alla gestione caratteristica, e quindi devono essere rettificati tutti gli eventuali flussi che provengano dalla gestione extra-caratteristica; inoltre, il capitale della gestione caratteristica deve essere considerato al netto delle passività di funzionamento, infatti bisogna tener conto solo del capitale oneroso, ovvero il capitale proprio e i debiti finanziari. Anche per il calcolo di tale tipo di indicatore, quindi, è necessario considerare la riclassificazione economica dello Stato patrimoniale. Inoltre, anche in questo caso non c'è perfetta corrispondenza tra il numeratore (che è un dato di flusso) e denominatore (che è un dato di stock): quindi ancora una volta bisognerebbe prendere in considerazione una media degli investimenti operativi, ancor meglio se ponderata per i 12 mesi del periodo amministrativo.

Ai fini dell'analisi della redditività, bisogna inoltre tenere in considerazione il RONA, ovvero il *return on net assets*. Tale indicatore prende in considerazione non solo la gestione operativa, ma anche quella extra-caratteristica, e infatti al numeratore viene preso in considerazione l'EBIT<sup>23</sup> mentre al denominatore si utilizza non solo il capitale investito in asset operativi, ma anche il capitale investito extra-operativo. Questo indicatore ci permette di capire in che modo la gestione extra-caratteristica influisce sul rendimento finale dell'azienda: in particolare, se il rapporto  $RONA/ROI > 1$ , allora vuol dire che la gestione caratteristica ha avuto effetto positivo sull'EBIT; se  $RONA/ROI = 1$ , significa che non esiste gestione extra-caratteristica, oppure che essa ha effetto neutro; se infine  $RONA/ROI < 1$  allora

---

<sup>22</sup> Esistono poi altre rettifiche per rendere più veritiero l'utilizzo del ROE. Innanzitutto si può distinguere tra ROE lordo e ROE netto, in base al caso se si utilizzi l'utile netto o l'utile lordo. Inoltre si può parlare di ROE normalizzato nel caso in cui si scelga di isolare il risultato della gestione straordinaria dalla determinazione dell'utile finale.

<sup>23</sup> L'EBIT, ricordiamolo, comprende il risultato ottenuto prima di sottrarre gli oneri finanziari e le imposte. Comprende quindi anche il risultato della gestione extra-caratteristica.

significa che la gestione extra-caratteristica ha effetto deprimente sul risultato dell'azienda.

Quanto appena detto, va ricordato, rappresenta solo un'infarinatura generale dei concetti che si andranno poi ad applicare nello svolgimento del presente lavoro. Durante lo svolgimento dello stesso, saranno comunque ripresi determinati concetti già esposti nelle pagine precedenti, e saranno introdotti anche nuovi concetti che saranno puntualmente spiegati anche dal punto di vista teorico.

## CAPITOLO II

### ANALISI DEL SETTORE DI LUSO E AUTOMOTIVE DI LUSO

Procediamo ora con l'analisi del mercato del settore automotive di lusso, partendo prima dal mercato dei beni di lusso in generale, per poi andare ad analizzare lo sviluppo che potrà avere il settore automotive nel corso degli anni.

Partiamo con il definire innanzitutto cosa si può intendere per bene di lusso: un bene di lusso è un bene che appartiene ai segmenti più alti dei vari settori di mercato, e quindi che si tratti vuoi di abbigliamento, vuoi del settore immobiliare, vuoi del settore tecnologico o vuoi, come nel nostro caso, del settore automotive<sup>24</sup>. Tale segmento più alto di ciascun settore viene definito "Alto di gamma" e quindi l'appartenenza di un bene a tale segmento identifica il bene stesso come un "Top di gamma".

Tale definizione breve quanto efficace del concetto di bene di lusso, ci permette di porre in essere subito un'osservazione: a seguito di una ricerca di Bain & Company, è emerso che il consumatore di beni di lusso non è più interessato all'acquisto del singolo bene in sé, o meglio non *solo* al bene in sé, bensì è interessato anche all'acquisto di beni accessori che in qualche modo completino il godimento del bene. In altre parole, attraverso l'acquisto non solo del bene di lusso ma anche dei beni ad esso accessori, il consumatore fa del lusso il proprio stile di vita, tant'è che si sta abbandonando l'idea di *luxury good* per far spazio invece a quella di *luxury lifestyle*. Da ciò ne deriva quindi che la competizione che avviene all'interno del mercato del lusso non è più identificabile in un singolo settore merceologico, ma si sviluppa abbracciando settori anche diversi tra loro.

Conseguenza di queste considerazioni è che le imprese operanti nel settore si sono viste costrette a rivedere i propri *business model* in funzione dei nuovi bisogni dei consumatori, tant'è che si sta assistendo allo sviluppo non solo di imprese che diversificano il loro business, ma anche di veri e propri gruppi multi-brand. Occorre chiarire innanzitutto che tale strategia non è comune a tutti gli operatori appartenenti

---

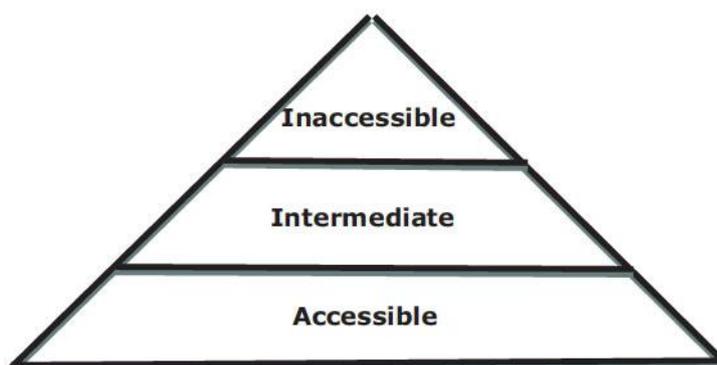
<sup>24</sup> Definizione della American Marketing Association

al settore del lusso: infatti alcuni preferiscono specializzarsi nel proprio *core business* proponendo un unico marchio per favorire la percezione di eccellenza del proprio prodotto. Tornando invece i gruppi multi-brand, tanto per fare un esempio, uno dei maggiori gruppi di tale categoria riguarda LVMH, ovvero un gruppo europeo che controllo marchi appartenenti a vari settori come abbigliamento di alta moda, orologi di lusso, alcolici pregiati fino ad arrivare a prodotti cosmetici.

Come sostenuto in una ricerca di Robert Olorenshaw, titolata “Luxury and the recent economic crisis”, il settore del lusso crea intorno ai beni appartenenti a tale settore una serie di paradossi, andando a contraddire molte delle tesi elaborate dalla dottrina in merito al comportamento dei consumatori nell’economia classica.

Il primo di questi paradossi riguarda innanzitutto la funzione che hanno i beni di lusso: essi infatti non servono, ovviamente, a soddisfare quelli che sono chiamati i bisogni primari (né tantomeno secondari) di un consumatore. Essi hanno piuttosto una funzione psicologica, ovvero trasmettere una condizione di benessere, e sociale in quanto denotano l’appartenenza ad un determinato status.

Altro fondamentale paradosso relativo ai beni di lusso riguarda il modo in cui i prezzi degli stessi influiscono sulla domanda. È noto in economia classica che, all’aumentare del prezzo di un determinato prodotto, la domanda di *quel* prodotto diminuisca, soprattutto se non è un bene necessario. Bene, per i beni di lusso il più delle volte può attivarsi un meccanismo opposto: l’aumento del prezzo può fungere da segnale per il consumatore che indica una maggiore qualità e, al contrario, una diminuzione del prezzo può essere percepita come un peggioramento della qualità del prodotto. Questo avviene perché il target a cui è rivolto il settore del lusso, è composto da consumatori che non sono sensibili a variazioni di prezzo in aumento, soprattutto se di piccola entità. Questo meccanismo agisce in maniera differente a secondo di quale categoria di beni di lusso si prende in considerazione: Danielle Allèrès, uno dei primi teorici del settore lusso, distingue infatti tre categorie di prodotti, individuabili in questa sorta di piramide:



La “punta dell’iceberg” è rappresentata da quei beni definiti inaccessibili, ovvero quei beni percepiti come irraggiungibili dalla grande maggioranza della platea di consumatori, non solo per il prezzo considerato in valore assoluto, ma anche per la variazione relativa alla media dei prezzi per quella categoria di beni<sup>25</sup>.

Le altre due categorie inferiori riguardano, in ordine, i beni intermedi di lusso e i beni accessibili. La differenza risiede nella platea di consumatori che possono accedere a tali beni: ovviamente, i beni intermedi sono acquistabili da un maggior numero di consumatori rispetto a quelli inaccessibili, ma sono comunque meno raggiungibili dei beni di lusso accessibili, che invece possono essere percepiti come uno “sfizio” che prima o poi quasi tutti i consumatori possono togliersi.

Lo studio di Bain & Company precedentemente citato ci fornisce inoltre ulteriori dati che sono interessanti per comprendere meglio l’evoluzione passata e futura del mercato del settore di lusso.

Il fattore più interessante da notare è che il mercato del lusso, nonostante il periodo di crisi attraversato, è in continua crescita e conta ancora circa 330 milioni di consumatori da tutto il mondo ed ognuno con preferenze assai diverse in termini di frequenza di acquisto, modalità di acquisto, utilizzo del bene ecc. A tal proposito, bisogna precisare che la minoranza dei consumatori alimenta quasi da sola tutto il mercato del lusso. Infatti dei 330 milioni di consumatori solo il 45% rappresenta coloro che acquistano beni con frequenza, e da soli rappresentano circa il 90% del mercato globale. Tuttavia, si è riscontrata una sempre maggiore eterogeneità riguardo al tipo di consumatore del lusso: in questo senso, non si assiste più all’acquisto di beni di lusso solo da parte di consumatori appartenenti ad un’elite, ma stanno entrando in questo mercato anche consumatori con un reddito più “normale”

---

<sup>25</sup> ad esempio, una bottiglia alcolica pregiata dal valore di 10.000€ è senza dubbio un bene di lusso inaccessibile. Ciò non è dovuto alla somma in sé (10.000€ è in fin dei conti una somma che può essere accumulata da molti consumatori), ma piuttosto al fatto che con un decimo di tale somma si possono acquistare bottiglie comunque di buona qualità.

(naturalmente, in questo caso saremo di fronte comunque a consumatori occasionali di beni di lusso), e quindi anche le imprese del lusso stanno cambiando le proprie strategie in funzione di questa nuova categoria di acquirenti.

A livello geografico, è utile osservare che i Paesi in cui la crescita del mercato del lusso è maggiore, sono i Paesi emergenti, primi su tutti Cina e Giappone, mentre nei Paesi già sviluppati si riscontra un rallentamento nella crescita. Oltre ai due Paesi emergenti appena citati, e in generale oltre a tutto il territorio asiatico, un altro mercato emergente sta spingendo verso l'alto i consumi dei beni di lusso, ovvero il Brasile. È doveroso inoltre precisare che, anche se l'acquisto è effettuato nei Paesi già sviluppati come USA e l'Europa in generale, spesso capita che tali acquisti siano effettuati proprio da turisti cinesi o giapponesi che quindi contribuiscono anche ad innalzare il "fatturato di lusso" al di là dei loro Paesi d'origine. Ad onor del vero, nel 2013 l'America è risultata prima per crescita negli acquisti di prodotti di alta gamma, ovvero ha assistito ad una crescita del 4%, superando anche la Cina che ha avuto una crescita del 2,5%. Tuttavia bisogna precisare che questa crescita maggiore dell'America è dovuta non solo allo sviluppo di numerosi punti vendita tanto nelle città principali quanto in quelle secondarie, ma anche al sostegno alla domanda di tali beni apportata dai cinesi in viaggio nell'America stessa. Infatti, a prescindere dal Paese in cui viene effettuato l'acquisto, i cinesi risultano i maggiori consumatori di beni di lusso in quanto rappresentano il 28% della spesa totale, e il 14% della clientela di lusso.

Passando invece al lato produttivo dei beni di lusso, si nota che i maggiori produttori di beni di lusso nel mondo sono Francia e Italia, anche se è facile osservare che alta produttività non significa alto consumo di beni di lusso; anche in questo caso infatti i maggiori consumatori di prodotti di lusso francesi e italiani sono i cinesi.

Soffermandoci sull'Italia, è bene ricordare che è stata istituita una fondazione, di nome Altagamma<sup>26</sup>, con lo scopo di favorire lo sviluppo di beni di lusso per quanto riguarda sia la produzione che la commercializzazione, e di sostenerne la competitività anche a livello internazionale, puntando sull'esclusività, qualità ed esclusività del design di ciascun prodotto. Quindi questa fondazione racchiude la maggioranza dei brand italiani del lusso e, oltre a marchi del genere di Fendi, Bulgari e marchi di altri settori, comprende anche il marchio Ferrari, oggetto dell'analisi del

---

<sup>26</sup> la fondazione nasce nel 1992 con la presidenza di Santo Versace.

presente lavoro. A titolo di completezza informativa, è bene precisare che anche in Francia è presente un'istituzione con gli stessi scopi, ed è Comitè Colbert, che comprende, tra gli altri, il marchio Chanel.

Andando adesso a fare un breve *excursus* storico dalla crisi del 2008 fino ai nostri giorni, i Paesi che sono stati maggiormente colpiti dalla crisi sono stati il Giappone, gli Stati Uniti e l'Europa in generale. Tale crisi è dovuta soprattutto ad una diminuzione del potere di acquisto, all'aumento dell'imposizione fiscale ai fini del risanamento del debito pubblico e all'aumento del prezzo di alcuni prodotti che di fatto hanno "tagliato fuori" una buona fetta di consumatori. Un simile fatto ha per forza di cose comportato un rallentamento nella crescita delle vendite dei prodotti di lusso, anche se è interessante notare che in realtà i ricchi (ovvero coloro che per la maggior parte rappresentano la clientela del lusso) non hanno subito alcuna perdita di potere d'acquisto a seguito della crisi, oppure l'hanno subita in misura trascurabile: allora a cosa è dovuto questo rallentamento nella crescita delle vendite? Come detto nelle righe precedenti, nel mercato del lusso sono ormai entrati anche una piccola fetta di consumatori occasionali del lusso, in possesso di un reddito meno facoltoso dei ricchi. Bene, è proprio con riguardo a questa categoria di consumatori<sup>27</sup> di "fascia media" che si è realizzata la diminuzione del potere di acquisto e, anzi, la crisi ha contribuito ad ampliare la forbice che separa consumatori di fascia medio-bassa dai consumatori ricchi.

Nonostante i primi segnali della crisi del 2008, tuttavia, in molti ritenevano che il settore del lusso non avrebbe risentito di alcuna frenata in termini di volumi di vendite ma che, al contrario, sarebbe stato il settore trainante di una ricrescita di tutti gli altri settori a livello di economia globale. In realtà, il mercato del lusso effettivamente nel 2008 non ha accusato una vera e propria crisi, ma una situazione del genere si è invece riscontrata nel 2009. Con il senno di poi, tuttavia, anche nel 2008 si potevano captare alcuni segnali di un'economia del lusso in declino, infatti il tasso di crescita atteso nel settore del lusso nel 2008 era "solo" del 3%, inferiore quindi a quello del 6,5% dell'anno precedente e ancor più inferiore del 9% del 2006; doveva quindi essere chiaro che anche un settore fino a quel momento intoccabile come quello del lusso stava affrontando una brusca frenata.

---

<sup>27</sup> Molte imprese produttrici del lusso hanno comunque recepito l'inserimento di questa categoria di consumatori, tant'è che hanno anche lanciato numerose linee low cost che comportano prezzi più accessibili, ma mantenendo sempre la garanzia di qualità ed esclusività che si addice al marchio.

Ovviamente la frenata a livello di crescita del settore del lusso è di diversa intensità in base a quale segmento del lusso si prende in considerazione: infatti il lusso maggiormente accessibile è quello che ha patito la frenata più brusca, o per meglio dire nulla, dato che ha avuto un tasso di crescita dello 0% nel 2008; passando allo scalino successivo dell'accessibilità, ovvero agli *"aspirational" brands*, quest'ultimi nel 2008 hanno comunque fatto registrare una crescita del 3%, ovvero perfettamente in linea con la media di crescita del settore del lusso; sono invece i prodotti di lusso assoluto quelli che hanno risentito in misura minore della crisi economica: infatti nel 2008 hanno comunque mantenuto una crescita dell'8% che, anche se è leggermente inferiore rispetto a quella del 2007, rappresenta comunque un segnale di solidità anche di fronte a periodi di crisi economica.

La spiegazione di tale differenze è presto detta: riguarda, ancora una volta, ciò che è stato anticipato nelle pagine precedenti. Ovvero, l'ingresso nel settore del lusso di quella fascia di consumatori occasionali che non hanno a disposizione un reddito tale da permettergli di assorbire periodi di crisi mantenendo inalterati i consumi: è stata infatti la categoria di prodotti dedicata a questi consumatori, ovvero il lusso accessibile, a risentire maggiormente del periodo di crisi. I cosiddetti "ricchi", invece, continueranno (anche se in misura trascurabilmente inferiore) a consumare i beni di lusso che solitamente sono abituati a consumare.

Sempre in base alla ricerca di Bain & Company, il 2010 segna la ripresa del settore de lusso, infatti si registrano crescite consistenti dei volumi di vendita in tutti i quattro quarti dell'anno. Tale ripresa coinvolge tutti i settori del lusso<sup>28</sup>, comprendendo quindi anche il settore automotive, ad eccezione del settore yacht e barche di lusso, che stenta a riprendersi non solo per la riduzione vera e propria degli ordini, ma anche a causa dello svilupparsi di un mercato dell'usato.

Tale situazione di ripresa continua anche nel 2011, in cui si registra un tasso di crescita globale delle vendite di beni di lusso pari al 10%, mentre in Europa la crescita ammonta addirittura al 12%. Tuttavia il maggior tasso di crescita europea rispetto alla media globale è dovuto, in base ad una ricerca svolta da McKinsey & Company, ad un incremento del turismo cinese, giapponese e russo nel territorio europeo, che ha contribuito al sostegno della domanda di beni di lusso nel territorio.

---

<sup>28</sup> Dati confermati anche da McKinsey & Company

Paradossalmente, invece, i cittadini europei risultano, a seguito del citato studio, più sensibili al prezzo e quindi meno attratti dai beni di lusso.

Un altro particolare trend del 2011 riguarda i prezzi dei beni di lusso: risulta infatti che in tale anno si è registrato un leggero aumento dei prezzi, in controtendenza quindi rispetto alle politiche promozionali avutesi negli anni precedenti. Tale incremento è dovuto soprattutto ad incentivare la spesa di coloro che individuano nel prezzo il valore e la qualità di un bene, e che sono quindi i consumatori insensibili ad un lieve incremento di prezzo. Facendo riferimento poi in particolare al caso italiano, le imprese che hanno saputo sfruttare meglio l'incremento della domanda estera a livello internazionale, sono uscite fuori dalla crisi in una buona situazione economica, al contrario invece di quelle aziende che sono rimaste legate al contesto nazionale e che hanno subito quindi danni economici a causa della contrazione della domanda del Paese.

Il 2012 replica sostanzialmente le performance di crescita registrate nel 2011, in quanto si registra un tasso del 10% in tutto il mondo, ancora una volta dovuto in gran parte ad un aumento del turismo nei Paesi considerati maturi.

Anche stavolta un ruolo determinante nella crescita del settore è stato svolto dalla Cina, sempre più avvezza ai prodotti di lusso. La fase di crescita abbraccia tutti i settori del lusso e in particolare, come riportato in uno studio sempre delle Bain & Company in collaborazione con Altagamma, il settore automotive di lusso registra un aumento del 4%, dovuto principalmente alla categoria "absolute" piuttosto che la categoria accessibile, leggermente inferiore rispetto alla crescita registrata nel 2011 ma pur sempre soddisfacente.

Nel 2013 si è registrato invece un rallentamento nella crescita del settore, ovvero pari al 2%, dovuto in particolar modo alla diminuzione del flusso turistico in Europa e al deprezzamento dell'euro in confronto alla maggior parte delle valute estere. In particolare, si è registrata in questo anno un'ottima performance da parte di Paesi emergenti come Brasile e Messico e in generale il Sud-Est asiatico, e si è assistito inoltre alla "nascita" di un nuovo mercato emergente e molto promettente, ovvero l'Africa.

Le previsioni per il 2014 si tengono sostanzialmente in linea con quelle degli anni precedenti, infatti sono stimate ulteriori crescite dovute ancora una volta al sostegno della domanda da parte dei paesi emergenti. Di quest'ultimi Paesi, il più determinante e profittevole rimane sempre la Cina, ma si stima anche un notevole

incremento della domanda di beni di lusso anche in Qatar, in cui si prevede una crescita del 7% del numero di milionari. Tenendo in considerazione in particolare il caso italiano, il 2014 ha dato esiti positivi per i marchi di lusso made in Italy, dovuto in particolar modo alle esportazioni già determinanti anche gli anni precedenti. Il mercato più florido con riguardo alle esportazioni italiane è quello americano, soprattutto per quanto concerne proprio il settore automotive di lusso.

Appare opportuno aprire una chiosa sul mercato cinese in quanto, come spiegato nelle pagine precedenti, ha svolto, sta svolgendo e svolgerà un ruolo di determinante importanza per quanto riguarda il mercato del lusso. In generale, tutti i Paesi del cosiddetto BRIC<sup>29</sup> svolgono un ruolo importante per il fatturato del lusso europeo, anche se è stata la Cina che, nel 2010, ha spodestato gli Stati Uniti dal secondo posto di maggior mercato di lusso nel mondo, in cui è il Giappone a primeggiare. Inoltre, in base a quanto constatato da McKinsey & Company, la domanda cinese è anche quella costituita dai consumatori più giovani infatti circa il 50% della domanda cinese è costituita da consumatori tra i 18 e i 34 anni, mentre la stessa fascia di età costituisce il 30% della domanda derivante dall'Europa Occidentale. Ciò che comunque rappresenta una risorsa per il mercato europeo è soprattutto il luogo in cui i cinesi esercitano il loro potere di acquisto di beni di lusso: infatti, in base ad una ricerca condotta dal Boston Consulting Group, circa il 70% dei consumatori di lusso cinesi preferiscono esercitare i propri acquisti al di fuori della Cina, e in particolare in Europa.

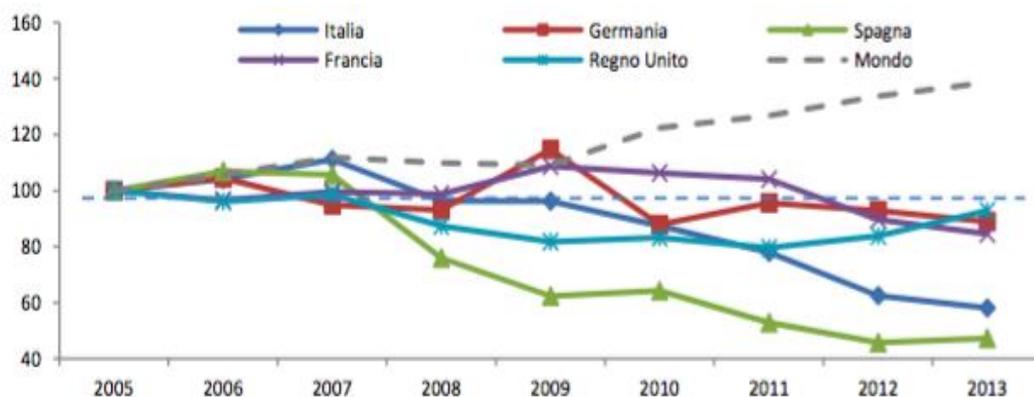
Considerando in particolare il settore dell'automotive di lusso, il mercato cinese è stato provvidenziale anche per questo settore, che aveva assistito ad un declino delle vendite sia in Europa sia in America del Nord nel 2007-2008. Tant'è che la maggior parte dei brand delle auto di lusso hanno degli showroom a Pechino e Shanghai, ed è proprio lo Shanghai Auto Show del 2011 ad essere stato definito come il più fruttifero in termini di maggiori ricavi apportati per marchi come Rolls-Royce, Bentley, Ferrari e Lamborghini. Addirittura ci sono stati 5 modelli di Aston Martin 77 che sono stati venduti prima dell'apertura ufficiale dello show, al prezzo di 5 milioni ciascuno. In base ad una ricerca condotta da IHS, nel 2010 sono state vendute 727,000 autovetture in Cina, per poi arrivare a 1,6 milioni di autovetture nel 2015;

---

<sup>29</sup> ovvero: Brasile, Russia, India e Cina

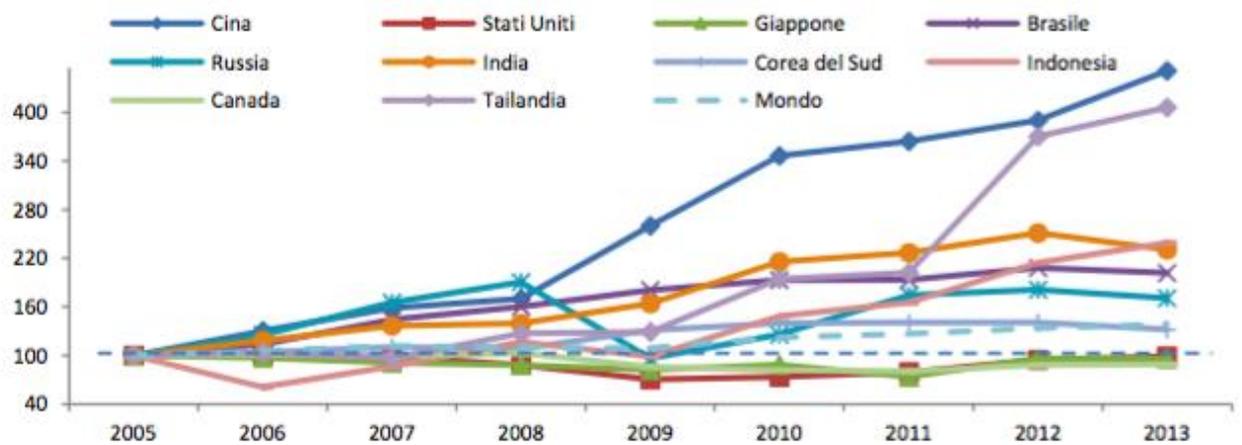
viene indicata, infine, la Cina come secondo maggior mercato nel mondo per Ferrari e Lamborghini.

Quanto appena sostenuto è chiaramente rappresentato in alcune proiezioni elaborate in una ricerca effettuata da Prometeia e promossa dalla 10<sup>a</sup> Commissione Industria, Commercio, Turismo del Senato della Repubblica, e denominata “*Il settore automotive nei principali paesi europei*”, che prende in considerazione un periodo di 8 anni, a partire dal 2005 fino al 2013.



Questo primo grafico evidenzia la domanda europea, e in particolare mette in risalto il sostanziale declino della domanda del settore automotive nei confronti dell'andamento medio del resto del mondo. Il Paese che ha subito la minor perdita è stato il Regno Unito che a partire dal 2011 ha registrato una lenta crescita che ha portato la domanda a livelli simili a quelli di partenza. L'Italia, invece, è stata quella che dopo la Spagna ha registrato la peggior performance dopo una piccola crescita fino al 2007.

Coerentemente con quanto affermato in precedenza, è stato il mercato dei Paesi emergenti ad aver sostenuto la domanda mondiale non solo di automobili di lusso, ma di tutto il mercato del lusso stesso. Tale tendenza è efficacemente riportata nel seguente grafico, elaborato nella stessa ricerca effettuata da Prometeia precedentemente citata:



Qui appare evidente la netta crescita del resto del mondo nei confronti della situazione europea, a parte il caso di Stati Uniti e Giappone che negli otto anni presi in considerazione hanno sostanzialmente mantenuto gli stessi livelli di domanda. Si nota immediatamente la netta crescita della Cina a sostegno della tesi portata avanti nelle pagine precedenti, tesi che vede la Cina come Paese trainante della crescita del settore del lusso sia negli anni recenti quanto negli anni a venire. In generale, comunque, sono tutti i Paesi del BRIC a registrare una netta crescita fino al 2013, con l'India al secondo posto, il Brasile al terzo e infine la Russia al quarto.

Spostando adesso l'attenzione sugli anni più recenti e su stime sull'andamento futuro del mercato dell'automotive di lusso, è bene prendere in considerazione un recente studio elaborato da Frost & Sullivan: tale studio afferma infatti che il mercato delle auto di lusso è in forte fermento, tuttavia con diversa intensità a seconda dell'area geografica che si tiene in considerazione.

In particolare, tale ricerca prospetta un incremento dei volumi di vendita dei veicoli dall'attuale 5 milioni di unità vendute a 10 milioni nel 2020: si prospetta quindi addirittura un raddoppio dei volumi di vendita.

I maggiori sostenitori di tale crescita, come sostenuto da Frost & Sullivan, saranno i cosiddetti *baby-boomers*, ovvero clienti di giovane età che, come già riportato nelle pagine precedenti, appartengono soprattutto a Paesi emergenti come India, America Latina e Cina su tutte: tali consumatori di giovane età hanno esigenze che non riguardano solo l'automobile in sé, ma che l'automobile sia fornita delle migliori tecnologie all'avanguardia e di servizi connessi all'utilizzo della stessa. Il raddoppio dei volumi di vendita che Frost & Sullivan prospetta sul mercato del lusso, sarà maggiore rispetto all'incremento dei volumi del settore automobilistico in generale,

quindi si ritiene che tale incremento delle auto di lusso possa trainare con sé anche la crescita di tutto il settore automobilistico. Parallelamente allo sviluppo del settore, viene prospettato anche un incremento del corrispettivo mercato dell'usato di lusso per cui sempre crescente importanza avranno i servizi di remarketing<sup>30</sup>.

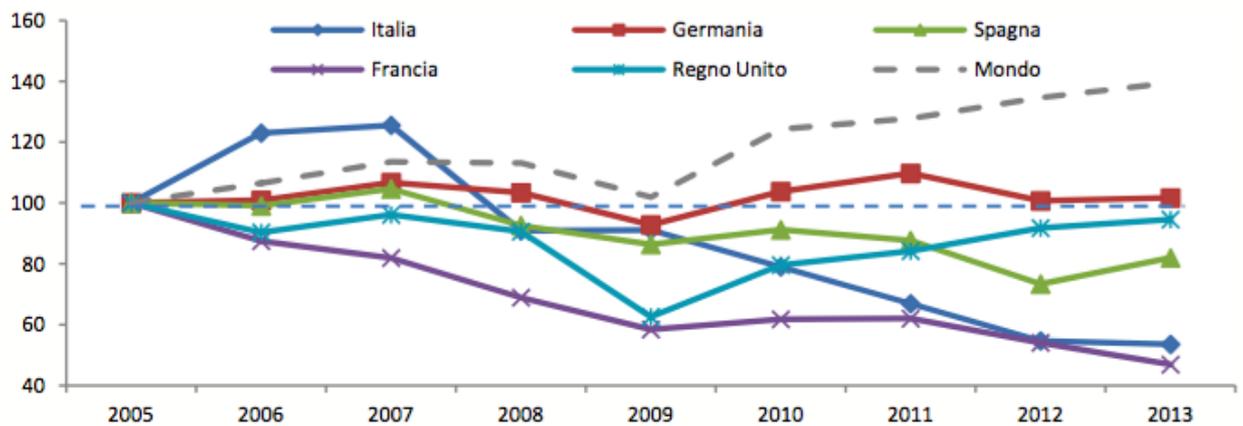
I produttori di auto di lusso stanno quindi cercando nuovi metodi per differenziare e posizionare il loro marchio in modo tale da ottenere un vantaggio competitivo nei confronti dei competitors: ciò si traduce nel tentativo di tali produttori di stare al passo con le nuove esigenze dei clienti sia dal punto di vista sociale che tecnologico. A titolo esemplificativo, la dimensione dell'automobile non viene più percepita come un segno distintivo di un prodotto di lusso, come avveniva in passato, quindi adesso l'attenzione si è maggiormente spostata nella creazione di modelli più compatti e possibilmente a minor consumo di carburante, dato che quest'ultimo aspetto viene sempre più preso in considerazione dagli utenti.

Tali aspetti si ripercuotono poi sull'andamento dei volumi di produzioni di auto registrate nei vari Paesi del globo. Tra il 2005 e il 2013 in Europa si è verificato un calo della produzione più accentuato in Italia e Francia, calo che invece si è dimostrato di più lieve entità in Spagna e nel Regno Unito, mentre la Germania ha mantenuto piuttosto stabili i livelli di produzione. Giappone e Stati Uniti hanno subito una contrazione dell'offerta nel 2009, ma negli anni seguenti sono stati segnati da un certo miglioramento che nel biennio 2012-2013 ha riportato la produzione su livelli simili a quelli registrati nel 2007. La crescita della produzione a livello globale è stata dunque trainata, ancora una volta, dagli emergenti: tra il 2005 e il 2013 la Cina ha visto quasi quintuplicare la propria produzione, arrivando a coprire il 28% dell'offerta mondiale e incrementi consistenti hanno coinvolto anche India, Messico e Russia. L'offerta, dunque, si sposta in aree caratterizzate da una domanda in forte crescita e, spesso, anche da più bassi costi del lavoro, da politiche di incentivazione agli investimenti o da accordi commerciali preferenziali. Ma la produzione va modificandosi anche per effetto di altri fattori. In primo luogo i produttori devono sì assecondare una domanda sempre più diversificata ed esigente, ma anche tendere ad una maggiore concentrazione dei prodotti in un numero limitato di piattaforme globali per beneficiare di economie di scala, oltre che di maggiori sinergie nei

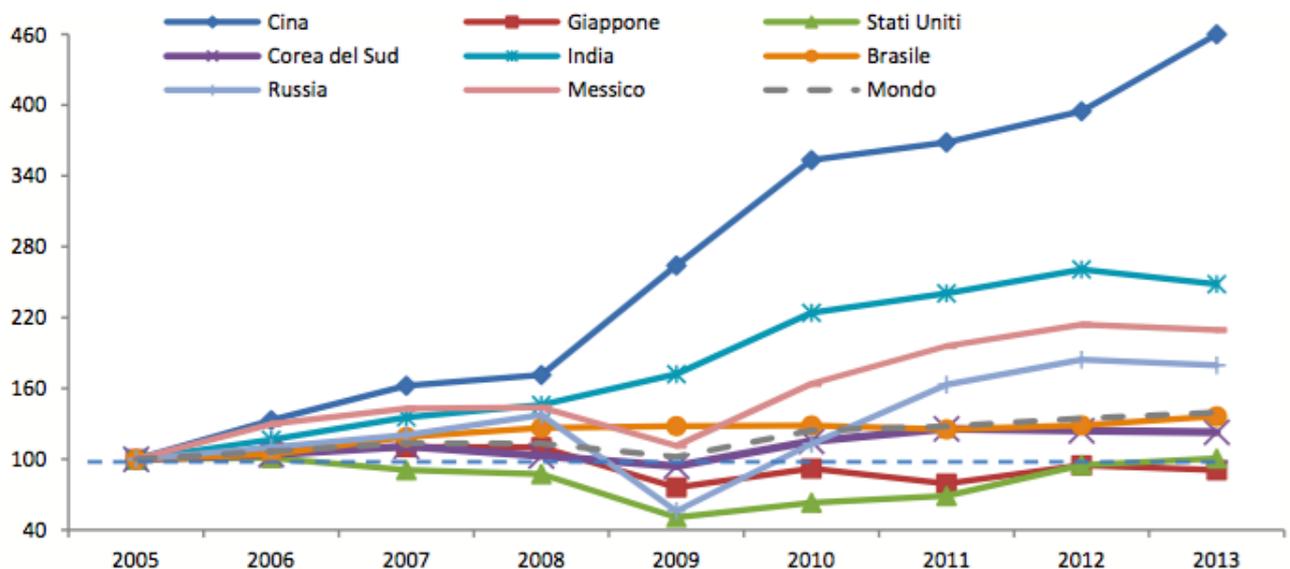
---

<sup>30</sup> in Italia, ad esempio, si è di recente sviluppata "*Markagain- first class, second chances*", ovvero una piattaforma che si occupa dell'acquisto, gestione e vendita di beni di lusso usati, che possono essere tanto auto di lusso quanto yacht, immobili o addirittura aerei di lusso.

processi produttivi. Quanto appena detto può essere efficacemente essere rappresentato nei seguenti grafici in cui appare subito evidente la crescita di produzione di auto nei Paesi extra-europei e, in particolare, in Cina.



Qui viene mostrato l'andamento della produzione nei Paesi europei e si nota subito come la sola Germania non abbia subito significativi cali nella produzione, al contrario di Italia e Francia, e come l'andamento europeo sia nettamente in ritardo rispetto a quello medio del resto del mondo.



Qui invece vengono mostrati gli andamenti dei Paesi extra-europei e in particolare di quelli emergenti. Ancora una volta la Cina la fa da padrone, infatti in 8 anni ha visto moltiplicarsi per cinque volte il livello di produzione, e in generale gli ormai noti Paesi del BRIC hanno ottenuto delle crescite consistenti nel periodo di riferimento, oltre al Messico.

Un'altra ricerca elaborata dalla già citata Frost & Sullivan, denominata "Future of

*the Global Luxury Vehicle Market*”, evidenzia che il futuro delle auto di lusso è rappresentato da berline compatte, SUV e crossover, specialmente in questo periodo in cui la linea che differenzia un prodotto “premium” da uno di lusso è sempre più sottile. Infatti, sempre più brand per così dire “comuni” stanno lanciando prodotti di lusso e, di contro, brand di lusso stanno introducendo linee di prodotto di più basso profilo, ovviamente reperibili a prezzi inferiori. Proprio in merito a tale sottile distinzione tra prodotti di lusso e prodotto premium, Shwetha Surender, analista di Frost & Sullivan, afferma che:” Le case produttrici devono trovare un equilibrio sottile nel differenziare i modelli di massa da quelli di lusso. Se da una parte la percezione del marchio, il prezzo e l'esperienza dell'acquirente restano importanti, una tecnologia all'avanguardia sotto il cofano, una migliore connettività all'interno del veicolo e un design aerodinamico audace sono i fattori che danno ad un'automobile di lusso quel qualcosa in più che la innalza e la separa dalla massa”. Quindi il contenuto tecnologico all'avanguardia sarà un fattore principale di distinzione e differenziazione di un prodotto di lusso, ed è quindi l'unico strumento in grado di apportare al bene stesso un valore aggiunto. Tale contenuto tecnologico può consistere in varie funzionalità, come ad esempio grafica 3D nei display video, sistemi anticollisione, connettività e guida automatica.

Prendendo in considerazione nello specifico il caso italiano, può risultare interessante una ricerca condotta da un sito web specializzato in motori, ovvero [www.motori.it](http://www.motori.it). In un articolo presente in tale sito, infatti, viene preso in considerazione il numero di immatricolazioni di auto di lusso e confrontato con quello di altri Paesi europei, evidenziando come in realtà il potere di acquisto del consumatore italiano sia ridotto rispetto ai consumatori dei Paesi sopramenzionati: viene fatto emergere quindi il dubbio sull'evasione fiscale che potrebbe essere la spiegazione di tale fenomeno. Dando qualche numero, nell'anno 2009, che è l'anno preso in considerazione in questa ricerca, le immatricolazioni totali sono state in Italia circa 2 milioni, di cui 206.000 riguardano auto con prezzo superiore ai 103.000 euro. Questi acquisti di auto “d'elite” comprendono, tra le altre, i marchi delle note case automobilistiche tedesche, ovvero Mercedes, BMW e Audi, e contano inoltre 620 Ferrari e 151 Lamborghini. Questi dati, se confrontati con Germania e Stati Uniti, si rivelano come perfettamente in linea con il trend mondiale di acquisti di auto di lusso, tuttavia in questi casi l'acquisto di tali beni può essere giustificato dal fatto che la ricchezza ufficiale dichiarata in tali Paesi è nettamente superiore rispetto

a quella dichiarata in Italia. Infatti, di coloro che in Italia hanno acquistato auto di lusso, solo lo 0,18%, ovvero circa 76.000, hanno dichiarato un reddito pari o superiore a 200.000 euro, e solo 382.000 dichiarano di guadagnare più di 100.000 euro annui. È chiaro quindi che tali soggetti non si sarebbero potuti permettere di acquistare auto di lusso con i redditi dichiarati, ed è per questo che una probabile risposta a tale contraddizione è l'evasione fiscale, notoriamente presente e diffusa in Italia.

Andando a puntualizzare il concetto di auto di lusso dal punto di vista del fisco, cerchiamo di comprendere in base a quale criterio un'auto risulta essere di lusso agli occhi dell'Agenzia delle Entrate. A tal proposito, è utile prendere in considerazione un articolo de il Sole 24 Ore che, nella sezione "Norme & Tributi" riporta appunto proprio tale tipo di analisi. In tale articolo viene evidenziato come il parametro preso in considerazione dal fisco per considerare un'auto come di lusso sia la potenza effettiva del motore, misurata in kiloWatt. Infatti il fisco italiano prevede un superbollo per le auto che superino una determinata soglia di kiloWatt: si parla di 20 euro per ogni kiloWatt eccedente i 185, dando però la possibilità di usufruire di sconti misurati in base agli anni di anzianità dell'auto, ovvero del 40% per auto detenute da oltre 5 anni, del 70% oltre i 10 anni, del 85% oltre i 15 anni e del 100% per le auto detenute da oltre 20 anni. Tale criterio, tuttavia, suscita non poche perplessità: innanzitutto perché la potenza di un motore spesso non è sufficiente a dare ad un'auto il carattere di bene di lusso, che spesso va a coinvolgere altri fattori come il marchio e lo status sociale che ne deriva dal possesso. Inoltre, le auto con maggiore potenza si svalutano più velocemente rispetto alle altre, per via degli alti costi di manutenzione che richiedono e dell'imposizione fiscale che comporta il loro possesso: per questo motivo, dopo pochi anni anche un consumatore con un reddito non elevato può permettersi un'auto con motore superiore alla soglia di kiloWatt indicata, ma ciò non significa che egli sia un consumatore "di lusso", e quindi sarebbe ingiusto tassare tale soggetto al pari di coloro che invece detengono redditi più elevati. In alcune elaborazioni effettuate dall'Agenzia delle Entrate per svolgere determinati controlli, viene invece presa in considerazione la cilindrata, e di solito di considera di lusso un'auto che superi i 2.800 centimetri cubici di cilindrata. Anche in questo caso, però, tale criterio può risultare contraddittorio, in quanto le cilindrata stanno progressivamente diminuendo con gli anni, vuoi per i minori consumi a livello di efficienza del motore, vuoi per i materiali utilizzati che diventano più

leggeri di anno in anno.

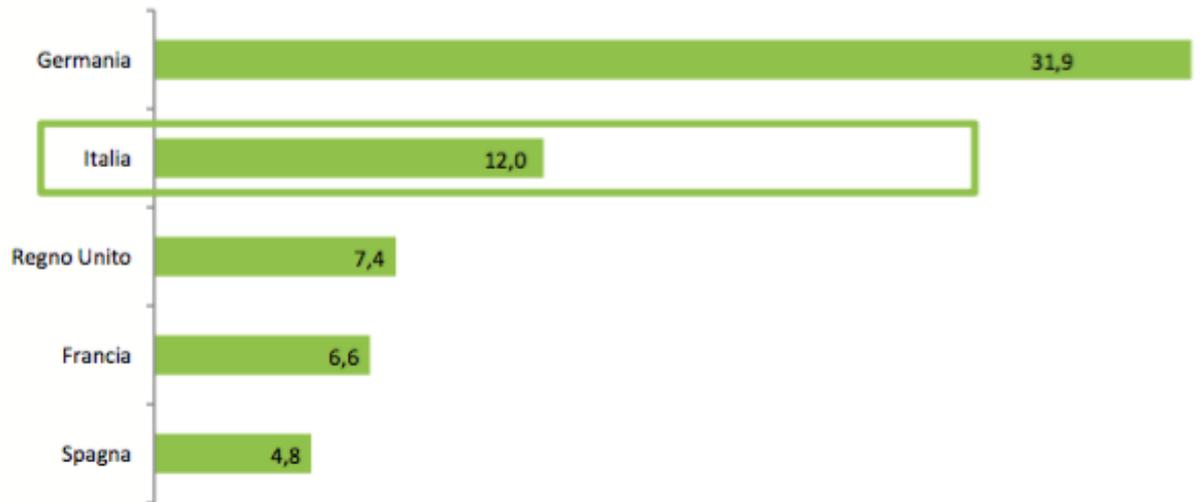
Soffermandoci sul caso italiano, in particolare è Modena la città leader del lusso made in Italy: essa infatti non vanta solamente il marchio Ferrari, ma anche Maserati e Pagani. Queste tre case automobilistiche di lusso hanno ottenuto nel 2015 un aumento di fatturato del 7,4% rispetto all'anno precedente raggiungendo un volume di affari di circa 2,5 miliardi staccando nettamente la Fiat e le aziende piemontesi che le gravitano attorno, ferme ad un incremento del 3,2%. La performance migliore è raggiunta da Maserati che ha registrato la vendita di 36500 auto nel 2014, rispetto alle 7255 vendute da Ferrari. Il dato interessante e forse quello che giustifica tali incrementi di fatturato, è la spesa destinata alla ricerca e sviluppo: tali aziende hanno infatti destinato alla ricerca e sviluppo il 4,3% del fatturato, rispetto alla media nazionale del 3,9%. Tale spesa in R&S può essere giustificata dal fatto che la domanda di sport luxury è in rapida espansione, e ciò richiede approfondimenti dettati dal fatto che la domanda non riguarda solo i consumatori europei, ma anche e soprattutto quelli dei Paesi asiatici e degli USA.

Appare chiaro quindi come un investimento in ricerca e sviluppo si possa considerare come necessario per poter migliorare la qualità del prodotto, nonché per riuscire a stare costantemente al passo con i cambiamenti che può subire la domanda relativa a tale prodotto. È quindi uno strumento che più viene usato efficacemente e più riesce a generare innovazione e quindi vantaggi nei confronti dei *competitors*, anche se la spesa in ricerca e sviluppo rimane quel tipo di investimento per cui è più difficile determinare un risultato oggettivo riguardo il suo rendimento.

In Italia, nel 2011 la spesa in R&S riguardante il settore automotive<sup>31</sup> ammonta al 12% rispetto alla spesa totale effettuata da tutte le imprese operanti in Italia, inferiore solo alla Germania, il cui peso della ricerca e sviluppo del settore automotive “pesa” circa il 32% sulla spesa totale (*vedi grafico*).

---

<sup>31</sup> Che comprende anche il settore componentistica e carrozzerie.



Ragionando invece in termini assoluti, nello stesso anno in Italia si è registrata una spesa in ricerca e sviluppo nel settore automotive pari a 1.300 milioni di euro circa la quale, paragonata con quella degli altri Paesi europei, è superiore solo a quella spagnola, e di poco inferiore a quella inglese, come risulta dal seguente grafico:

	Manifatturiero	Elettronica	Meccanica	Autoveicoli	Servizi di mercato
<i>Valori 2011</i>					
Italia	7.968	1.444	1.168	1.298	2.655
Germania	43.733	6.563	4.903	16.312	6.920
Spagna	3.420	208	224	357	3.445
Francia	14.307	3.189	995	1.912	13.571
Regno Unito	7.401	1.126	730	1.493	12.083
<i>Variazione % media annua 2009-2011</i>					
Italia	5,7	6,5	4,0	14,3	-2,6
Germania	6,3	6,2	4,4	8,6	6,4
Spagna	1,4	-7,0	-4,1	1,3	-3,3
Francia	0,8	-2,8	3,3	7,4	8,5
Regno Unito	4,7	1,5	1,7	17,4	7,8

Si nota subito invece come la situazione della spesa in ricerca e sviluppo in Italia migliori se si guarda agli altri comparti del settore manifatturiero, ovvero quello dell'elettronica e della meccanica: in questi casi, infatti, l'Italia è seconda solo alla Germania, che si rivela leader incontrastata degli investimenti in R&S.

## CAPITOLO III - IL CASO FERRARI

### 3.1 Cenni storici sulla società

La nascita della Ferrari coincide con la creazione della “Scuderia Ferrari” da parte di Enzo Ferrari, nel 1929 a Modena. In realtà, fino al 1932 tale scuderia altro non era che una filiale tecnico-agonistica dell’Alfa Romeo, mentre dal 1933 ne costituì il vero e proprio Reparto corse che gestiva quindi la progettazione di vere e proprie auto da competizione fino al 1937, anno in cui la Scuderia Ferrari fu sciolta e l’Alfa Romeo istituì un nuovo Reparto corse con a capo sempre Enzo Ferrari. Quest’ultimo ricoprì tale incarico fino al 1939, anno in cui decise poi di fondare una nuova casa automobilistica denominata Auto Avio Costruzioni, con sede sempre a Modena, nello stesso luogo in cui aveva sede la Scuderia Ferrari<sup>32</sup>. Il primo modello di auto fu costruito nel 1940, e si tratta di una vera e propria rarità, dato che ne furono costruiti solamente due esemplari: si tratta della AAC 815, riportata nell’immagine seguente:



La progettazione e costruzione di nuove autovetture fu poi subito interrotta a causa dell’avvento della Seconda Guerra Mondiale, da cui ne conseguì che le commissioni principali per la casa modenese divennero componenti per velivoli. Nel 1943 poi la sede fu spostata a Maranello.

Una volta terminata la Seconda Guerra Mondiale, e scaduto il termine della clausola che gli impediva di fondare marchi contenenti il suo cognome, Enzo Ferrari fondò

---

<sup>32</sup> La nuova casa automobilistica fu chiamata Auto Avio Costruzioni perché Enzo Ferrari rimase legato all’Alfa Romeo da una clausola contrattuale che gli impediva di fondare altri marchi contenenti il suo cognome fino al 1942.

nel 1947, sempre a Maranello, l'Auto Costruzioni Ferrari<sup>33</sup>, dando il via ufficialmente alla sua personale casa automobilistica, con il “nuovo” primo modello che fu la 125 S, che debuttò in gara nello stesso anno. Nel 1969 poi la società Ferrari, consapevole del fatto che per ottenere un notevole sviluppo industriale ha bisogno di un socio potente nel settore, stipula un accordo con il gruppo Fiat, consistente nella cessione del 50% dei titoli azionari Ferrari.

Nonostante il notevole volume d'affari che generava la vendita delle auto su strada con marchio Ferrari, la vera passione per Enzo rimaneva l'automobilismo sportivo, tant'è che ha sempre destinato gran parte del budget della società nello sviluppo proprio del settore sportivo, convinto del fatto che investendo nelle auto da corsa si possa pervenire alle più significative innovazioni tecnologiche e alle massime efficienze delle automobili di tutti i settori dell'azienda. Oggi il reparto corse della Ferrari è la Scuderia Ferrari la quale, proprio grazie alla passione dei suoi fondatori e agli investimenti erogati in favore di tale reparto, detiene il record di titoli vinti, sia a livello di piloti che di costruttori, ed è l'unica scuderia ad aver partecipato a tutte le edizioni della massima serie competitiva.

Nel 1988 venne poi a mancare Enzo Ferrari, per cui il gruppo Fiat divenne titolare del 90% dei titoli Ferrari, mentre il restante 10% rimase in capo a Piero Lardi Ferrari, figlio di Enzo. Fu proprio in questo periodo che il marchio Ferrari iniziò ad essere commercializzato in modo molto “aggressivo”, in quanto fu utilizzato per una vasta serie di prodotti: occhiali, orologi, abbigliamento, profumi fino ad arrivare a prodotti di cancelleria e molto altro ancora.

Nel 1991, Gianni Agnelli promosse Luca Cordero di Montezemolo come Presidente dell'azienda, nonché Amministratore delegato fino al 2006, anno in cui gli subentrò Amedeo Felisa. Sempre nel 2006, un pacchetto pari al 5% azionario fu venduto alla Mubadala<sup>34</sup>, la quale favorì la creazione del Ferrari World, ovvero il più grande parco a tema nel mondo, con sede ad Abu Dhabi. Tale partecipazione durò però solo fino al 2010, anno in cui tale 5% tornò nelle mani del gruppo Fiat.

Il 24 maggio 2013 è una data che segna una svolta fondamentale per il mondo legato al cavallino: la Ferrari S.p.a. viene infatti acquistata dalla società di diritto olandese New Business Netherlands N.V. la quale, nel 2015, fu rinominata Ferrari N.V. in

---

<sup>33</sup> La casa automobilistica venne poi rinominata nel 1960 in SEFAC (Società Esercizio Fabbriche Automobili e Corse), per poi divenire semplicemente Ferrari nel 1965.

<sup>34</sup> Società finanziaria degli Emirati Arabi Uniti, operante come veicolo di investimento del governo di Abu Dhabi.

occasione della quotazione in borsa, in particolare al *New York Stock Exchange*. Tale periodo coincise anche con una successione a livello dirigenziale, dato che nel 2014 fu annunciato il termine della presidenza di Luca Cordero di Montezemolo (23 anni in Ferrari per lui) per far posto a Sergio Marchionne, il quale già ricopriva il ruolo di Amministratore Delegato di FCA<sup>35</sup>.

Il 21 ottobre 2015 il 10% della partecipazione appartenente a FCA (che, ricordiamolo, ammontava al 90%) viene a Wall Street, con un'offerta iniziale al pubblico pari a 52 dollari ad azione. Poco dopo, ovvero nel gennaio 2016, Ferrari N.V. viene definitivamente scorporata da FCA e viene quotata anche nella Borsa Italiana, con un prezzo iniziale di 43,44 euro, e contestualmente entra a far parte del gruppo Exor N.V., società di investimento olandese controllata sempre dalla famiglia Agnelli e che attualmente detiene il 22,9% di Ferrari N.V. nonché, tra le altre, anche il 29,1% di FCA e il 63,7% di Juventus Football Club S.p.a.

A seguito di quanto detto finora, è bene ricapitolare la composizione azionaria dell'attuale Ferrari N.V., che al 4 gennaio 2016 risulta così composta<sup>36</sup>:

AZIONISTI	% CAPITALE SOCIALE	% DIRITTI DI VOTO
EXOR N.V.	22,9%	32,7%
PIERO FERRARI	10%	15,4%
FLOTTANTE	66,5%	51,2%

Mentre, nel mandato che copre gli anni 2014-2016, il CdA risulta essere composto nel seguente modo:

Sergio Marchionne - Presidente  
Piero Ferrari - Vice presidente  
Amedeo Felisa - amministratore delegato  
Al Mubarak Khaldoun Khalifa,

<sup>35</sup> Il Fiat Chrysler Automobiles (FCA) è il gruppo risultante dalla fusione tra Ferrari S.p.a e Chrysler Group, avvenuta nel 2014.

<sup>36</sup> È bene notare che tra Exor N.V. e Piero Ferrari vige un patto parasociale riguardante il diritto di voto, quindi di fatto i due azionisti controllano il 48,1% dei voti.

Alfredo Altavilla,  
Eduardo Humberto Cue,  
Giorgio Fossati  
Scott Garberding,  
Richard Palmer,  
Marco Piccinini,  
Antonio Picca Piccon,  
Harald J. Wester – Consiglieri

Una volta approfonditi vuoi gli aspetti storici legati alla nascita e sviluppo di Ferrari, vuoi gli aspetti legati alle vicissitudini societarie, è bene ora approfondire i due aspetti che costituiscono tutt'oggi gli elementi distintivi di tale marchio e che hanno contribuito allo sviluppo dello stesso determinandone i caratteri di esclusività propri di un bene di lusso: stiamo parlando del celebre *Rosso Ferrari* e del forse ancor più famoso simbolo del marchio, il *Cavallino Rampante*.

Per quanto riguarda il primo aspetto, lo storico colore rosso della Ferrari è da attribuire ad una scelta effettuata dalla FIA<sup>37</sup>, la quale ha stabilito un colore diverso per ciascuna scuderia basandosi sulla nazionalità della stessa. Ad esempio, alle auto francesi venne assegnato il colore blu, alle britanniche il colore verde mentre alle auto italiane il colore rosso, tant'è che anche l'Alfa Romeo ha dato vita ad un suo particolare colore, ovvero il *Rosso Alfa*. La Ferrari mantenne il suo tradizionale colore rosso fino al 1996, dato che l'anno successivo apportò una leggera modifica: in accordo con lo sponsor Marlboro, le auto da gara adottarono una tonalità di rosso più brillante, quasi tendente all'arancio in modo tale da renderla riconoscibile a tutti i telespettatori. Parallelamente alla logica relativa alle auto da competizione, anche per le auto da strada la Ferrari ha cercato di mantenere il tipico colore rosso, fino a renderlo quasi l'unico disponibile, infatti prima dell'acquisizione del marchio da parte di Fiat il numero di vendite di auto di colorazione rossa ammontava a circa l'85%, mentre ora tale percentuale di vendita si è ridotta fino al 45%.

---

<sup>37</sup> Federazione Internazionale dell'Automobile, la quale tra le attività principali vi sono quella di armonizzare le diverse normative nazionali in merito alla sicurezza stradale mentre, per quanto riguarda le competizioni automobilistiche, ha il compito di organizzare i quattro principali campionati automobilistici, ovvero Formula 1, Rally, Endurance e Turismo.

Ancor più del colore, il segno distintivo per eccellenza del marchio Ferrari è rappresentato dal *Cavallino Rampante*, rappresentato in colore nero su sfondo giallo con in basso le lettere S e F, ad indicare la Scuderia Ferrari mentre in alto vengono riportate tre strisce di colore verde, bianco e rosso ad indicare il tricolore italiano. In origine, il cavallino rampante era l'emblema personale del Maggiore Francesco Baracca, il quale lo raffigurava nei propri velivoli durante la Prima Guerra Mondiale. Nel 1923 poi, Enzo Ferrari vinse il Gran Premio del Circuito del Savio (Ravenna), ed in tale occasione incontrò la madre dell'aviatore Baracca, la quale propose ad Enzo di utilizzare il cavallino rampante nelle sue auto sostenendo che portasse fortuna<sup>38</sup>. Fu poi nel 1945 quando Enzo Ferrari decise di far ridisegnare il cavallino da Eligio Gerosa, uno dei maggiori incisori dell'epoca: egli apportò alcune modifiche che hanno portato il cavallino ed essere come lo vediamo oggi, ovvero ha apportato alcune modifiche al disegno del cavallino stesso, che prima aveva la coda puntata verso il basso mentre ora è verso l'alto, e inoltre ha inserito l'ormai noto sfondo color giallo canarino. Nel 1947 poi furono apportate altre lievi modifiche, sempre da Gerosa, come una ridefinizione delle proporzioni del cavallino.



La popolarità e l'assoluta importanza del marchio Ferrari è emersa nel 2014, anno in cui Brand-finance, nella sua annuale classifica, indica il marchio Ferrari come il più influente del mondo, e addirittura afferma che «ispira molto più della lealtà al brand, più di un culto e una devozione quasi religiosa».

---

<sup>38</sup> In effetti, nella 24 ore di Spa del 1932, ovvero la prima gara in cui l'Alfa permise di utilizzare il cavallino come logo sulle auto, si piazzò al primo posto.

## 3.2 Analisi degli indicatori contabili

Dopo aver trattato adeguatamente la parte teorica di costruzione e analisi degli indici, e dopo aver approfondito l'andamento negli ultimi anni del settore dell'automotive di lusso, possiamo adesso procedere con l'analisi dei vari indicatori contabili della Ferrari S.p.a. precisando che verranno presi in considerazione gli anni 2013, 2014 e 2015. Verrà quindi effettuato un confronto tra i valori di ciascun indicatore nei vari anni, cercando di dare una spiegazione ad eventuali variazioni significative tra un anno e l'altro. Tale operazione verrà svolta prendendo in considerazione i tre tipi di analisi di cui si è parlato nel primo capitolo, ovvero analisi di solidità, liquidità e redditività. Nel successivo capitolo, infine, verrà svolto lo stesso tipo di operazione, stavolta però confrontando gli indicatori non più nel tempo, bensì nello spazio, ovvero parametrando a quelli ottenuti da tre competitors, che in questo caso sono rappresentati da Jaguar, Porsche e Rolls-Royce.

### 3.2.1. Analisi di solidità

Iniziamo con l'analizzare la solidità di Ferrari S.p.a. in modo tale da capire se e come la struttura societaria sia in grado di assorbire in modo efficace eventuali momentanei disequilibri senza compromettere la gestione.

Per prima cosa, occorre valutare il quoziente di struttura che, come già spiegato nel capitolo primo, può essere di tipo primario ( $\frac{MP}{AF}$ ) o secondario

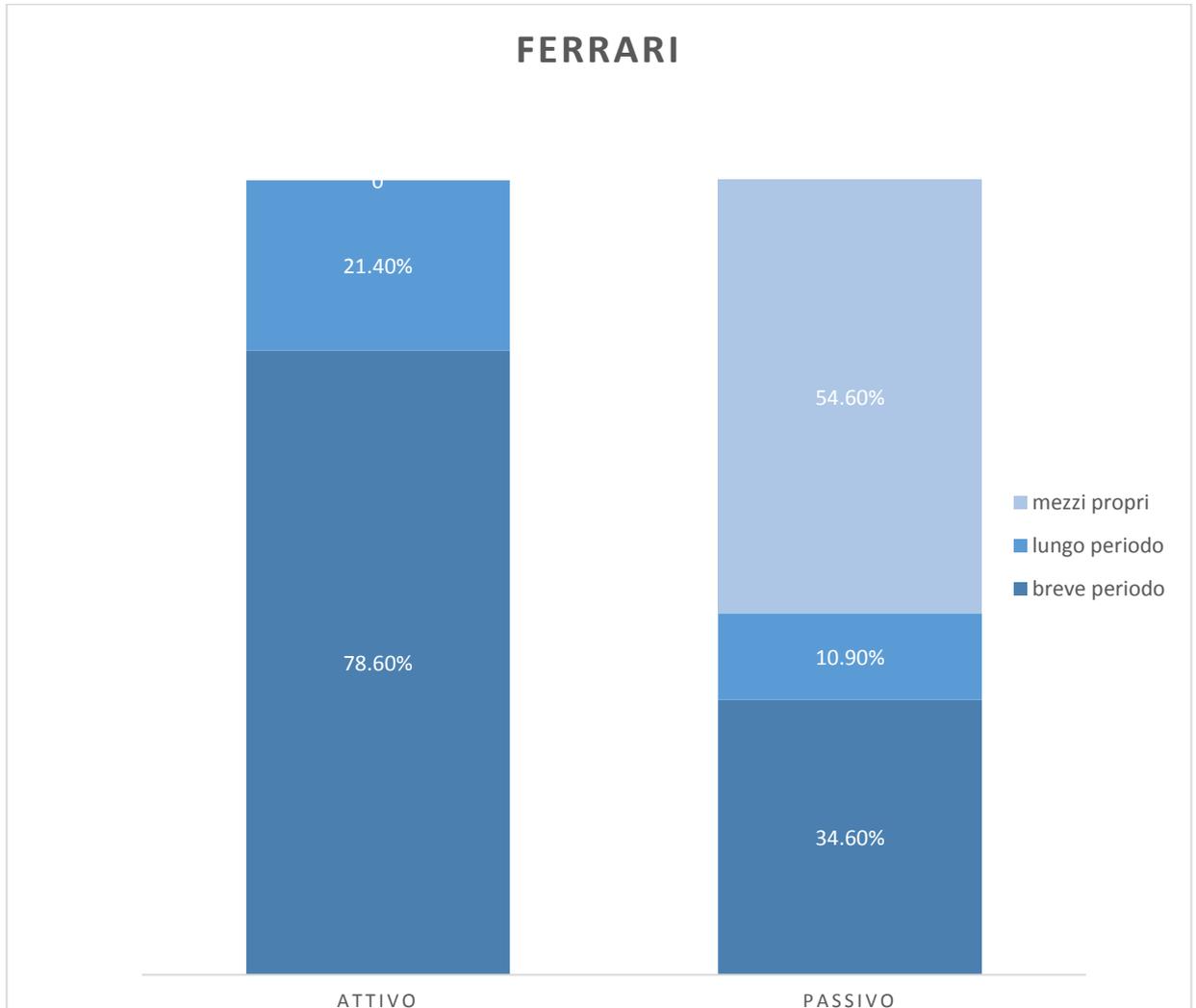
( $\frac{MP+P_{consolidato}}{AF}$ ). Appare opportuno riportare tali valori in una tabella, in modo tale da apprezzare la variazione di tali indicatori nei tre anni presi in considerazione:

	2015	2014	2013
Quoziente di struttura primario	2,55	2,24	1,88
Quoziente di struttura secondario	3,06	2,73	2,28

Come è possibile notare, i quozienti di struttura risultano molto elevati: come già accennato nel primo capitolo, infatti, è bene che i quozienti di struttura primario e secondario siano maggiori di 1, specialmente quello secondario, in quanto altrimenti significherebbe che parte dell'attivo fisso è finanziata con passività a breve e ciò può certamente creare squilibri non di poco conto. In questo caso invece si assiste ad una situazione opposta, ovvero i mezzi propri non solo finanziano completamente tutto l'attivo fisso, ma assumono addirittura un valore superiore al doppio dello stesso, tranne che nel 2013 in cui il quoziente di struttura primario assume un valore di "solo" 1,88. Una situazione del genere, senza dubbio caratterizza una condizione di assoluta solidità patrimoniale, ma può essere un fattore di criticità per quanto riguarda la redditività della società, a causa della rigidità della fonte stessa<sup>39</sup>. Naturalmente, gli indici di struttura secondaria risultano di importo ancora più elevato, in quanto comprendono al numeratore anche le passività consolidate. In questo caso, nel 2015 siamo di fronte ad un indicatore di 3,06, il che vuol dire che con i mezzi propri e le passività di lungo periodo (ovvero il passivo *permanente*) si riesce a finanziare poco più del triplo dell'attivo fisso, il che si traduce ancora una volta in una condizione sì di solidità assoluta, ma anche probabilmente penalizzante sotto il profilo della redditività. Quanto appena detto può essere chiaramente rappresentato attraverso un grafico che metta in evidenza le due sezioni opposte dello stato patrimoniale riclassificato

<sup>39</sup> Di tale problematica si parlerà più in avanti, in sede di analisi della redditività.

secondo il metodo finanziario, e che sia espresso in percentuali sul totale in modo tale da notare immediatamente l'eccessivo valore delle risorse adibite a mezzi propri e passività consolidate rispetto al totale dell'attivo fisso:



Si nota immediatamente lo spropositato valore assunto dai mezzi propri rispetto all'attivo fisso, oltre che lo scarso utilizzo di passività di lungo periodo le quali, anche se comportano il pagamento di oneri finanziari, sono certamente più flessibili del capitale di rischio.

Qui occorre tuttavia compiere degli ulteriori approfondimenti: come si è avuto modo di notare, entrambi i quozienti di struttura non solo sono elevati, ma sono aumentati nel corso dei tre anni presi come riferimento, questo può essere dovuto

o ad un incremento di mezzi propri e/o passivo consolidato a parità di attivo fisso, o ad un decremento degli investimenti fissi a parità di numeratore. Bene, in questo caso possiamo subito dire che ad aumentare è stato il valore dei mezzi propri accompagnato da un seppur lieve decremento dell'attivo fisso. Tuttavia, bisogna puntualizzare che la voce relativa al Capitale sociale è andata diminuendo dal 2013 al 2015, ovvero è passata da 27.941 unità<sup>40</sup> a 22.057. ciò che ha fatto impennare il valore assunto dai mezzi propri soprattutto nell'ultimo anno preso in considerazione è stato l'accantonamento alla voce "*other reserves*", che dal 2013 al 2015 è incrementato di 968.000 unità circa. Parte di questo incremento, può essere dovuto all'utilizzo di utili precedentemente accantonati fino al 2014, anno in cui risultavano essere di un ammontare pari a 1.116.045 unità, per poi passare a 385.575 l'anno successivo, con una differenza di 780.000 unità circa.

	2015	2014	2013
TOTAL SHAREHOLDERS' FUNDS	1.837.043	1.676.510	1.522.012
Capital stock	22.057	24.598	27.941
Share premium reserve	0	21.800	24.763
Revaluation reserves	0	0	0
Legal reserve	4.411	4.920	5.588
Statutory reserves	0	0	0
Reserve for treasury stock	0	0	0
Other reserves	1.091.305	122.560	139.206
Retained earnings (losses)	385.575	1.166.045	1.032.614
Profit (loss) for the year	333.695	336.588	291.900

Spostando l'attenzione sull'attivo, abbiamo visto come esso sia decresciuto nei tre anni considerati, seppur in misura proporzionalmente inferiore rispetto all'incremento dei mezzi propri: infatti, nel 2013 le attività immobilizzate

<sup>40</sup> tutti i valori menzionati da qui in avanti, sono espressi in migliaia, assumendo il dollaro statunitense come misura monetaria di riferimento.

ammontavano a 809.944 unità, per poi passare alle 748.647 l'anno successivo e alle 718.831 nel 2015. Tale decremento è dovuto principalmente alla dismissione di partecipazioni in controllate, passate da 110.300 unità nel 2013 alle 78.000 unità circa nel 2015. Da tener conto, inoltre, l'inizio di produzione interna di immobilizzazioni, che danno vita alla voce “*additions in progress and advances*” nel 2014, per un valore di 3.595 unità per poi passare nel 2015 a 4.673 unità.

	2015	2014	2013
<b>TOTAL FIXED ASSETS</b>	<b>718.831</b>	<b>748.647</b>	<b>809.944</b>
TOTAL INTANGIBLE FIXED ASSETS	27.379	26.384	24.956
Start-up and expansion costs	0	0	0
Research and dev. exp.	0	0	0
Ind. patents and intellect. property rights	1.597	1.232	1.598
Concessions, licenses, trademarks and similar rights	13.694	13.523	13.540
Goodwill	0	0	0
Additions in progress and advances	4.673	3.595	0
Others	7.414	8.035	9.818
TOTAL TANGIBLE FIXED ASSETS	613.500	632.719	674.388
Land and buildings	193.503	153.298	162.826
Plant and machinery	194.557	186.778	225.803
Indust. and commercial equipment	150.366	143.089	224.182
Other assets	36.135	40.545	42.704
Additions in progress and advances	38.937	109.008	18.872
TOTAL FINANCIAL FIXED ASSETS	77.953	89.544	110.600
Total equity investments	77.932	89.520	110.600
Subsidiary companies	77.679	89.238	110.372
Associated companies	28	32	36
Parent companies	0	0	0

Come già accennato nel capitolo primo, e rimandando allo stesso per gli approfondimenti di carattere teorico, l'analisi della solidità comprende anche l'analisi del grado di indebitamento che esprime la tipologia di fonti a cui la società si è maggiormente rivolta. Gli indici presi in esame sono il quoziente di indebitamento complessivo, che prende in considerazione anche i debiti commerciali, e il quoziente di indebitamento finanziario, comprendente solo i debiti di banche e istituti di credito. I risultati ottenuti sono i seguenti:

	2015	2014	2013
<i>Quoziente di indebitamento complessivo</i>	0,83	0,92	1,06
<i>Quoziente di indebitamento finanziario</i>	0,031	0,019	0,012

Come conseguenza di quanto appena detto riguardo ai mezzi propri, si può notare subito come l'indebitamento di Ferrari S.p.a. sia quasi nullo se confrontato con il capitale di rischio, soprattutto per quanto riguarda l'indebitamento finanziario. Infatti nel solo anno 2013 le passività complessivamente considerate superano (seppur in misura trascurabile) i mezzi propri, mentre negli anni successivi tali passività sono diminuite contestualmente ad un incremento dei mezzi propri che ha fatto sì che il quoziente di indebitamento complessivo sia decresciuto fino al valore di 0,83. Di contro, l'indebitamento finanziario è andato aumentando nei tre anni, ma rimane comunque largamente al di sotto dei valori normalmente riscontrabili in altre società industriali.

	2015	2014	2013
Due to banks	11.424	591	594
Due to banks - beyond 12 months	2.241	3.094	3.530

Due to other lenders	38.483	18.653	2.616
Due to other lenders - beyond 12 months	6.243	9.336	12.063

Come si evince dai dati riportati in alto, a determinare un aumento dei debiti finanziari sono stati esclusivamente i debiti verso le banche e gli istituti di credito nel breve periodo, ovvero esigibili entro i 12 mesi.

### 3.2.2 Analisi della liquidità

L'analisi della liquidità, invece, mira ad analizzare l'equilibrio della società nel breve periodo: qui bisogna considerare che anche se gli indicatori di liquidità assumono valori positivi, ciò non vuol dire che durante tutto l'anno ci sia stata liquidità in eccesso. Per verificare tale condizione, sarebbe infatti necessario accedere a delle informazioni che il bilancio non offre e a cui un analista esterno non può certamente accedere.

Detto ciò, come già detto nel capitolo primo, bisogna innanzitutto analizzare il rapporto tra i componenti dell'attivo circolante e le passività correnti, ovvero procedere al calcolo del quoziente di disponibilità. L'attivo circolante, tuttavia, comprende anche la voce relativa al magazzino che di natura non è prontamente liquidabile, e può non esserlo neanche nei 12 mesi che determinano il periodo. In questo caso, la parte di magazzino in questione sarebbe da considerare più come un attivo fisso, mentre la parte liquidabile entro l'anno potrebbe rientrare nel calcolo del quoziente di disponibilità: tale separazione non è tuttavia agevole, soprattutto in un'analisi esterna, come nel presente caso. È quindi più opportuno fare riferimento al *quick ratio*, che ha la stessa valenza significativa del quoziente di disponibilità, ma è "depurato" dalla voce inerente al magazzino.

2015

2014

2013

<i>Quoziente di disponibilità</i>	2,27	2,1	1,8
<i>Quick ratio</i>	2,06	1,88	1,61

Ai fini di una buona situazione di liquidità, è bene che il quoziente di disponibilità sia almeno pari a 2 mentre il quoziente di tesoreria, dato che non contiene il magazzino al numeratore, deve comunque essere superiore ad 1.

In questo caso è quindi immediato notare come non solo la situazione di liquidità è più che soddisfacente, ma anche che quest'ultima è andata migliorando nei tre anni presi a riferimento. Nel solo 2013 si riscontra un quoziente di disponibilità inferiore a 2, anche se di pochi decimi: in questo caso il giudizio è certamente più negativo rispetto ai due anni successivi ma comunque rimane una situazione più che accettabile, dato che le attività correnti riescono non solo a coprire tutto il fabbisogno generato dalle corrispondenti passività, ma determinano anche un avanzo pari all'80% delle passività stesse. Focalizzandoci invece verso il quoziente di tesoreria, notiamo che in questo caso i margini sono ampiamente positivi in tutti e tre gli anni considerati e ciò ci fornisce un'ulteriore informazione: ai fini della liquidità il magazzino incide in misura secondaria rispetto alle altre voci dell'attivo circolante, quindi si può dire che siamo di fronte ad un basso grado di dipendenza dal magazzino.

<b>Assets</b>	2015	2014	2013
Current assets	2.647.607	2.474.692	2.337.843
Stock	244.178	257.519	245.552
Debtors	108.108	91.445	253.936
Other current assets	2.295.322	2.125.726	1.838.355
Cash & cash equivalent	8.065	1.209	1.408
<b>Liabilities &amp; Equity</b>			
Current liabilities	1.163.646	1.175.248	1.300.177
Loans	49.907	19.245	3.211
Creditors	528.140	613.758	702.456

Quanto appena detto può essere riscontrato anche nella situazione patrimoniale sopra riportata. Da qui possiamo notare come il miglioramento negli anni dei quozienti di disponibilità e tesoreria sia dovuto ad un incremento delle attività circolanti accompagnate da un decremento della passività correnti. In particolare, per quanto riguarda l'attivo, ad aumentare sono state soprattutto gli *other current assets*, mentre il valore del magazzino è rimasto costante mentre i crediti verso clienti sono addirittura diminuiti. L'incremento degli *other current assets* è dovuto in via principale all'iscrizione in bilancio di partecipazioni in *parent company* destinate ad essere negoziate entro i 12 mesi, accompagnate da un leggero incremento delle partecipazioni in *subsidiary company* in portafoglio con la stessa destinazione.

	2015	2014	2013
TOTAL FINANCIAL ASSETS	1.858.932	1.602.085	1.503.322
1. Invest. in subs. comp.	711.791	675.088	n.a.
2. Invest. in assoc. comp.	57.659	926.648	n.a.
3. Invest. in parent comp.	1.089.170	0	n.a.

Dal lato delle passività, il decremento delle passività correnti, seppur avvenuto in misura men che proporzionale rispetto all'incremento delle attività correnti, è dovuto soprattutto ad un decremento delle passività commerciali, probabilmente estinte anche grazie ad un più massiccio ricorso al capitale di terzi estinguibile nel breve periodo.

Come già accennato, il quoziente di tesoreria a tanto più quelli di disponibilità assumono valori certamente molto positivi: tuttavia ciò non è sufficiente a garantire eccedenza di liquidità in tutto l'arco del periodo di riferimento. Per stabilire ciò, occorrerebbe il budget di tesoreria, il quale però è inaccessibile per un analista esterno. Bisogna quindi stimare i cicli gestionali, ovvero stabilire approssimativamente le durate di incasso crediti, pagamento debiti e trasformazione in liquidità del magazzino, in modo tale da stabilire se e in che misura si generino eccedenze o fabbisogno di liquidità.

I quozienti da calcolare possono essere espressi in giorni (tempo medio di giacenza/incasso/pagamento) o in frequenza di rotazione (indice di rotazione).

È bene riportare a schema tali indici calcolati prendendo in considerazione appunto magazzino, crediti commerciali e debiti commerciali:

	2015	2014	2013
<i>Indice di rotazione delle scorte</i>	11,2	12,0	12,5
<i>Tempo medio di giacenza delle scorte</i>	32,16 giorni	30,37 giorni	29,2 giorni
<i>Indice di rotazione dei crediti comm.</i>	31,68	40,33	14
<i>Tempo medio di incasso crediti comm.</i>	11,52 giorni	9,05 giorni	26,02 giorni
<i>Indice di rotazione dei debiti comm.</i>	4,3	4,03	3,24
<i>Tempo medio di pagamento debiti comm.</i>	85 giorni	90,5 giorni	112,7 giorni

Occorre adesso fare qualche considerazione in merito alla tabella di cui sopra. Per quanto riguarda gli indici di rotazione, quelli delle scorte indicano il numero di volte in cui il magazzino si rinnova per mezzo del realizzo dei ricavi. Infatti attraverso i ricavi si genera liquidità che può essere reinvestita per far partire ulteriori ordini ai fornitori e quindi “rigenerare” il magazzino con materie prime o semilavorati per far partire un nuovo ciclo produttivo. Bene, tale indice è andato decrescendo dal 2013 al 2015, quindi vuol dire che il magazzino mediamente si rinnova meno volte nel periodo amministrativo: ciò ha come conseguenza diretta il fatto che quindi mediamente le scorte rimangono più tempo in magazzino, infatti il tempo medio di giacenza delle scorte è passato dai 29,2 giorni di media nel 2013 ai 32,16 giorni di media nel 2015. La differenza in questo caso è davvero minima, parliamo di 3 giorni, ma comunque utile per capire in che modi e in che tempi il magazzino viene realizzato e “rigenerato” attraverso i ricavi.

Gli indici di rotazione delle scorte offrono spunti più interessanti: essi passano dalle 14 volte nel 2013 alle 31,68 nel 2015, ciò vuol dire che il numero di volte in cui i crediti commerciali si rinnovano a seguito di realizzo dei ricavi è più che raddoppiato rispetto al 2013, ed ha assunto addirittura il valore di 40,33 volte nel 2014. Ciò sta a significare un dato evidente: in questi tre anni di riferimento, Ferrari S.p.a. ha adottato una politica molto più restrittiva nei confronti dei propri clienti, pretendendo termini di pagamento sempre più stringenti. Ciò è possibile solo in determinati settori, nei confronti di determinati clienti ed è una politica attuabile solo da quelle società che possiedono un forte potere contrattuale e, come nel caso di Ferrari, un carattere di esclusività. Il dato riportato è in questo senso evidente: si passa da un tempo medio di incasso crediti di 26,02 giorni del 2013, agli 11,52 giorni del 2015, passando addirittura per i 9 giorni del 2014. Questa riduzione drastica dei tempi di incasso sicuramente garantisce una situazione ottimale in termini di liquidità e di fabbisogno (o eccedenza) finanziario.

La situazione ottimale in termini di liquidità ottenuta grazie ai tempi molto stretti di incasso crediti è resa ancor più ottimale dai larghi tempi di pagamento ai fornitori. Infatti gli indici di rotazione dei debiti commerciali recitano 3,24 rotazioni nel 2013, 4 nel 2014 e 4,3 nel 2015. Ciò vuol dire che nell’ultimo anno i fornitori si sono “rinnovati” per 4,3 volte a seguito di nuovi acquisti in materie prime, semilavorati o servizi. Un numero talmente basso di rotazioni in una società industriale può voler dire solo una cosa: i tempi di pagamento dei fornitori stessi

sono molto lunghi: infatti nel 2013 si impiegavano in media 112,7 giorni per pagare i debitori commerciali, per poi passare a 90,5 nel 2014 fino agli 85 giorni nel 2015.

Una volta analizzati tutti gli indici di rotazione e soprattutto i tempi medi di giacenza/incasso/pagamento rispettivamente di magazzino, crediti commerciali e debiti commerciali, possiamo valutare se la società genera eccedenza o fabbisogno dal punto di vista finanziario. Alla luce di quanto detto sopra, la risposta appare evidente: i tempi di incasso sono brevi, come lo sono anche i tempi di giacenza delle scorte in magazzino; di contro, i tempi di pagamento ai fornitori hanno un orizzonte temporale molto più ampio. Quindi il ciclo del circolante assume valore negativo e, come sappiamo, ciò sta a significare che Ferrari S.p.a. genera liquidità nei suoi cicli gestionali:

	<i>2015</i>	<i>2014</i>	<i>2013</i>
<i>Ciclo del circolante</i>	-41,32 giorni	-51,08 giorni	-57,48 giorni

Quindi, come riportato nello schema qui sopra, nel 2013 la Ferrari ha incassato dai clienti quasi 2 mesi prima di dover pagare ai fornitori le materie o i servizi acquistati per la produzione dell'auto venduta. Ciò, è bene ricordarlo, non è una situazione comune: in questo caso è dovuta alle grandi dimensioni della società in questione da cui deriva un forte potere contrattuale che le permette di “strappare” tempi brevi di pagamento ai clienti e, di contro, tempi molto lunghi di pagamento ai fornitori.

### 3.2.3 Analisi della redditività

Procediamo ora con l'analisi della redditività che, come detto, analizza qual è il tasso di rendimento del capitale utilizzato, che sia capitale di rischio, o capitale operativo, e via discorrendo.

Iniziamo con l'analizzare il rendimento del capitale di rischio, quindi valutare quanto rende ciascun euro apportato in società a titolo di mezzi propri. L'indice da utilizzare ai fini di tale analisi è il ROE. Per calcolarlo, prendiamo in considerazione l'utile netto, che rappresenta il risultato finale della gestione in tutte le sue manifestazioni (operativa, finanziaria, straordinaria, al netto dell'imposizione fiscale. Tale risultato finale va parametrato con il valore espresso dalla voce dei mezzi propri che, per ricordarlo, non esprime solo il capitale sociale ma anche le riserve e gli eventuali utili precedentemente accantonati. Ai fini di una più agevole comparazione, è bene riportare i risultati ottenuti nei tre anni di riferimento in una tabella:

	2015	2014	2013
<i>ROE netto</i>	18,17%	20,08%	19,18%

Per valutare se il ROE sia soddisfacente o meno, occorre vedere se l'investimento riesce a remunerare l'azionista garantendogli un guadagno che deriva dal rischio che ha assunto: in altre parole, il ROE deve remunerare il premio per il rischio. Per valutare tale aspetto, bisogna tener conto dei seguenti parametri:

$$rf + \beta (rm - rf)$$

dove  $rf$  indica il rendimento *risk-free* tipico dei titoli di stato,  $rm$  indica il rendimento di mercato mentre  $\beta$  indica un coefficiente di reazione del titolo in

questione a variazioni dei rendimenti indicati. Nel nostro caso, il rendimento di titoli di stato ammonta al 2,3%, mentre il rendimento di mercato ammonta mediamente ad un valore di 5,7%<sup>41</sup> ed il  $\beta$  medio del settore automotive varia dai valori di 0,4 a 0,85<sup>42</sup>. Detto ciò, un investimento che remunerera il rischio dovrebbe assumere il seguente valore:

$$2,3\% + 0,4 (5,7\% - 2,3\%) = 3,66\%$$

se invece assumiamo un coefficiente  $\beta$  pari a 0,85 il rendimento che remunerera il rischio dovrebbe avere il seguente valore:

$$2,3\% + 0,85 (5,7\% - 2,3\%) = 5,19\%$$

In entrambi i casi, notiamo subito che il ROE in esame supera abbondantemente tali tassi di remunerazione, quindi possiamo dire con sicurezza che il tasso di rendimento del capitale di rischio di Ferrari S.p.a. è assolutamente soddisfacente.

Una volta analizzata la redditività del capitale proprio, andiamo a valutare la redditività degli investimenti operativi, ovvero calcolare per ogni euro investito in attività operative quanti euro tornano come rendimento. In tale caso, l'indice da utilizzare è il ROI, che prende in considerazione non più l'utile netto ma appunto solo il reddito operativo, diviso per gli investimenti operativi netti. Anche stavolta, è bene riportare i risultati ottenuti in una tabella, in modo da confrontare più agevolmente l'andamento nei tre anni di riferimento:

	<i>2015</i>	<i>2014</i>	<i>2013</i>
<i>ROI</i>	15%	15,7%	19,8%

Appare subito evidente come la redditività del capitale investito in attività operative sia diminuito nel corso dei tre anni e, in particolare, dal 2013 al 2014, passando da un tasso di redditività del 19,8% ad uno del 15,7%, per poi assestarsi al 15% nel 2015. I fattori che hanno determinato tale balzo dal 2013 al 2014

<sup>41</sup> Valore storico dell'indice italiano FTSE-Mib.

<sup>42</sup> Dato riportato su <http://pages.stern.nyu.edu>

derivano da un aumento dei costi operativi, che hanno determinato un abbattimento del risultato operativo, accompagnati poi da un aumento degli investimenti operativi netti. I seguenti dati di bilancio ci danno una panoramica dell'evoluzione dei valori sopra menzionati:

	2015	2014	2013
Provisions for risks and charges	73.549	121.908	56.394
Other provisions	0	0	0
Other operating expenses	28.766	53.804	30.358
<b>NET ASSETS</b>	<b>2.838.300</b>	<b>2.609.581</b>	<b>2.445.332</b>

Come si evince, le voci di costo che hanno determinato un tale decremento del ROI riguardano gli accantonamenti a fondi rischi e oneri, accompagnati da un incremento delle altre spese operative. Hanno contribuito a tale decremento anche un aumento progressivo degli investimenti operativi netti, che dal 2013 al 2014 sono passati da un valore di 2.445.332 ad uno di 2.609.581.

## CAPITOLO IV – CONFRONTO CON I PRINCIPALI COMPETITORS

### 4.1 Premessa

Una volta compresi e analizzati tutti gli aspetti legati alla solidità, liquidità e redditività di Ferrari S.p.a., possiamo procedere con il confrontare tali risultati con quelli osservati in tre dei principali competitors, che nel presente caso sono Rolls-Royce, Porsche e Jaguar. Sarà quindi dedicato un paragrafo a ciascun competitor preso in esame, in cui si analizzerà dapprima il suo “stato di salute” basandosi sugli ormai noti indicatori di bilancio, per poi procedere al raffronto degli stessi con quelli ottenuti attraverso lo studio del caso Ferrari, cercando di trarne le opportune conclusioni relative ad eventuali differenze significative.

### 4.2 Confronto con Rolls-Royce

Rolls-Royce Motor Cars Limited è una storica casa automobilistica britannica, oggi appartenente al gruppo BMW, fondata nel 1906 da Charles Stewart Rolls e Henry Royce. Tale marchio non è quotato nel mercato borsistico, al contrario di Rolls-Royce Holdings Plc, che risulta quotata al London Stock Exchange e che opera nei settori di aeronautica civile e militare, propulsione navale e nel settore energetico<sup>43</sup>. Iniziando l’analisi di bilancio, occorre subito precisare come tale società sia molto più ridimensionata rispetto a Ferrari S.p.a., dato che ha un totale attivo di 419 milioni circa (2015) contro i 3 miliardi circa di Ferrari (2015)<sup>44</sup>, ha prodotto nello stesso anno un utile netto di 18 milioni circa contro i 333 di Ferrari ed impiega un numero di dipendenti pari a 1.114 contro i 2.778 di Ferrari, sempre nel 2015. Al contrario, tuttavia, il capitale sociale risulta più corposo in Rolls-Royce, dato che Ferrari nei tre anni presi in considerazione ha avuto un valore medio di capitale sociale pari a 24,8 milioni, contro i 64,8 della casa britannica.

---

<sup>43</sup> La parte automobilistica fu separata nel 1973 e venne rinominata Rolls-Royce Motors.

<sup>44</sup> Valori espressi in Dollari statunitensi

Procediamo quindi con l'analisi dei tre aspetti ormai noti (solidità, liquidità, redditività), per capire da un punto di vista più tecnico cosa differenzia la performance di Rolls-Royce da quella Ferrari.

#### 4.2.1 Analisi della solidità

Iniziamo con l'analisi della solidità patrimoniale. Come si ricorderà, il quoziente di struttura primario in Ferrari era molto alto in tutti e tre gli anni considerati (superiore a 2 nel 2014 e 2015, di poco inferiore nel 2013): ciò sta a significare che i mezzi propri non solo coprono gli investimenti effettuati in attivo fisso, ma addirittura ne assumono il doppio del valore. Bene, in Rolls-Royce la situazione è diversa e, per così dire, più "normale". Riportiamo di seguito il valore di tale indicatore ai fini di un più efficace raffronto:

	2015	2014	2013
<i>Quoziente di struttura primario</i>	0,92	1,44	1,27

Come detto nei precedenti capitoli, tale indice dovrebbe essere maggiore o uguale a 1, oppure al limite di poco inferiore: in questo caso quindi siamo perfettamente in linea con la buona prassi, seppur ci sia stato un decremento di tale indice nel 2015 rispetto all'anno precedente, declino di 0,52 punti. Tale evoluzione dell'indice è dovuto sì ad un aumento di investimento in attività immobilizzate, ma anche e soprattutto ad una diminuzione della voce relativa ai mezzi propri, in particolare del capitale sociale e in maggior misura della voce *other shareholders funds*<sup>45</sup>.

	2015	2014	2013
<b>Shareholders funds</b>	<b>163.746</b>	<b>237.045</b>	<b>227.547</b>
Capital	61.499	64.773	68.342
Other shareholders funds	102.247	172.272	159.204

<sup>45</sup> Purtroppo il bilancio utilizzato per lo svolgimento di tale analisi non contiene informazioni riguardo a quali componenti nello specifico della voce *other shareholders funds* sia diminuita.

Procediamo ora con l'analisi del quoziente di struttura secondario che, come si ricorderà, comprende al numeratore anche le passività consolidate le quali, insieme ai mezzi propri, vanno a formare il cosiddetto capitale permanente. Ancora una volta, riportiamo i valori ottenuti in una tabella in modo da avere un quadro chiaro dell'evoluzione di tale indice:

	2015	2014	2013
<i>Quoziente di struttura secondario</i>	0,93	1,46	1,29

Come si può notare immediatamente, i valori sono pressoché uguali a quelli del quoziente di struttura primario: ciò ovviamente vuol dire che c'è una scarsa incidenza (ovvero una scarsa presenza) di passività nel lungo periodo. Tale scarsa incidenza è dovuta ad una totale assenza di prestiti ottenuti da banche o istituti di credito relativi al lungo periodo e dal fatto che le uniche passività consolidate sono costituite dai fondi registrati in bilancio:

	2015	2014	2013
<b>Non-current liabilities</b>	<b>2.799</b>	<b>2.421</b>	<b>2.772</b>
Long term debt	0	0	0
Other non-current liabilities	2.799	2.421	2.772
Provisions	2.799	2.421	2.772

Proprio per tale motivo, non si rende necessario fare ulteriori considerazioni in merito al quoziente di struttura secondaria, in quanto in questo caso va a coincidere quasi esattamente con quello primario.

Andiamo adesso a vedere a quanto ammonta il quoziente di indebitamento, ovvero quant'è il peso del capitale di terzi rispetto a quello di rischio. Tale quoziente, è bene ricordarlo, comprende al numeratore sia le passività consolidate che quelle correnti,

le quali a loro volta contengono al loro interno anche le passività commerciali che non comportano rischi per l'autonomia finanziaria della società. Sarebbe più opportuno, quindi, analizzare il rapporto di indebitamento finanziario, in quanto è proprio l'elevato ammontare di debiti finanziari a generare crisi di liquidità e solidità in una società. A titolo puramente informativo, tuttavia, viene riportato, oltre ovviamente all'indice di indebitamento finanziario, anche quello complessivo, come è stato fatto anche per il caso Ferrari.

	<i>2015</i>	<i>2014</i>	<i>2013</i>
<i>Quoziente di indebitamento complessivo</i>	1,56	1,04	1,77

In tutti e tre gli anni l'indice in esame è risultato essere maggiore di 1: questo significa che il capitale di terzi è superiore a quello di rischio. Tuttavia può essere considerata come una situazione soddisfacente ai fini della solidità dell'impresa. Il dato che può rappresentare spunto di analisi è la differenza dell'indice dal 2013 al 2014, in cui è passato da un valore di 1,77 a 1,04. Ciò è dovuto ad un decremento di quasi la metà delle passività correnti che hanno abbassato il valore del numeratore. Le passività correnti, infatti, rappresentano nel bilancio Rolls-Royce la componente più incisiva delle passività: andando a calcolare il peso del passivo a breve sui mezzi propri otteniamo i seguenti valori:

	<i>2015</i>	<i>2014</i>	<i>2013</i>
<i><math>\frac{P. Correnti}{Mezzi Propri}</math></i>	1,54	1,02	1,76

Come si noterà, i valori ottenuti sono sostanzialmente identici a quelli del quoziente di indebitamento complessivo, il che vuol dire che il capitale di terzi è costituito

quasi esclusivamente dalle passività a breve. È proprio a causa di tale predominanza delle passività correnti che, a causa di un loro dimezzamento, si è assistiti ad un calo talmente significativo del quoziente di indebitamento dall'anno 2013 al 2014. Di seguito vengono riportati i dati salienti del bilancio, necessari allo sviluppo di tale analisi:

	2015	2014	2013
<b>Shareholders funds</b>	<b>163.746</b>	<b>237.045</b>	<b>227.547</b>
Capital	61.499	64.773	68.342
Other shareholders funds	102.247	172.272	159.204
<b>Non-current liabilities</b>	<b>2.799</b>	<b>2.421</b>	<b>2.772</b>
Long term debt	0	0	0
Other non-current liabilities	2.799	2.421	2.772
Provisions	2.799	2.421	2.772
<b>Current liabilities</b>	<b>252.794</b>	<b>243.783</b>	<b>401.310</b>
Loans	154.233	148.907	122.603
Creditors	72.652	65.892	249.559
Other current liabilities	25.910	28.984	29.148
<b>TOTAL SHAREH. FUNDS &amp; LIAB.</b>	<b>419.339</b>	<b>483.249</b>	<b>631.629</b>

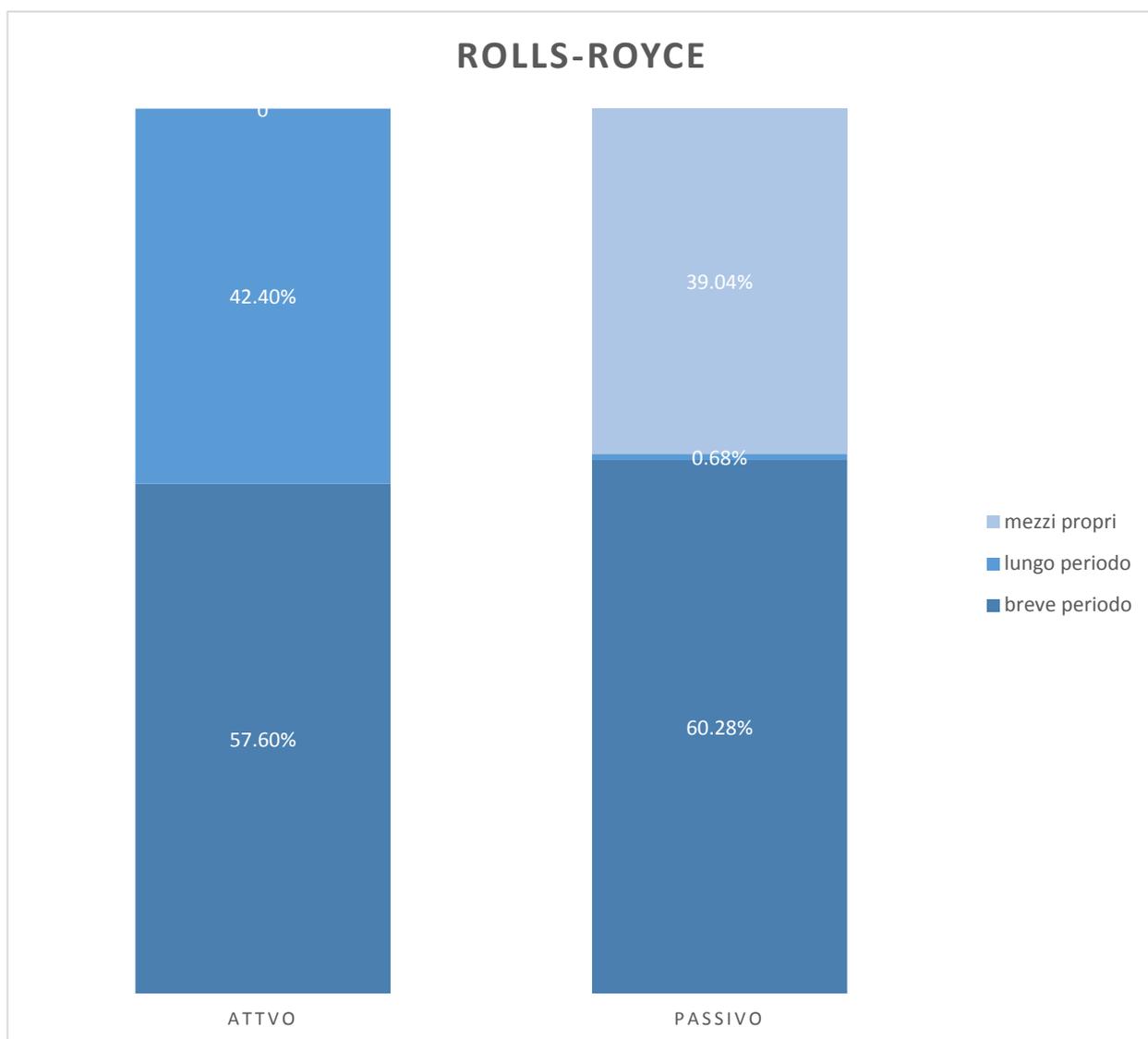
Come già anticipato, ai fini della nostra analisi è più opportuno analizzare il grado di indebitamento finanziario, in quanto ci consente di capire realmente se la società ha una struttura troppo sbilanciata o meno, in quanto sono proprio i debiti finanziari a rappresentare una minaccia per l'autonomia finanziaria.

Bene, nel caso Rolls-Royce, il quoziente di indebitamento finanziario è più che soddisfacente, in quanto il suo valore non dovrebbe mai superare 1, ovvero l'ammontare dei debiti finanziari può essere al massimo uguale all'ammontare del capitale di rischio, onde evitare squilibri finanziari. Nei tre anni presi in esame, infatti, l'indice non ha mai superato tale valore, avvicinandosi realmente solo nel 2015:

	<i>2015</i>	<i>2014</i>	<i>2013</i>
<i>Quoziente di indebitamento finanziario</i>	0,94	0,62	0,54

Tale quoziente è andato progressivamente crescendo nei tre anni presi in considerazione: come si evince dal bilancio sopra riportato, dal 2013 al 2014 l'incremento è stato dovuto a un aumento dei debiti finanziari a breve verificatosi in maniera più che proporzionale rispetto all'aumento dei mezzi propri. Dal 2014 al 2015 l'incremento (ancor più consistente) è stato dovuto invece ad una significativa riduzione del valore dei mezzi propri, mentre i debiti finanziari sono rimasti sostanzialmente invariati.

Di seguito si riporta l'elaborazione grafica della struttura patrimoniale di Rolls-Royce nell'anno 2015, in modo tale da identificare subito i rapporti tra le varie componenti dell'attivo e passivo:



#### 4.2.2 Analisi della liquidità

Procediamo ora con l'analisi della liquidità, in modo tale da capire se la società subisce o meno degli squilibri finanziari orientati al breve periodo.

Il primo indice da andare a calcolare è senza dubbio quello del quoziente di disponibilità (*current ratio*), il quale pone in rapporto le entrate previste entro l'anno, e quindi l'attivo circolante, con le uscite previste entro l'anno stesso, quindi le passività correnti:

	2015	2014	2013
<i>Quoziente di disponibilità</i>	0,95	1,31	1,12

Come già anticipato nel capitolo primo, tale quoziente dovrebbe assumere un valore vicino al 2 per avere una situazione ottimale di liquidità; in ogni caso, comunque, dovrebbe sempre essere superiore ad 1, ovvero le attività a breve devono sempre superare le rispettive passività. In questo caso, quindi, notiamo che la situazione di liquidità è appena sufficiente negli anni 2013 e 2014, mentre nel 2015 il valore scende al di sotto dell'1, seppur di poco, evidenziando come le uscite previste nel breve superino le entrate. In particolare, dal 2014 al 2015 tale indicatore ha perso 0,36 punti nel suo valore e ciò è dovuto ad una consistente riduzione delle attività correnti le quali, nonostante un aumento dei crediti commerciali, passano da 319 milioni circa a 241 milioni:

	2015	2014	2013
<b>Current assets</b>	<b>241.526</b>	<b>319.129</b>	<b>452.980</b>
Stock	30.475	38.987	43.105
Debtors	184.992	28.051	223.435
Other current assets	26.059	252.091	186.441
<b>Current liabilities</b>	<b>252.794</b>	<b>243.783</b>	<b>401.310</b>
Loans	154.233	148.907	122.603
Creditors	72.652	65.892	249.559
Other current liabilities	25.910	28.984	29.148

Andando a rettificare poi tale indicatore dalla voce relativa al magazzino, otteniamo ovviamente valori ancora inferiori, i quali portano Rolls-Royce ad avere una situazione di liquidità appena sufficiente:

	2015	2014	2013
<i>Quoziente di tesoreria</i>	0,83	1,15	1,02

Di nuovo, gli anni 2013 e 2014 risultano appena soddisfacenti, mentre il 2015 conferma la situazione negativa relativa alla liquidità di breve periodo. Come già detto nei capitoli precedenti, tuttavia, l'analisi non può fermarsi al calcolo di questi due indici, in quanto quest'ultimi indicano solo se ci sarà o meno liquidità alla *fine* del periodo considerato. È bene quindi calcolare, oltre che gli indici di rotazione di magazzino, crediti e debiti, i giorni rispettivamente di giacenza/incasso/pagamento, ai fini di calcolare l'eccedenza o il fabbisogno di liquidità generati dal ciclo del circolante. Nel 2013, la società applicava tempi di pagamento molto lunghi, pari a 174,3 giorni di media, e quindi i debiti a seguito di acquisti di materie prime e servizi si rinnovavano 2,1 volte; i giorni relativi agli incassi dei crediti risultano anch'essi molto lunghi, seppur in misura inferiore rispetto al pagamento ai fornitori, e pari a 106 giorni, che comportano quindi un indice di rotazione dei crediti commerciali pari a 3,41. Gli indici di rotazione e di giacenza delle scorte risultano invece avere valori più "normali" ed in linea con i valori registrati nel caso Ferrari: 25,1 giorni di giacenza, con un indice di rotazione di 14,5. Nel 2014 vengono ridotti drasticamente i giorni relativi al pagamento ai fornitori, che passano a 41,3 giorni, e ciò ha comportato anche una richiesta di incasso ai clienti molto più stringente, tanto che nel 2014 passa a 12 giorni. I giorni di giacenza delle scorte invece rimangono simili in tutti e tre gli anni, dato che si passa a 20,3 giorni nel 2014 e a 21,1 giorni nel 2015. Nel 2015 i giorni medi di pagamento fornitori torna a salire, portandosi a 71 giorni, mentre i giorni di incasso crediti torna sostanzialmente ai livelli del 2013, ovvero a 105 giorni. Di seguito riportiamo una rappresentazione grafica di quanto detto, ai fini di un quadro più chiaro per il calcolo del ciclo del circolante:

	2015	2014	2013
<i>Indice di rotazione delle scorte</i>	17,3	18	14,5
<i>Tempo medio di giacenza delle scorte</i>	21,1 giorni	20,3 giorni	25,1 giorni
<i>Indice di rotazione dei crediti comm.</i>	3,47	30	3,41
<i>Tempo medio di incasso crediti comm.</i>	105 giorni	12 giorni	106 giorni
<i>Indice di rotazione dei debiti comm.</i>	5,14	8,83	2,1
<i>Tempo medio di pagamento debiti comm.</i>	71 giorni	41,3 giorni	174,3 giorni

È immediato notare come i tempi di pagamento dei fornitori nell'anno 2013 siano molto dilazionati, ovvero 6 mesi circa, contro i 3 mesi e mezzo circa di incasso dei crediti commerciali. Anche aggiungendo i giorni relativi alla giacenza delle scorte, la “super-dilazione” ottenuta nel pagamento dei fornitori fa sì che il capitale circolante sia certamente negativo, e per la precisione pari a -43,2 giorni, il che vuol dire che la società nel 2013 ha generato eccesso di liquidità. La situazione è diversa nel 2014, in cui si è assistiti ad una riduzione della dilazione dei debiti, accompagnata peraltro da una riduzione dei tempi di incasso: tuttavia la riduzione dei giorni di pagamento ai fornitori ha fatto sì che anche il circolante assuma valore “meno negativo”, ovvero pari a -9 giorni, e ciò sta a significare che la società può godere meno giorni dell'eccedenza di liquidità maturata. Nel 2015, invece, il lieve aumento della dilazione dei pagamenti è stata accompagnata da un più consistente aumento dei giorni di incasso, il che ha portato per la prima volta ad avere un ciclo del circolante positivo, pari a 55,1 giorni, il che vuol dire fabbisogno di liquidità. Riportiamo di seguito una tabella che sintetizzi quanto detto sinora:

	<i>2015</i>	<i>2014</i>	<i>2013</i>
<i>Ciclo del circolante</i>	55,1 giorni	-9 giorni	-43,2 giorni

#### 4.2.3 Analisi della redditività

procediamo adesso con l'analisi della redditività, che, come si è fatto per il caso Ferrari, si traduce nel calcolo dei due indicatori principali della redditività, ovvero il ROE e il ROI.

Per quanto riguarda il ROE, questo riporta nel caso Rolls-Royce valori decisamente più bassi rispetto a quelli registrati nel caso Ferrari. Ciò significa che il capitale di rischio apportato in Rolls-Royce rende di meno di quello apportato in Ferrari.

	<i>2015</i>	<i>2014</i>	<i>2013</i>
<i>ROE netto</i>	11,24%	9,01%	9,4%

Come si può notare, i rendimenti sono decisamente inferiori rispetto a quanto registrato in Ferrari, tuttavia se confrontati con i rendimenti che remunerano il rischio, analizzati nel capitolo precedente<sup>46</sup>, possiamo vedere come in realtà anche tali tassi di redditività possano essere considerati come accettabili. Possiamo notare inoltre che la redditività dei mezzi propri è cresciuta dal 2014 al 2015 di 2,23 punti percentuali: ciò è avvenuto nonostante in realtà ci sia stata una riduzione dell'utile netto (passato da 21 milioni circa nel 2014 a 18 milioni circa nel 2015), accompagnata però da una ancor più consistente riduzione dei mezzi propri.

Passiamo ora all'analisi del ROI il quale, giusto per ricordarlo, evidenzia la redditività della gestione operativa. Ancora una volta è bene riportare i valori registrati in una tabella in modo da considerare la sua evoluzione nei 3 anni di riferimento:

	<i>2015</i>	<i>2014</i>	<i>2013</i>
<i>ROI</i>	7,3%	7%	8%

<sup>46</sup> Ricordiamolo: i tassi di rendimento che remunerano il rischio, ipotizzando un  $\beta$  pari a 0,4, è pari a 3,66%; ipotizzando invece un  $\beta$  pari a 0,85, il rendimento che remunera il rischio diventa pari a 5,19%.

Anche in questo caso, la redditività del capitale investito nella gestione operativa è inferiore a quello registrato nel caso Ferrari, ed inferiore anche alla media del ROI registrata nel 2013 con riguardo al settore del lusso<sup>47</sup>, pari al 15%<sup>48</sup>.

#### 4.2.4 Confronto con Ferrari S.p.a.

Riportiamo di seguito una tabella che riassume tutti gli indicatori calcolati sinora sia per Ferrari che per Rolls-Royce, in modo tale da apprezzarne meglio gli scostamenti:

		2015		2014		2013	
		Ferrari	Rolls-Royce	Ferrari	Rolls-Royce	Ferrari	Rolls-Royce
<b>Solidità</b>	MP/AF	2,55	0,92	2,24	1,44	1,88	1,27
	$(MP + PC)/AF$	3,06	0,93	2,73	1,46	2,28	1,29
	$(PB + PC)/MP$	0,83	1,56	0,92	1,04	1,06	1,77
	DF/MP	0,03	0,94	0,019	0,62	0,012	0,54
<b>Liquidità</b>	AC/PB	2,27	0,95	2,1	1,31	1,8	1,12
	$(AC - M)/PB$	2,06	0,83	1,88	1,15	1,61	1,02
	gg giacenza scorte	32,16	21,1	30,37	20,3	29,2	25,1
		gg	gg	gg	gg	gg	gg
	gg incasso crediti	11,52	105	9,05	12	26,02	106
		gg	gg	gg	gg	gg	gg
	gg pagamento debiti	85	71 gg	90,5	41,3	112,7	174,3
		gg		gg	gg	gg	gg
	gg circolante	-41,32	55,1	-51,08	-9	-57,48	-43,2
		gg	gg	gg	gg	gg	gg
<b>Redditività</b>	ROE	18,17%	11,24%	20,08%	9,01%	19,18%	9,4%
	ROI	15%	7,3%	12,5%	7%	15,1%	8%

<sup>47</sup> Occorre precisare che il ROI medio in questione è riferito alle società operanti nel settore del lusso considerato *in toto*, quindi non solo con riguardo al settore automotive.

<sup>48</sup> Dato elaborato da Altgamma.

La prima differenza principale tra le due società riguarda l'utilizzo dei mezzi propri, soprattutto nel 2015: Ferrari fa un largo utilizzo di tali mezzi, tanto che nel 2015 ha un quoziente di struttura primario e secondario rispettivamente pari a 2,55 e 3,06 contro i 0,92 e 0,93 di Rolls-Royce. Ciò ha come diretta conseguenza il fatto che Ferrari ricorre molto poco al capitale di terzi, come testimonia il suo indice di indebitamento molto basso, pari a 0,03, rispetto a quello di Rolls-Royce che è pari a 0,94. Tale condizione rappresenta per Ferrari senza dubbio un indicatore di assoluta stabilità che però, oltre certi limiti, va a penalizzare la redditività, in base alla leva finanziaria, di seguito riportata:

$$ROE = [ROI + (ROI - tf) q] (1 - \alpha)$$

Tale effetto leva sta a significare che fin quando il  $tf$ , che sarebbe il tasso di finanziamento derivante da una somma presa in prestito, risulterà minore del ROI, allora conviene ricorrere al capitale di credito in quanto tale scelta comporta una crescita anche del ROE (facendo attenzione peraltro a non squilibrare  $q$ , ovvero il grado di indebitamento finanziario). Se quindi Ferrari riesce ad indebitarsi, nel 2015, ad un tasso inferiore al 15% (cosa alquanto comune), potrebbe senza dubbio ottenere una maggiore redditività e allo stesso tempo strutturarsi con delle fonti (quelle di terzi) sicuramente più elastiche rispetto al capitale di rischio.

Altro elemento distintivo tra le due società è senza dubbio la durata di incasso dei crediti commerciali: Ferrari è riuscita, nei tre anni considerati, ad ottenere tempi di incasso molto ristretti, soprattutto se paragonati a quelli ottenuti da Rolls-Royce (ad eccezione del 2014). Ciò si traduce in un ciclo del circolante nettamente a favore del cavallino, sempre ampiamente negativo e quindi sempre in grado di generare eccedenza di liquidità. Nonostante lo scarso utilizzo della leva finanziaria, da ultimo, è bene sottolineare come Ferrari abbia conseguito in tutti e tre gli anni presi a riferimento indici di redditività nettamente superiori rispetto a Rolls-Royce (le redditività Ferrari risultano essere quasi il doppio in ogni anno rispetto a quelli concorrenti).

### 4.3 Confronto con Jaguar

Jaguar è una casa automobilistica anch'essa, come la Rolls-Royce, di origine britannica, nonché principale fornitore della Casa Reale inglese. Fu fondata nel 1922 da William Lyons, ingegnere, e William Walmsley, pilota, inizialmente con il nome di Swallow Sidecar Company. Fu nel 1945 che iniziò ad operare sotto il nome di Jaguar. Nel 1990 passò sotto il controllo della Ford, che però non riuscì a rivalorizzare il valore del marchio, per cui fu ceduta nel 2008 al gruppo indiano Tata Motors, che ha il merito di aver portato un design profondamente diverso.

Procediamo ora con un confronto di carattere generale del bilancio di Jaguar nei confronti di quello Ferrari, riferendoci all'ultimo anno preso in considerazione, ovvero il 2015. La casa britannica del giaguaro è, rispetto a Ferrari, ancor più ridimensionata di quanto non lo fosse Rolls-Royce: infatti ha un totale attivo di bilancio pari a 29 milioni di dollari statunitensi, contro i circa 3 miliardi del cavallino. Nel 2015 ha ottenuto un utile netto di 1,8 milioni circa, contro i 333 milioni circa ottenuti da Ferrari. Ha inoltre un capitale sociale di poco più di 2 milioni, rimasto pressoché costante nei tre anni considerati, contro i 22 milioni di capitale sociale della Ferrari, in diminuzione rispetto ai 24 del 2014 e ai 28 circa del 2013. A dispetto di tali dati, è bene precisare che Jaguar impiega circa 29.700 dipendenti, contro i circa 2.700 di Ferrari<sup>49</sup>.

Una volta analizzata in via approssimativa tali dati, che consentono di fornire efficacemente una prima fotografia della situazione delle due società, procediamo con l'analisi del bilancio di Jaguar, per poi predisporre un confronto finale con i dati ottenuti nel caso Ferrari.

#### 4.3.1. Analisi della solidità

Iniziando con l'analisi di solidità, calcoliamo come sempre dapprima il quoziente di struttura, primario e secondario, rapportando quindi i mezzi propri prima, e i il

---

<sup>49</sup> Bisogna tuttavia sottolineare che per quanto riguarda i dati Ferrari, si è preso in considerazione solo Ferrari S.p.a, che è solo una delle controllate del gruppo Ferrari N.V.

capitale permanente poi, con il totale degli investimenti compresi nell'attivo fisso del bilancio riclassificato.

La tabella con l'evoluzione del quoziente di struttura primario nei tre anni considerati si presenta così:

	2015	2014	2013
<i>Quoziente di struttura primario</i>	0,59	0,7	0,53

Come è possibile notare subito, i quozienti in questo caso sono molto bassi, ancor di più di Rolls-Royce. Come si ricorderà, il quoziente di struttura primario dovrebbe essere almeno pari ad 1, o al limite leggermente inferiore (si possono ritenere accettabili valori come 0,8 o 0,9): in questo caso, quindi, siamo decisamente al di sotto dei valori accettabili, a differenza forse del 2014. Tale situazione comporta certamente una condizione di scarsa solidità patrimoniale, che può essere ricondotta non tanto allo scarso utilizzo del capitale di rischio (che rappresenta circa il 37% del totale delle fonti), quanto piuttosto ad un eccessivo investimento in attività fisse, infatti l'indice di rigidità degli impieghi<sup>50</sup> in Jaguar ammonta a 0,55 contro lo 0,21 di Ferrari e lo 0,42 di Rolls-Royce. Ciò vuol dire che Jaguar impiega più della metà delle sue fonti di finanziamento in attività liquidabili oltre il periodo amministrativo.

	2015	2014	2013
<b>Fixed assets</b>	<b>10.153</b>	<b>8.359</b>	<b>6.628</b>
Intangible fixed assets	4.952	4.240	3.522
Tangible fixed assets	4.474	3.184	2.335
Other fixed assets	727	935	771
<b>Shareholders funds</b>	<b>6.040</b>	<b>5.864</b>	<b>3.539</b>
Capital	1.501	1.501	1.501
Other shareholders funds	4.539	4.363	2.038

<sup>50</sup> Ovvero l'indice che stabilisce a quanto ammonta il peso dell'attivo fisso sul totale dell'attivo.

Come si può notare dai dati di bilancio sopra riportati, l'anno 2014 è risultato come l'unico che può essere ritenuto accettabile dal punto di vista della solidità in quanto c'è stato un notevole aumento dei mezzi propri, attribuibile esclusivamente ad un aumento delle riserve, accompagnato da un aumento meno intenso dell'attivo fisso. Spostiamo ora l'attenzione sul quoziente di struttura secondario che comprende al numeratore anche le passività consolidate:

	<i>2015</i>	<i>2014</i>	<i>2013</i>
<i>Quoziente di struttura secondario</i>	1,09	1,13	1,03

In questo caso, la situazione relativa alla solidità appare più soddisfacente in quanto, come si ricorderà, tale indice è bene che sia poco superiore ad 1, quindi i valori riscontrati sono perfettamente in linea con quanto chiesto dalla buona prassi. A fare la differenza, quindi, sono le passività consolidate che infatti risultano utilizzate in misura maggiore sia rispetto a Ferrari che a Rolls-Royce: in Jaguar, per l'appunto, le passività consolidate rappresentano il 24,69% del totale delle fonti di finanziamento, contro il 10,9% di Ferrari e addirittura lo 0,68% di Rolls-Royce. L'indice di struttura secondario è rimasto sostanzialmente invariato nei tre anni presi in considerazione, ragion per cui non necessita di ulteriori approfondimenti.

È bene quindi a questo punto andare a verificare in che misura Jaguar ricorre al capitale di terzi rispetto al capitale di rischio. Bisogna quindi analizzare il grado di indebitamento che, come sappiamo, può essere inteso come complessivo (che comprende cioè anche le passività commerciali), o come finanziario (che tiene conto esclusivamente dei debiti finanziari, idonei a produrre oneri finanziari).

Partiamo considerando l'evoluzione del primo, nei tre anni considerati:

	<i>2015</i>	<i>2014</i>	<i>2013</i>
<i>Quoziente di indebitamento complessivo</i>	2,07	1,66	2,62

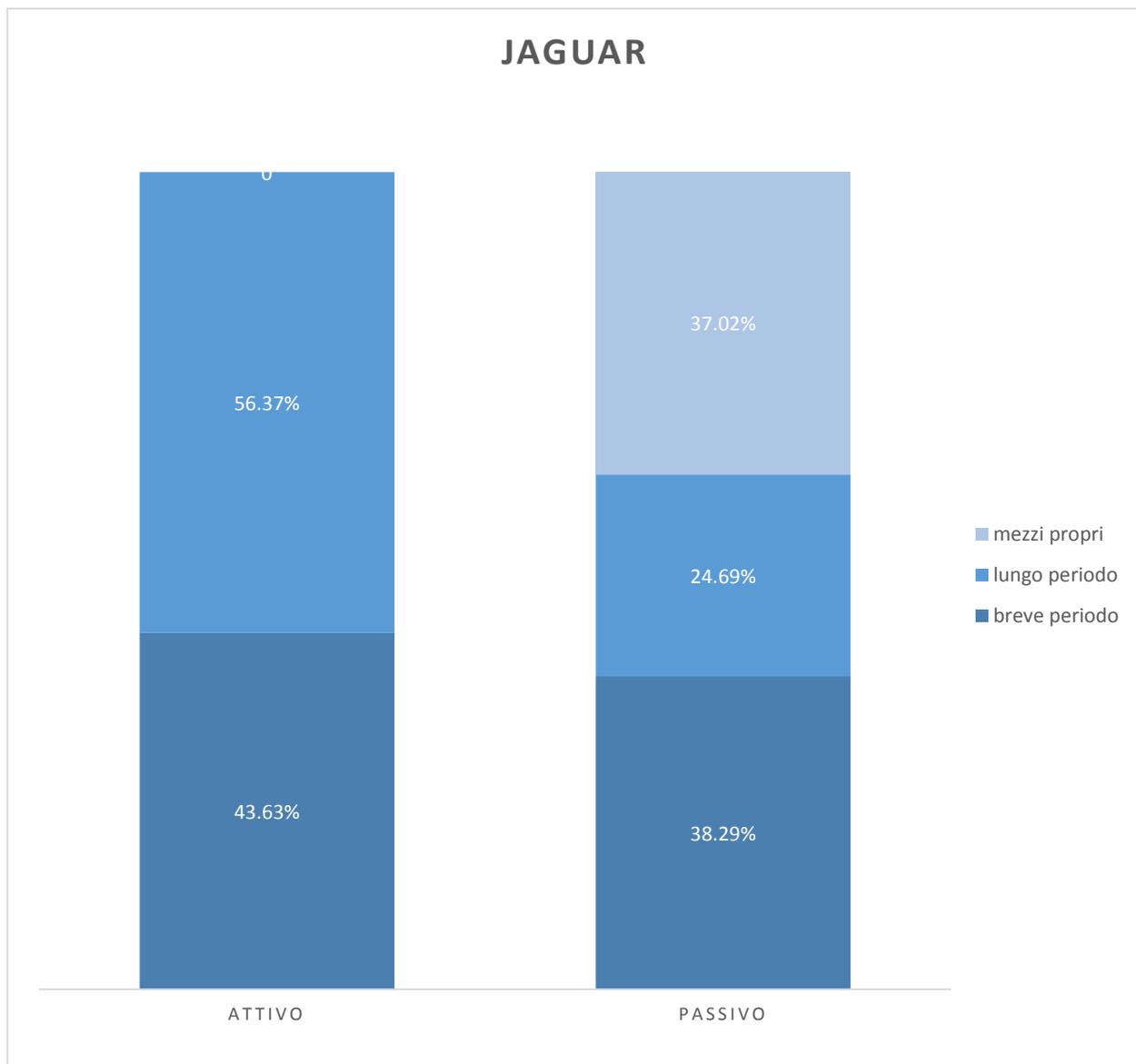
In questo caso l'indice in indebitamento complessivo risulta essere superiore a 2, tranne nel 2014 in cui ha ottenuto un valore di 1,66. Ciò significa che nel 2013 e 2015 il capitale di terzi risultava essere più del doppio rispetto a quello di rischio, mentre nel 2014 era maggiore del 66%. Tale dato di per sé può far pensare che la struttura dei finanziamenti sia troppo sbilanciata ma, per poter arrivare a tal genere di conclusioni, occorrerebbe vedere quanto delle passività considerate sia da attribuire effettivamente a debiti finanziari che sono i soli che possono minacciare l'autonomia finanziaria della società. Per il momento, uno spunto interessante su cui basare qualche considerazione è il decremento significativo che si è registrato tra il 2013 e il 2014, in cui si è passati da un valore di 2,62 ad uno di 1,66. Tale differenza è dovuta non tanto ad un incremento delle passività, che sono passate da un valore di 9,2 milioni ad uno di 9,7 milioni, quanto piuttosto di un notevole incremento dei mezzi propri, attribuibile esclusivamente alle riserve, dato che il capitale sociale è rimasto invariato nei 3 anni (vedi i dati di bilancio riportati sopra). Spostiamo ora l'attenzione, invece, sul dato che più ci interessa, ovvero il grado di indebitamento finanziario, riportando innanzitutto una tabella dei valori dei tre anni:

	<i>2015</i>	<i>2014</i>	<i>2013</i>
<i>Quoziente di indebitamento finanziario</i>	0,75	0,4	0,8

Come detto più volte, è bene che tale valore sia al massimo pari ad 1, motivo per cui si può ritenere che la società non sia assolutamente minacciata per quanto riguarda la

sua autonomia finanziaria, a dispetto di quanto si potesse intendere analizzando il solo quoziente di indebitamento complessivo o i quozienti di struttura.

Occorre al limite fare qualche considerazione ancora una volta sul passaggio dal 2013 al 2014, periodo che ha visto il dimezzarsi dell'indice di indebitamento finanziario da 0,8 a 0,4. Il motivo di tale decremento è da individuare non solo nell'ormai noto aumento del valore dei mezzi propri dovuto ad un aumento delle riserve, ma anche ad un notevole decremento dei debiti finanziari tra un anno e l'altro, riguardanti sia il breve che il lungo periodo: nel 2013, infatti, Jaguar aveva un ammontare di debiti finanziari a breve pari a 761.000 dollari, e 2 milioni circa di debiti finanziari nel lungo; l'anno successivo, invece, si è passati rispettivamente ad un valore di 444.000 dollari circa e 1,9 milioni circa. Come fatto nel capitolo precedente, si riporta di seguito un grafico che evidenzia chiaramente in che modo è bilanciata la società Jaguar da un punto di vista strutturale:



#### 4.3.2 Analisi della liquidità

Si procede ora con l'analisi dell'equilibrio finanziario orientato al breve periodo, ovvero l'analisi della liquidità. Ancora una volta, il primo indicatore da calcolare è il *current ratio*, che pone in relazione le entrate previste entro l'anno con le corrispondenti uscite, in modo tale da verificare se potrebbero esserci delle tensioni di liquidità. È bene ricordare che tale indicatore sia uguale, o meglio maggiore a 2; in ogni caso, tuttavia, deve essere maggiore di 1, altrimenti significherebbe che le attività brevi non riescono a pagare le passività a scadenza breve, per cui si dovrebbe procedere assumendosi ulteriori passività oppure dismettendo immobilizzazioni: in

ogni caso si tratterebbe di situazioni sconvenienti per la liquidità societaria.

Riportiamo quindi in tabella i valori ottenuti nei tre anni:

	2015	2014	2013
<i>Quoziente di disponibilità</i>	1,12	1,17	1,03

Come si può notare, gli indici di disponibilità sono tutt'altro che ottimali, soprattutto se confrontati con quelli registrati da Ferrari, dato che si attestano su valori appena eccedenti l'1. Ciò significa che alla fine dell'anno le attività correnti riescono a coprire giusto le passività correnti, residuando quasi nulla in termini di eccedenza di liquidità. Come detto anche nei precedenti capitoli, tuttavia, bisogna scorporare anche la parte relativa al magazzino, calcolando quello che viene chiamato *quick ratio*:

	2015	2014	2013
<i>Quoziente di tesoreria</i>	0,8	0,82	0,73

È bene che tale indicatore sia almeno pari ad 1, in quanto in realtà il magazzino, pur essendo considerato un'attività circolante, non può essere prontamente liquidato e anzi, a volte, può essere considerato come un'attività immobilizzata. È per questo che non andrebbe considerato in un'analisi di liquidità, e in questo caso quindi rende gli indici di liquidità stessi ancora più negativi, dato che in tutti e tre gli anni sono inferiori al valore considerato soddisfacente, ovvero 1. Ciò vuol dire che alla fine dell'anno le attività correnti non bastano da sole a coprire tutte le passività corrispondenti, motivo per cui si potrebbe rendere necessario un ulteriore indebitamento con possibili tensioni sul quoziente di indebitamento finanziario.

Tuttavia, come detto più volte nelle precedenti analisi, occorre ricordare che spesso l'analisi di liquidità effettuata alla fine dell'anno non sempre risulta essere un'affidabile base su cui basare le proprie valutazioni. Ricordiamo, infatti, che lo stato patrimoniale è una fotografia (e quindi, un elemento statico) della situazione aziendale *alla fine* del periodo di riferimento, mentre lascia il lettore dello stesso all'oscuro di ciò che è successo *durante* tutto il periodo, ovvero ciò che ha portato la società a registrare i valori indicati al 31/12. Ciò non toglie quindi che durante l'anno, Jaguar abbia potuto regolarmente pagare i propri debiti con scadenza durante l'anno, terminando il periodo con le attività circolanti che risultano inferiori alle passività correnti, con la previsione magari di vendere nuove auto nei primi mesi dell'anno successivo (e quindi incrementare i crediti commerciali), riportando l'indice di tesoreria a livelli accettabili. Quanto appena detto, può essere confermato dall'analisi della rotazione delle scorte di magazzino, dei crediti commerciali e dei debiti commerciali. Ciò che tuttavia è ancor più importante è il calcolo dei giorni di giacenza delle scorte, i giorni di incasso dei crediti commerciali e i giorni per il pagamento dei debiti commerciali, in quanto sono le grandezze necessarie da valutare nel momento in cui si va a calcolare il ciclo del circolante. Nel caso Jaguar, il circolante assume valore negativo, il che vuol dire che il pagamento dei fornitori avviene dopo l'incasso dai clienti. Per cui anche se gli indici di disponibilità e di tesorerie assumono valori insoddisfacenti, in realtà durante l'anno la società produce liquidità in eccesso, che evidentemente viene investita in attività fisse, dato che, come si ricorderà, l'indice di rigidità degli impieghi è più alto sia di Ferrari che di Rolls-Royce. Quanto appena detto viene riassunto nella seguente tabella, in modo tale da analizzare in che misura il ciclo del circolante è in grado di generare liquidità:

	2015	2014	2013
<i>Indice di rotazione delle scorte</i>	9,05	8,9	8,8
<i>Tempo medio di giacenza delle scorte</i>	40,3 giorni	40,9 giorni	41,5 giorni
<i>Indice di rotazione dei crediti comm.</i>	23,98	28,46	20,77
<i>Tempo medio di incasso crediti comm.</i>	15,21 giorni	12,82 giorni	17,57 giorni
<i>Indice di rotazione dei debiti comm.</i>	3	3,12	2,9
<i>Tempo medio di pagamento debiti comm.</i>	121,5 giorni	116,8 giorni	123,82 giorni

Si nota subito come la durata di pagamento dei debiti sia molto dilazionata, molto più di Ferrari e più di Rolls-Royce (tranne che nel 2013, anno in cui Rolls-Royce ha fatto registrare una dilazione di 174 giorni). In sostanza, Jaguar è riuscita in tutti e tre gli anni a pagare i fornitori circa 4 mesi dopo la consegna dei beni o la prestazione dei servizi, rinnovando quindi i debiti commerciali per circa 3 volte l'anno. È evidente quindi come in queste condizioni sia piuttosto agevole generare liquidità in eccesso, soprattutto se si pensa che invece i creditori pagano la casa automobilistica britannica dopo 15 giorni nel 2015, meno di 13 giorni nel 2014 e 17,5 giorni nel 2013. Per tale motivo il circolante assume ovviamente valori negativi, in particolare -66 giorni nel 2015, -63,08 nel 2014 e -64,57 nel 2013. È opportuno, in ogni caso, riportare i valori ottenuti nella solita tabella, per apprezzare gli scostamenti del valore nei tre anni:

	<i>2015</i>	<i>2014</i>	<i>2013</i>
<i>Ciclo del circolante</i>	-66 giorni	-63,08 giorni	-64,57 giorni

#### 4.3.3 Analisi della redditività

Si procede infine con l'analisi della redditività, ovvero calcolare i tassi di rendimento che ci consentono di stabilire quanto rendono il capitale di rischio apportato nella gestione, e il capitale operativo investito nella gestione operativa della società. Gli indici da calcolare quindi, come sappiamo, sono rispettivamente il ROE e il ROI. Partiamo dal calcolo del primo, riportando i valori ottenuti nella tabella dei valori dei tre anni:

	<i>2015</i>	<i>2014</i>	<i>2013</i>
<i>ROE netto</i>	33%	32%	34%

I valori registrati, ci dicono che Jaguar rende ogni anno circa un terzo di quanto apportato a titolo di capitale di rischio. Tale valore è sicuramente molto positivo, soprattutto ricordando che Rolls-Royce ha registrato valori pari a 11,24%, 9,01% e 9,4%, mentre il confronto con Ferrari verrà fatto successivamente. È bene inoltre notare che tale valore del ROE è rimasto sostanzialmente costante in tutti e tre gli anni considerati, e questo è un fattore certamente positivo in quanto è sintomo di una certa continuità nel rendimento del capitale di rischio.

Passiamo ora all'analisi della redditività del capitale investito nella gestione operativa che, come sappiamo, è misurata dal valore del ROI. Come al solito, riportiamo tali valori in una tabella che riassume l'andamento nei tre anni presi in considerazione:

	<i>2015</i>	<i>2014</i>	<i>2013</i>
<i>ROI</i>	21%	22%	20%

Anche in questo caso, il ROI come il ROE rimane sostanzialmente invariato nel 2013, 2014 e 2015: ciò senza dubbio è un fattore positivo in quanto indica una certa continuità nella redditività del capitale operativo, quindi indica anche una buona gestione dei costi operativi. È opportuno anche notare che in questo caso il ROI è piuttosto elevato, soprattutto se confrontato con la media di settore indicata precedentemente che, ricordiamolo, ammonta al 15% circa.

#### 4.3.4. Confronto con Ferrari S.p.a.

Riportiamo di seguito una tabella che sintetizzi tutti i valori presi in considerazione finora, riferiti a tutto e tre gli anni, e che renda possibile un confronto diretto con i corrispondenti valori registrati in Ferrari:

		2015		2014		2013	
		Ferrari	Jaguar	Ferrari	Jaguar	Ferrari	Jaguar
<b>Solidità</b>	MP/AF	2,55	0,59	2,24	0,7	1,88	0,53
	$(MP + PC)_{/AF}$	3,06	1,09	2,73	1,13	2,28	1,03
	$(PB + PC)_{/MP}$	0,83	2,07	0,92	1,66	1,06	2,62
	DF/MP	0,03	0,71	0,019	0,4	0,012	0,8
<b>Liquidità</b>	AC/PB	2,27	1,12	2,1	1,17	1,8	1,03
	$(AC - M)_{/PB}$	2,06	0,8	1,88	0,82	1,61	0,73
	gg giacenza scorte	32,16 gg	40,3 gg	30,37 gg	40,9 gg	29,2 gg	41,5 gg
	gg incasso crediti	11,52 gg	15,21 gg	9,05 gg	12,82 gg	26,02 gg	17,57 gg
	gg pagamento debiti	85 gg	121,5 gg	90,5 gg	116,8 gg	112,7 gg	123,82 gg
	gg circolante	-41,32 gg	-66 gg	-51,08 gg	-63,08 gg	-57,48 gg	-64,57 gg
<b>Redditività</b>	ROE	18,17%	33%	20,08%	32%	19,18%	34%
	ROI	15%	21%	12,5%	22%	15,1%	20%

Primo elemento principale a distinguere la performance delle due società riguarda il quoziente di struttura, sia esso primario o secondario. Il motivo di tale differenza è già stato ampiamente discusso: Ferrari ricorre in tutti e tre gli anni ad un finanziamento massiccio di capitale di rischio. Jaguar, invece, come detto ha una situazione diametralmente opposta, ovvero presenta indici di solidità piuttosto bassi, dovuti non tanto al basso livello di capitale proprio apportato quanto invece

all'ingente quantità di investimenti effettuati riguardanti l'attivo fisso. In questo caso, oltre al demerito di Jaguar di avere indici di solidità piuttosto bassi, c'è anche da considerare che dal punto di vista di Ferrari c'è un esagerato utilizzo di mezzi propri, che ammonta al 54,6% del totale delle fonti di finanziamento. La scelta di Jaguar di indebitarsi in misura maggiore rispetto a Ferrari, tuttavia, è risultata vincente in quanto ottiene indici di redditività più alti, sia con riguardo alla redditività del capitale proprio sia con riguardo a quella del capitale operativo. In particolare, si nota che Jaguar presenta un ROE piuttosto maggiore rispetto al ROI, tra i 10 e i 14 punti percentuali, e ciò va a testimoniare che la società utilizza in modo positivo la leva finanziaria (la cui formula viene riportata nel paragrafo precedente), ovvero riesce a indebitarsi ad un tasso di finanziamento che risulta minore rispetto al tasso di redditività del capitale operativo.

È bene puntualizzare anche la situazione relativa al ciclo del circolante: entrambe le società, infatti, presentano dei cicli del circolante negativi in tutti e tre gli anni: ciò sta a significare che producono sempre eccedenza di liquidità. Jaguar, tuttavia, ottiene un maggior numero di giorni in cui si realizza tale eccedenza, ovvero tra l'incasso dei crediti e il pagamento dei fornitori c'è una differenza di giorni maggiore che rispetto a Ferrari. Tale condizione non si verifica per via di un minor tempo di incasso, dato che in entrambe le società tali giorni risultano simili, quanto invece per le dilazioni ottenute da Jaguar riguardo al pagamento dei fornitori commerciali, molto più lunghe rispetto a quelle ottenute da Ferrari: in Jaguar, infatti, i fornitori vengono pagati in media 4 mesi dopo la consegna dei beni o la prestazione del servizio, mentre in Ferrari la dilazione è, in media, di 3 mesi circa.

#### 4.4 Confronto con Porsche

Porsche è una casa automobilistica tedesca, con sede a Stoccarda. La sua nascita viene fatta risalire al 1931, anno in cui l'ingegnere Ferdinand Porsche diede vita ad una fondazione di studio di progettazione e ingegneria. Nel 1934, su richiesta di Adolf Hitler, Ferdinand Porsche progetta un'auto a destinazione popolare: la cosiddetta *Volkswagen*. Fu solo nel 1938 che Hitler commissionò allo stesso Ferdinand una vettura che abbia prestazioni più elevate, ed è quindi da allora che nasce la vera e propria Porsche, che entrerà di diritto nel mercato dell'automotive di lusso. Nel 2012 passa interamente nelle mani di Volkswagen, che ne detiene tutt'oggi la totalità del capitale sociale.

Andando ad elaborare una prima fotografia della società, confrontandola con quella di Ferrari, iniziamo con il dire che Porsche ha un totale attivo nel 2015 pari a 29.143<sup>51</sup>, contro i circa 3 miliardi di Ferrari, che quindi risulta essere minore quantomeno a livello dimensionale. Nello stesso anno, la casa tedesca ha prodotto un utile pari a 2 miliardi di euro, contro i 333 milioni di dollari prodotti da Ferrari. Infine, Porsche impiega circa 24.500 dipendenti, contro i circa 2.700 di Ferrari S.p.a., ciò a testimoniare come la casa tedesca sia più sviluppata a livello dimensionale rispetto a quella del cavallino.

Procediamo ora con l'analisi di performance di Porsche, seguendo lo stesso *iter* adottato per le analisi precedenti, ovvero iniziando con l'analisi di solidità, per poi procedere con quella di liquidità e finire con l'analisi di redditività, il tutto orientato nei soliti tre anni di riferimento, ovvero 2013, 2014 e 2015.

##### 4.4.1 Analisi della solidità

Cominciamo con il valutare se e in che misura, Porsche risulta essere una società solida nel medio/lungo periodo, ovvero se la sua struttura patrimoniale riesce ad assorbire eventuali shock negativi senza compromettere la continuità nel tempo della società.

---

<sup>51</sup> Valori espressi in milioni di euro.

Come al solito, valutiamo dapprima i quozienti di struttura, sia primario che secondario, per valutare in che misura e soprattutto in che modalità l'attivo fisso viene finanziato, ai fini di determinare se tali forme di finanziamento siano o meno minacciose per la solidità della società. Iniziando dal quoziente di struttura primario, riportiamo di seguito la tabella dei valori ottenuti in tutti e tri gli anni presi in considerazione:

	2015	2014	2013
<i>Quoziente di struttura primario</i>	0,49	0,48	0,49

Come si può notare, Porsche registra i valori più bassi di quoziente di struttura primario rispetto agli altri marchi analizzati in precedenza. Tali indicatori, infatti, ci dicono che gli investimenti durevoli effettuati dalla casa tedesca, rientranti quindi nell'attivo fisso, sono finanziati solo per meno della metà da capitale di rischio. Occorre ricordare che le *best practices* in merito ci dicono che tale indicatore dovrebbe assumere un valore quantomeno vicino all'1 (0,8 o 0,7 al massimo): siamo quindi di fronte ad un quoziente di struttura primario sicuramente insoddisfacente. Bisogna poi aggiungere che tale livello insoddisfacente si è tenuto costante in tutti e tre gli anni considerati, il che fa pensare che tale *modus operandi* rientri normalmente nelle strategie di finanziamento dell'impresa. Tale situazione di insufficienza, non è tanto dovuta ad una carenza di capitale proprio apportato in società, in quanto esso rappresenta il 36,71% del totale delle fonti di finanziamento, quanto piuttosto ad uno smisurato utilizzo di tali fonti per investimenti a lungo periodo: da ciò deriva che la percentuale di attivo fisso rispetto al totale sia pari al 74% circa, il che rappresenta un indice di rigidità degli impieghi molto alto. Dopo queste prime considerazioni, tuttavia, è bene analizzare il grado in cui le passività a lungo periodo contribuiscono a finanziare gli investimenti in attivo fisso: bisogna ovvero calcolare il quoziente di struttura secondario, che comprende al

numeratore appunto le passività consolidate. Nel farlo, riportiamo i valori ottenuti nei tre anni nell'ormai nota tabella, ai fini di un più agevole raffronto sull'evoluzione dell'indice stesso:

	<i>2015</i>	<i>2014</i>	<i>2013</i>
<i>Quoziente di struttura secondario</i>	0,84	0,88	0,87

Come si noterà, anche in questo caso otteniamo valori inferiori all'unità, quando invece dovrebbe essere almeno superiore ad 1 di qualche decimo. Tale situazione sta ad indicare che i mezzi propri e le passività consolidate non riescono a coprire totalmente gli investimenti effettuati in attività di lungo periodo. Questa condizione ha come conseguenza il fatto che parte dell'attivo fisso viene finanziato attraverso le passività a breve che hanno scadenze di rimborso più brevi rispetto al ritorno economico delle attività immobilizzate. In questo caso, quindi, siamo di fronte ad una situazione che può portare a tensioni e squilibri finanziari dovute al mancato coordinamento delle scadenze tra attivo e passivo. Anche stavolta, il valore assunto da tale indicatore è rimasto in pratica invariato in tutti e tre gli anni considerati: ciò vuol dire che tale struttura dei finanziamenti rientra in una vera e propria strategia aziendale e non è frutto di una condizione transitoria e straordinaria.

Come già fatto nei paragrafi precedenti, è bene calcolarsi il quoziente di indebitamento complessivo, ovvero il rapporto tra capitale di terzi e capitale proprio, ai fini di valutare se e in che misura c'è effettivamente uno squilibrio finanziario. Riportiamo i dati ottenuti nell'ormai nota tabella dei tre anni:

	<i>2015</i>	<i>2014</i>	<i>2013</i>
<i>Quoziente di indebitamento complessivo</i>	1,72	1,71	1,71

I valori ottenuti, sono sostanzialmente in linea con i valori ritenuti accettabili sia per il settore automotive, sia per gli altri settori. Tali risultati infatti indicano che il capitale di terzi risulta essere in media 1,71 volte superiore a quello di rischio e, in sostanza, significa che i mezzi propri rappresentano il 35% circa delle fonti di finanziamento, mentre il restante 65% proviene da finanziatori esterni, e tale situazione può essere ritenuta come accettabile. Tuttavia, ricordiamolo nuovamente, il quoziente di indebitamento complessivo comprende al numeratore anche le passività commerciali, che non sono idonee a produrre interessi né tantomeno a minacciare la situazione finanziaria della società nel lungo periodo. Occorre quindi estendere l'analisi alla valutazione del rapporto dei soli debiti finanziari, che siano essi di lungo o di breve periodo, rispetto al capitale di rischio apportato nella società. Bisogna in altre parole calcolare il quoziente di indebitamento finanziario, i cui risultati vengono riassunti nella seguente tabella:

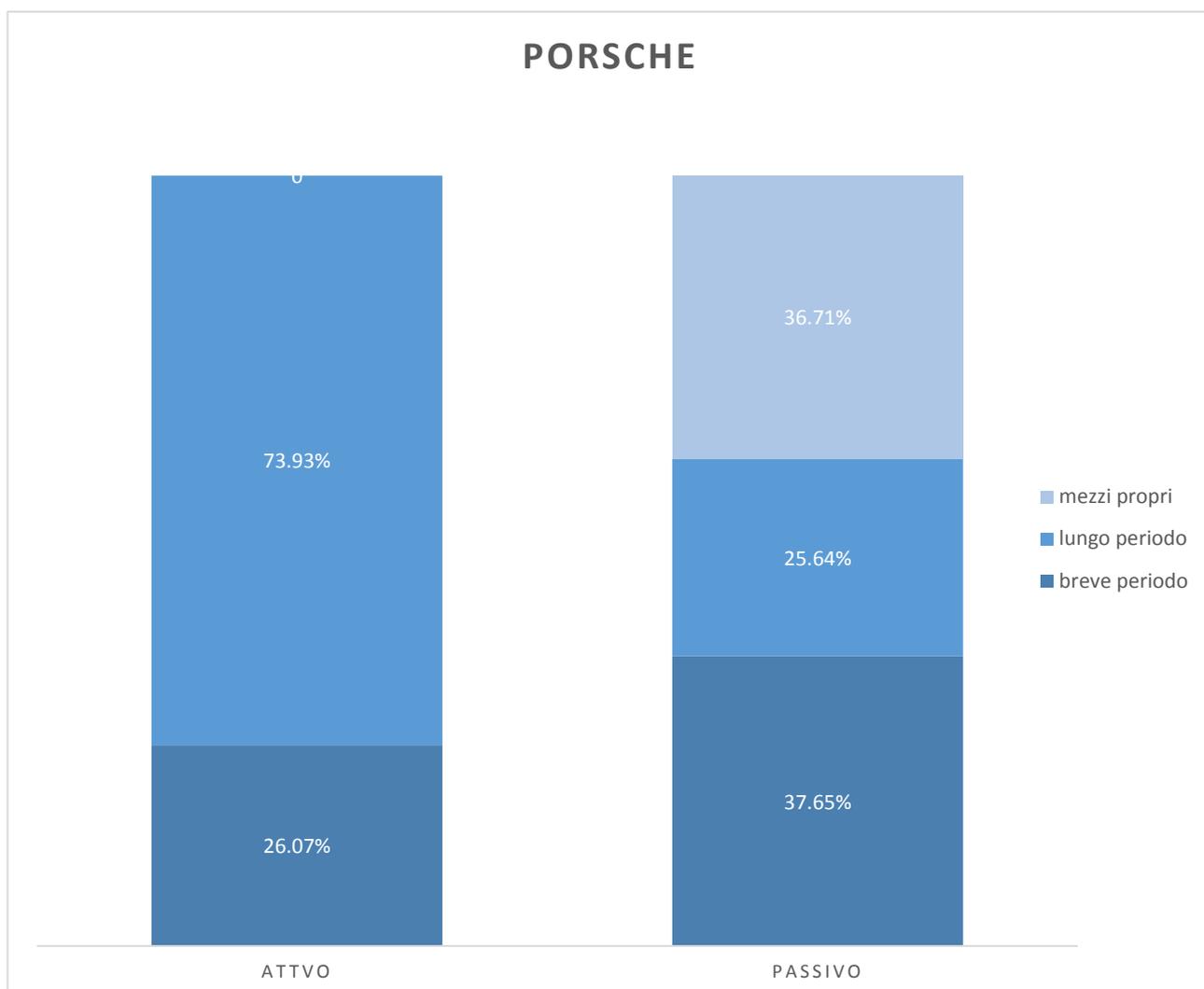
	<i>2015</i>	<i>2014</i>	<i>2013</i>
<i>Quoziente di indebitamento finanziario</i>	0,86	0,81	0,73

Guardando a tale indice, scopriamo infatti che in realtà la società non risulta essere eccessivamente indebitata, dato che in tutti e tre gli anni l'indicatore assume valori sempre inferiori a 1. Come abbiamo detto più volte in precedenza, invece, per poter

essere considerato accettabile il quoziente di indebitamento finanziario può essere al massimo pari ad 1, e dunque nel caso di Porsche siamo perfettamente in linea con ciò che può essere considerata una buona situazione finanziaria. Bisogna notare, tuttavia, che il valore di tale indicatore ha assunto una tendenza al rialzo, dato che dal 2013 al 2015 è aumentato di 0,13 punti. Tale andamento è dovuto all'aumento nei tre anni dell'indebitamento finanziario, in quanto nel 2013 i debiti finanziari sia nel breve che nel lungo periodo si attestavano a 6.671 milioni, per poi passare a 7.792 nel 2014 e a 9.220 nel 2015, con una crescita di 2.549 milioni in 3 anni. La crescita dell'indebitamento finanziario non è stata poi accompagnata da un altrettanto sostenuta crescita dei mezzi propri i quali nel 2013 assumevano un valore pari a 9.039 milioni, nel 2014 il valore era pari a 9.599 milioni per poi arrivare a 10.700 milioni nel 2015, con una crescita in 3 anni pari a 1.661 milioni. A tale differenza di crescita delle fonti è quindi dovuto l'aumento del quoziente di indebitamento finanziario che comunque, ricordiamolo, si attesta comunque al di sotto del limite raggiungibile in base alle *best practices*. Riportiamo di seguito la situazione dei valori dello stato patrimoniale dal 2013 al 2015 che riassumano quanto detto sinora:

	2015	2014	2013
<b>Shareholders funds</b>	<b>10.700</b>	<b>9.599</b>	<b>9.039</b>
<b>Non-current liabilities</b>	<b>7.472</b>	<b>7.950</b>	<b>6.960</b>
Long term debt	3.325	3.850	3.725
Other non-current liabilities	4.147	4.100	3.235
<b>Current liabilities</b>	<b>10.971</b>	<b>8.511</b>	<b>8.561</b>
Loans	5.895	3.942	2.946
Creditors	2.214	1.856	1.485
Other current liabilities	2.862	2.713	4.130
<b>TOTAL SHAREH. FUNDS &amp; LIAB.</b>	<b>29.143</b>	<b>26.060</b>	<b>24.560</b>

Come già fatto anche per le società analizzate precedentemente, riportiamo di seguito un grafico che rappresenti chiaramente quali sono i pesi che assumono attività fisse e correnti, passività consolidate, correnti e mezzi propri rispettivamente nei confronti del totale di attivo e totale di passivo dello Stato patrimoniale:



#### 4.4.2 Analisi della liquidità

Andiamo ora ad analizzare l'equilibrio finanziario orientato al breve periodo che, come detto più volte, viene studiato attraverso quella che viene chiamata l'analisi della liquidità.

Iniziamo, come sempre, dal calcolo del quoziente di disponibilità, o *current ratio*. Ricordiamo che tale indicatore dovrebbe essere pari a 2 o maggiori, e in ogni caso deve essere superiore ad 1, in quanto in caso contrario significherebbe che l'attivo circolante non è sufficiente a rimborsare le passività correnti e quindi bisognerebbe ricorrere ad ulteriori finanziamenti o a dismettere investimenti rientranti nell'attivo fisso. A tal proposito riportiamo di seguito la tabella dei valori riscontrati nei tre anni presi in considerazione:

	2015	2014	2013
<i>Quoziente di disponibilità</i>	0,69	0,73	0,72

Come si noterà immediatamente, i valori sono piuttosto bassi, infatti non siamo neanche lontanamente vicini al valore ottimale che sarebbe 2, e neanche a quello “minimo” che prevede comunque un valore superiore ad 1. Tale livello di quoziente di disponibilità è dovuto sostanzialmente ad un bassissimo livello di investimenti in attività liquidabili entro l’anno. L’indice di elasticità degli impieghi, infatti, recita 26,07%: poco più di  $\frac{1}{4}$  degli investimenti effettuati sono liquidabili entro l’anno. Il problema invece non è da ricercare nelle fonti di finanziamento, le quali sono ben bilanciate nelle loro tre componenti: passivo corrente, consolidato e mezzi propri. Il dato che fa riflettere è che tale situazione si è riscontrata in tutti e tre gli anni, e ciò è sintomo del fatto che questa è una vera e propria politica posta in essere dalla società. La situazione si fa ancora più cupa nel momento in cui si procede con l’analisi del *quick ratio* il quale, ricordiamolo, scorpora dal numeratore, e quindi dall’attivo circolante, la parte relativa al magazzino che per sua natura non sempre è liquidabile entro l’anno ma a volte assume le caratteristiche vere e proprie di un’attività immobilizzata. Di seguito si riportano i risultati ottenuti dal calcolo di tale indicatore nei tre anni presi in considerazione:

	2015	2014	2013
<i>Quoziente di tesoreria</i>	0,46	0,48	0,53

Anche in questo caso l'indicatore dovrebbe quantomeno essere uguale a 1, in modo tale che le attività realmente idonee ad essere liquidate entro l'anno siano in grado di rimborsare tutte le passività aventi la stessa scadenza. Invece, ovviamente, anche in questo caso il valore è notevolmente basso e ciò è sicuramente un segnale di scarsa solidità finanziaria orientata al breve.

Tuttavia, per ricordarlo nuovamente, bisogna ricordare che tutti gli indicatori sono calcolati in base ai valori presenti al termine dell'anno considerato: ciò vuol dire che non si ha nessuna informazione in merito alle vicende avvenute durante l'anno.

Potrebbe essersi infatti verificata un'abbondanza di liquidità durante l'anno e, una volta rimborsati tutti i debiti scaduti, rimangono dei valori di attivo circolante insoddisfacente che portano quindi a indicatori di liquidità altrettanto insoddisfacenti. Purtroppo venire a conoscenza dei movimenti avvenuti durante l'anno è impossibile per un analista esterno, in quanto dovrebbe avere accesso a documenti non reperibili pubblicamente. Ci si potrebbe fare un'idea di quella che è potuta essere la liquidità durante l'anno attraverso il calcolo degli indici di rotazione di scorte, crediti e debiti commerciali e, ancora meglio, della durata di giacenza delle scorte, di incasso dei crediti commerciali e di pagamento dei debiti commerciali.

Si riporta quindi di seguito la tabella con i risultati ottenuti riguardo a tutti gli indicatori sopra menzionati. Si ricorda che il fine ultimo del calcolo di tali indici è determinare il ciclo del circolante per stabilire se e di quanto la società genera eccedenza di liquidità o al contrario genera fabbisogno finanziario. Per farlo occorre sommare i giorni di giacenza delle scorte in magazzino con i giorni che occorrono per incassare i crediti commerciali, e a tale risultato sottrarre i giorni che trascorrono per il pagamento dei fornitori commerciali dal momento in cui è stata consegnata la merce o il servizio è stato reso<sup>52</sup>.

Nella tabella seguente vengono elencati tutti gli indicatori di cui si è parlato, con i relativi valori ottenuti in tutti e tre gli anni presi in considerazione nella nostra analisi della liquidità:

---

<sup>52</sup> Nel caso di Porsche occorre fare un chiarimento: nel conto economico pubblicato dalla società non viene riportato nel dettaglio ciascuna voce che compone i costi della gestione, riportando invece un'unica voce che comprende tutti i costi del venduto. Da tale voce sono state quindi scorporati i costi che sono relativi ad ammortamenti e svalutazioni, e i costi relativi al personale, specificati entrambi nella nota integrativa. Si ritiene quindi che il valore rimanente possa approssimativamente quantificare le spese sostenute per l'acquisto di materie e di servizi.

	2015	2014	2013
<i>Indice di rotazione delle scorte</i>	8,6	8	9
<i>Tempo medio di giacenza delle scorte</i>	42,5 giorni	45,7 giorni	40,5 giorni
<i>Indice di rotazione dei crediti comm.</i>	54	40,2	41,22
<i>Tempo medio di incasso crediti comm.</i>	6,75 giorni	9 giorni	8,8 giorni
<i>Indice di rotazione dei debiti comm.</i>	5,9	5,8	5,6
<i>Tempo medio di pagamento debiti comm.</i>	61,8 giorni	62,8 giorni	64,7 giorni

Come si noterà, i giorni di giacenza delle scorte rientrano grossomodo nei valori incontrati anche per le altre società. I giorni di pagamento ai fornitori sono piuttosto lunghi, anche se le altre case automobilistiche di lusso ci hanno ormai abituato a dilazioni anche ben più prolungate. Il dato che invece salta subito all'occhio è il cortissimo tempo di incasso dei crediti commerciali: la società quindi ha perseguito politiche molto restrittive nei confronti dei clienti, in tutti e tre gli anni considerati, infatti il valore è sempre inferiore ai 10 giorni di dilazione. Tale condizione non può che essere positiva ai fini del ciclo del circolante e, di conseguenza, ai fini della liquidità. Riportiamo di seguito appunto il calcolo del ciclo del circolante ottenibile in tutti e tre gli anni:

	<i>2015</i>	<i>2014</i>	<i>2013</i>
<i>Ciclo del circolante</i>	-12,55 giorni	-8,1 giorni	-15,4 giorni

In tutti e tra gli anni si registra un ciclo del circolante negativo, ovvero si genera eccedenza di liquidità, a dispetto di quanto si riscontrava con gli indicatori di disponibilità e di tesoreria. Tuttavia è bene precisare che l'eccedenza prodotta è limitata a pochi giorni, al contrario di quanto avveniva con Ferrari, Jaguar e il 2013 di Rolls-Royce, in cui si registravano valori negativi molto più alti rispetto a Porsche.

#### 4.4.3 Analisi della redditività

Terminiamo quindi l'analisi di Porsche valutandone la redditività.

Procediamo come al solito calcolando prima la redditività dei mezzi propri, ovvero quanto rende ciascun euro immesso nella società a titolo di capitale di rischio, attraverso il calcolo del ROE. Dopodiché valuteremo il rendimento del capitale investito nella gestione operativa, attraverso il calcolo del ROI.

Come ormai siamo abituati a fare, riportiamo tutti i valori ottenuti in una tabella in modo da confrontare l'andamento nei tre anni:

	2015	2014	2013
<i>ROE netto</i>	21%	23%	21%

Notiamo che il valore ottenuto è inferiore rispetto a quello conseguito da Jaguar, ma superiore a quello di Rolls-Royce. Il risultato ottenuto da Porsche, tuttavia, rimane comunque abbondantemente superiore al parametro di riferimento per la redditività dei mezzi propri, ovvero il tasso *risk-free*. Tale tasso, ricordiamolo, assume come componenti il rendimento di un titolo di stato, solitamente considerato privo di rischio, maggiorato di un premio per il rischio che viene parametrato in base ad un coefficiente  $\beta$ , che nel settore del lusso varia da 0,4 a 0,85. Tale rendimento, in presenza di un coefficiente pari a 0,4 è del 3,66%, mentre se il coefficiente è pari a 0,85 il rendimento diventa 5,19%. Tali rendimenti in realtà sono facilmente raggiungibili, ma in questo caso sono abbondantemente superati, quindi si può dire che il capitale proprio di Porsche ha una redditività più che soddisfacente. Spostiamo ora l'attenzione sulla redditività del capitale investito nella gestione operativa, che viene misurato attraverso il ROI, riportando i risultati nell'ormai solita tabella dei valori:

	2015	2014	2013
<i>ROI</i>	12,6%	11,2%	11%

In questo caso siamo di fronte ad una redditività del capitale operativo superiore a Rolls-Royce ma inferiore non solo a Jaguar e Ferrari ma anche alla media del settore del lusso che, ricordiamolo, si attesta al 15%. D'altronde bisogna notare come, dal 2014 al 2015, tale redditività abbia guadagnato 1,4 punti percentuali, dovuto ad un consistente aumento dell'utile operativo. Dal 2013 al 2014, infatti, l'utile operativo è cresciuto di "soli" 200 milioni circa, contro i 685 milioni di crescita dal 2014 al 2015 che hanno migliorato sicuramente l'indice di redditività del rispettivo capitale.

#### 4.4.4 Confronto con Ferrari S.p.a.

Riportiamo di seguito il confronto finale tra tutti gli indicatori di Ferrari con quelli ottenuti con Porsche, ai fini di un più proficuo raffronto:

		2015		2014		2013	
		Ferrari	Porsche	Ferrari	Porsche	Ferrari	Porsche
<b>Solidità</b>	MP/AF	2,55	0,49	2,24	0,48	1,88	0,49
	$(MP + PC)/AF$	3,06	0,84	2,73	0,88	2,28	0,87
	$(PB + PC)/MP$	0,83	1,72	0,92	1,71	1,06	1,71
	DF/MP	0,03	0,86	0,019	0,81	0,012	0,73
<b>Liquidità</b>	AC/PB	2,27	0,69	2,1	0,73	1,8	0,72
	$(AC - M)/PB$	2,06	0,46	1,88	0,48	1,61	0,53
	gg giacenza scorte	32,16 gg	42,5 gg	30,37 gg	45,7 gg	29,2 gg	40,5 gg
	gg incasso crediti	11,52 gg	6,75 gg	9,05 gg	9 gg	26,02 gg	8,8 gg
	gg pagamento debiti	85 gg	61,8 gg	90,5 gg	62,8 gg	112,7 gg	64,7 gg
	gg circolante	-41,32 gg	-12,55 gg	-51,08 gg	-8,1 gg	-57,48 gg	-15,4 gg
<b>Redditività</b>	ROE	18,17%	21%	20,08%	23%	19,18%	21%
	ROI	15%	12,6%	12,5%	11,2%	15,1%	11,1%

La differenza di performance fondamentale che intercorre tra le due società riguarda soprattutto la solidità: molto (forse troppo) elevata in Ferrari, certamente più vacillante in Porsche. Basti guardare il grado di indebitamento complessivo, che in Ferrari non arriva ad 1, significando che i mezzi propri superano la metà del totale delle fonti di finanziamento, mentre in Porsche lo supera abbondantemente, risultando che il capitale di terzi è 1,7 volte superiore a quello di rischio. Tale condizione si rispecchia poi nel grado di indebitamento finanziario che è quasi nullo in Ferrari, mentre è mediamente accettabile in Porsche (ricordiamo che per essere considerato accettabile può essere al massimo pari ad 1).

Diretta conseguenza di quanto appena detto, anche i quozienti di disponibilità e tesoreria sono molto differenti tra loro: molto alti in Ferrari, a causa del fatto che appunto esistono poche passività che invece sono presenti in Porsche e che quindi abbassano il valore di tali indici.

Guardando al ciclo del circolante, entrambe le società producono eccesso di liquidità, condizione considerabile normale in società con forte potere contrattuale come quelle del lusso. In Ferrari, tuttavia, tale eccedenza è creata per un tempo più ampio, cosa dovuta principalmente alle più ampie dilazioni ottenute nei confronti dei fornitori commerciali.

Infine, qualche considerazione sulla redditività: i valori del ROE risultano molto simili tra le due società in tutti e tre gli anni considerati, leggermente più basso in Ferrari probabilmente a causa dell'ampio utilizzo di mezzi propri. Per quanto riguarda il ROI, Porsche registra dei valori molto bassi sia rispetto a Ferrari che rispetto alla media di mercato, mentre Ferrari si tiene appena in media, ad eccezione dell'anno 2014, in cui registra una redditività del capitale investito pari solo al 12,5%.

## CONCLUSIONI

Alla luce del lavoro svolto, occorre quindi tracciare delle considerazioni finali per chiarire i risultati ottenuti e commentarli.

In base a quanto chiarito nel capitolo secondo, il mercato del settore automotive di lusso è in piena crescita, motivo per cui tutte le considerazioni fatte riguardo a Ferrari non possono che essere guardate in modo ottimistico, in quanto potrebbero seguire negli anni successivi variazioni in positivo soprattutto con riguardo alla redditività della società, sia dal lato dei mezzi propri che dal lato del capitale investito nella gestione operativa. Tale prospettiva di crescita della società è configurabile nel caso in cui riesca a sfruttare a suo vantaggio i mercati emergenti, in particolare la Cina e in generale i Paesi appartenenti al BRIC, in quanto rappresentano la parte maggiore della domanda di auto di lusso.

Spostando poi l'attenzione sul caso Ferrari, abbiamo dapprima analizzato la situazione riguardante la solidità patrimoniale della società. Ne è uscito fuori un quadro abbastanza particolare, in cui risulta che più della metà delle fonti di finanziamento di Ferrari S.p.a. è costituito da capitale di rischio. Tale situazione è particolare in quanto solitamente, come ad esempio risulta nel bilancio degli altri tre competitors, l'apporto di mezzi propri costituisce circa un terzo del totale delle fonti, e quindi si attesta tra il 30% e il 35%. In Ferrari costituisce invece il 56,6%. Questo ci fa pensare che la struttura societaria è sicuramente troppo rigida, anche se sicuramente ha come conseguenza una solidità patrimoniale impeccabile. In particolare, tale struttura potrebbe essere snellita attraverso l'utilizzo di passività di lungo periodo, che sono state utilizzate da Ferrari solo per lo 0,68% del totale delle fonti. Il fattore a cui bisogna prestare attenzione, in questo caso, è però ovviamente il costo che può avere tale indebitamento, che si esprime attraverso il tasso di finanziamento che va a determinare quelli che saranno poi gli oneri finanziari pagati. In particolare, come già detto nel capitolo terzo, tale ricorso all'indebitamento risulta proficuo per la redditività solo se si sfrutta la leva finanziaria, ovvero solo se il ROI risulta essere maggiore al tasso di finanziamento. In Ferrari, quindi, nel 2013 si sarebbe potuto ricorrere al capitale di terzi se il tasso di finanziamento corrispondente fosse stato inferiore al 15,1%, che è il rendimento del capitale

operativo. Nel 2014 invece il tasso di finanziamento sarebbe dovuto essere inferiore al 12,5% e nel 2015 inferiore al 15%. Bene, nel 2015 il tasso di finanziamento risulta essere pari al 21,3%, motivo per cui la società ha deciso di non ricorrere più del dovuto al capitale di terzi per non andare a impattare negativamente sul rendimento dei mezzi propri, ovvero il ROE.

Inoltre, Ferrari risulta essere la società che rispetto alle altre tre ha investito maggiormente in attività liquidabili entro l'anno, infatti le attività correnti rappresentano il 78,6%, dovuto alla presenza di partecipazioni in società controllanti, controllate e collegate, infatti presenta quozienti di disponibilità e di tesoreria nettamente superiori alle altre tre società confrontate.

Nonostante l'elevata presenza di mezzi propri rispetto al totale delle fonti di finanziamento, tuttavia, Ferrari dimostra di aver conseguito in tutti e tre gli anni delle buone performance dal punto di vista della redditività, ottenendo un valore di ROE sempre vicino al 20%. Il ROI, inoltre, risulta essere anch'esso in linea con la media di redditività di settore, che si aggira sul 15%, ad eccezione dell'anno 2014, in cui ha perseguito un indice di redditività del capitale operativo pari solo al 12,5%.

Per concludere, si può dire quindi che Ferrari ha una struttura patrimoniale forse eccessivamente solida, sembrerebbe quindi opportuno un più consistente ricorso al capitale di terzi. Per far ciò, tuttavia, occorrerebbe indebitarsi ad un tasso di finanziamento inferiore al ROI, cosa che nel 2015 non è avvenuta, in quanto si registra un tasso di finanziamento pari al 21,3% contro il 15% di ROI. Alla luce di ciò, si comprende il massiccio ricorso da parte di Ferrari in capitale proprio. Tale struttura però, come detto più volte, appare troppo rigida, motivo per cui Ferrari dovrebbe cercare di reperire fonti di finanziamento meno onerose che le consentano di sfruttare a pieno la leva finanziaria e le consentano di far aumentare i valori di redditività che, a discapito del prestigio e dell'esclusività del marchio, si aggirano intorno alla media degli altri soggetti che operano nel mercato del lusso (e quindi non solo nell'automotive di lusso).

## RIASSUNTO

L'analisi di performance è basata sull'informativa finanziaria fornita dalle imprese che operano sul mercato, prima su tutte il bilancio di esercizio. Questo tipo di analisi, specialmente negli ultimi anni, ha assunto centrale rilevanza nella valutazione dell'affidabilità di un'impresa nel medio-lungo periodo, tant'è che anche a livello comunitario si è cercato di armonizzare le discipline riguardanti la redazione del bilancio d'esercizio. Ma quali sono i soggetti interessati a tale tipo di analisi? In generale, sono tutti gli stakeholders, vale a dire coloro i quali per qualunque ragione hanno interesse nell'impresa e nel suo corretto funzionamento: gli stakeholders possono essere raggruppati in varie categorie di soggetti, ovvero:

- I soci dell'impresa, che, per ovvi motivi, sono interessati a controllare in particolar modo la redditività dell'impresa in cui hanno investito capitale;
- I finanziatori esterni, i quali sono interessati a controllare se l'impresa è strutturalmente sana e abbia una buona redditività, ai fini della restituzione regolare del finanziamento ricevuto;
- I clienti, che sull'analisi di bilancio possono decidere se continuare o meno i rapporti commerciali con l'impresa;
- I concorrenti, ai fini della comparazione dei risultati
- I dipendenti e sindacati
- Infine, in generale possono essere interessati alla conoscenza dello stato di salute dell'impresa l'opinione pubblica e la stampa.

La fase propedeutica al calcolo degli indici è quella della riclassificazione dei bilanci, dato che né la forma civilistica né quella dei principi contabili permette la costruzione degli indicatori chiave. L'operazione di riclassificazione coinvolge entrambi i documenti principali del bilancio, vale a dire sia lo Stato patrimoniale che il Conto economico.

Per quanto riguarda la riclassificazione dello Stato patrimoniale, si è già detto che tale operazione può essere svolta secondo due criteri: quello finanziario e quello funzionale.

Partendo da quello finanziario, in questo caso lo stato patrimoniale viene riclassificato sulla base delle scadenze finanziarie degli impieghi e delle fonti, vale a

dire i tempi che richiedono per le prime di diventare liquide e per le seconde di diventare esigibili. In base a queste tempistiche, si distingue tra attività “a breve” e attività “non a breve” o “immobilizzate”, e allo stesso modo passività “a breve” o “correnti” e passività “non a breve” o “consolidate”. Per poter svolgere tale tipo di operazione, bisogna quindi andare a individuare qual è il termine per stabilire quando una attività o passività è considerabile a breve o meno: in linea puramente teorica, andrebbe preso in considerazione il ciclo produttivo, ovvero il tempo che occorre per acquistare le materie prime, sottoporle al processo produttivo, metterle in vendita e riscuotere gli incassi della vendita. Tuttavia, si è giustamente notato che queste tempistiche spesso possono essere sottoposte a variazioni più o meno volute, quindi si è optato di prendere in considerazione un periodo “convenzionale” che è rappresentato dal periodo amministrativo, che il più delle volte coincide con l’anno solare. Sulla base di queste considerazioni, un’attività viene considerata a breve se viene trasformata in forma liquida entro l’esercizio in corso (entro il periodo amministrativo), in caso contrario viene considerata un’attività non a breve o immobilizzata. Stesso discorso vale per le passività: se un debito diventa esigibile entro il periodo amministrativo, allora verrà considerato una passività corrente; in caso contrario sarà considerato come una passività consolidata.

Passiamo ora all’analisi del secondo criterio in base al quale si può riclassificare lo Stato patrimoniale, vale a dire il criterio funzionale o economico. In sostanza, tale tipo di riclassificazione è basata sulla riclassificazione in aree funzionali che viene operata nel Conto economico (e che vedremo in seguito), e che viene poi estesa anche allo Stato patrimoniale. Questo tipo di operazione è necessaria ai fini dell’analisi di redditività, in quanto consente di rapportare il flusso reddituale che ci interessa con il valore di stock di capitale coerente con il flusso stesso e calcolare quindi un tasso di redditività idoneo all’analisi di bilancio.

anche il conto economico andrebbe riclassificato rispetto alla versione indicata dal Codice Civile. Iniziamo con il dire che il Conto economico non è strutturato a sezioni contrapposte come invece lo è lo Stato patrimoniale: è al contrario strutturato secondo una forma scalare, che di volta in volta permette di evidenziare il risultato ottenuto da ciascuna gestione che caratterizza l’attività dell’azienda.

In particolare, all’interno del Conto economico si possono individuare due classi di valori distinte:

- I valori operativi

- I valori finanziari

Tali valori confluiscono nella stessa categoria, andando a formare due aree diverse e, rispettivamente, l'area operativa e l'area finanziaria.

L'area operativa è quell'area in cui confluiscono tutti i ricavi e i costi operativi, ovvero tutti i valori che derivano dal processo di produzione e vendita della produzione ottenuta. I ricavi compresi in questa categoria riguardano non solo i ricavi ottenuti direttamente dalla vendita, ma anche tutti i ricavi complementari alla stessa, mentre i costi riguardano quindi tutti i costi sostenuti per ottenere la produzione totale. La somma algebrica tra i ricavi e i costi operativi ci fornisce un risultato negativo o positivo individuato come reddito operativo, che nel caso in cui sia positivo (quindi i ricavi sono maggiori dei costi) allora viene definito utile operativo, mentre nel caso in cui sia negativo (quindi i costi superano i ricavi) allora si parla di perdita operativa. Per estendere l'analisi anche al modo in cui è stata finanziata la gestione produttiva, bisogna "scendere" nella lettura del conto economico che, come detto, è strutturato appunto in forma scalare. In particolare, ci interessa andare a vedere l'area finanziaria del conto, che racchiude tutti gli oneri finanziari pagati a fronte dei finanziamenti ottenuti per la gestione produttiva. In alcuni casi, alla gestione operativa e a quella finanziaria se ne affiancano altre due, ovvero la gestione extra-caratteristica e quella straordinaria.

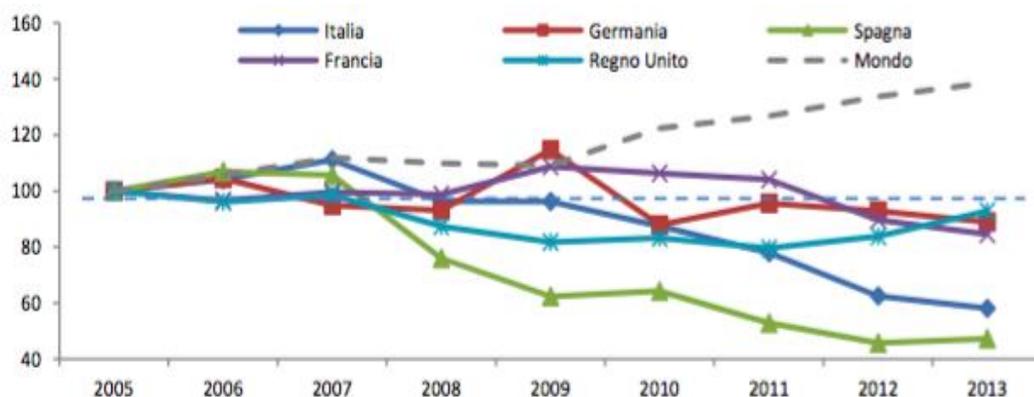
Dopo aver effettuato una breve introduzione riguardante la base teorica su cui si basa il nostro lavoro, andiamo a cercare di capire quali sono le dinamiche del mercato del lusso, e in particolare quello dell'automotive di lusso, in modo tale da pervenire a conclusioni più corrette per quanto riguarda la performance di Ferrari. Partiamo con il definire innanzitutto cosa si può intendere per bene di lusso: un bene di lusso è un bene che appartiene ai segmenti più alti dei vari settori di mercato, e quindi che si tratti di abiti di abbigliamento, di immobili, di beni del settore tecnologico o di beni, come nel nostro caso, del settore automotive. Tale segmento più alto di ciascun settore viene definito "Alto di gamma" e quindi l'appartenenza di un bene a tale segmento identifica il bene stesso come un "Top di gamma". Lo studio di Bain & Company ci fornisce dei dati che sono interessanti per comprendere meglio l'evoluzione passata e futura del mercato del settore di lusso. Il fattore più interessante da notare è che il mercato del lusso, nonostante il periodo di crisi attraversato, è in continua crescita e conta ancora circa 330 milioni di consumatori da tutto il mondo ed ognuno con preferenze assai diverse in termini di

frequenza di acquisto, modalità di acquisto, utilizzo del bene ecc. A tal proposito, bisogna precisare che la minoranza dei consumatori alimenta quasi da sola tutto il mercato del lusso. Infatti dei 330 milioni di consumatori solo il 45% rappresenta coloro che acquistano beni con frequenza, e da soli rappresentano circa il 90% del mercato globale. A livello geografico, è utile osservare che i Paesi in cui la crescita del mercato del lusso è maggiore, sono i Paesi emergenti, primi su tutti Cina e Giappone, mentre nei Paesi già sviluppati si riscontra un rallentamento nella crescita. Oltre ai due Paesi emergenti appena citati, e in generale oltre a tutto il territorio asiatico, un altro mercato emergente sta spingendo verso l'alto i consumi dei beni di lusso, ovvero il Brasile. È doveroso inoltre precisare che, anche se l'acquisto è effettuato nei Paesi già sviluppati come USA e l'Europa in generale, spesso capita che tali acquisti siano effettuati proprio da turisti cinesi o giapponesi che quindi contribuiscono anche ad innalzare il "fatturato di lusso" al di là dei loro Paesi d'origine. Passando invece al lato produttivo dei beni di lusso, si nota che i maggiori produttori di beni di lusso nel mondo sono Francia e Italia, anche se è facile osservare che alta produttività non significa alto consumo di beni di lusso; anche in questo caso infatti i maggiori consumatori di prodotti di lusso francesi e italiani sono i cinesi. Nonostante i primi segnali della crisi del 2008, tuttavia, in molti ritenevano che il settore del lusso non avrebbe risentito di alcuna frenata in termini di volumi di vendite ma che, al contrario, sarebbe stato il settore trainante di una ricrescita di tutti gli altri settori a livello di economia globale. In realtà, il mercato del lusso effettivamente nel 2008 non ha accusato una vera e propria crisi, ma una situazione del genere si è invece riscontrata nel 2009. Con il senno di poi, tuttavia, anche nel 2008 si potevano captare alcuni segnali di un'economia del lusso in declino, infatti il tasso di crescita atteso nel settore del lusso nel 2008 era "solo" del 3%, inferiore quindi a quello del 6,5% dell'anno precedente e ancor più inferiore del 9% del 2006; doveva quindi essere chiaro che anche un settore fino a quel momento intoccabile come quello del lusso stava affrontando una brusca frenata.

Sempre in base alla ricerca di Bain & Company, il 2010 segna la ripresa del settore de lusso, infatti si registrano crescite consistenti dei volumi di vendita in tutti i quattro quarti dell'anno. Tale ripresa coinvolge tutti i settori del lusso, comprendendo quindi anche il settore automotive, ad eccezione del settore yacht e barche di lusso, che stenta a riprendersi non solo per la riduzione vera e propria degli ordini, ma anche a causa dello svilupparsi di un mercato dell'usato. Tale situazione

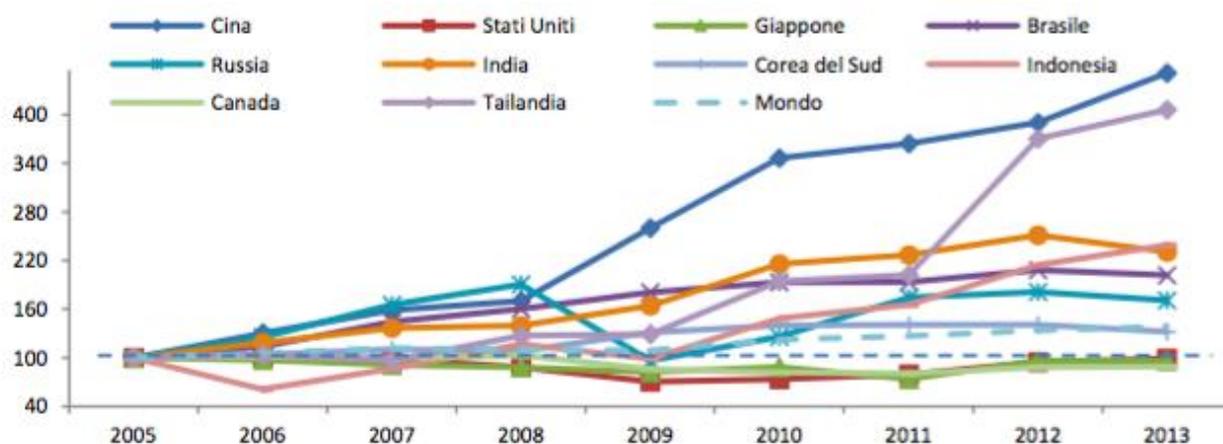
di ripresa continua anche nel 2011, in cui si registra un tasso di crescita globale delle vendite di beni di lusso pari al 10%, mentre in Europa la crescita ammonta addirittura al 12%. Tuttavia il maggior tasso di crescita europea rispetto alla media globale è dovuto, in base ad una ricerca svolta da McKinsey & Company, ad un incremento del turismo cinese, giapponese e russo nel territorio europeo, che ha contribuito al sostegno della domanda di beni di lusso nel territorio.

Paradossalmente, invece, i cittadini europei risultano, a seguito del citato studio, più sensibili al prezzo e quindi meno attratti dai beni di lusso. Le previsioni per il 2014 si tengono sostanzialmente in linea con quelle degli anni precedenti, infatti sono stimate ulteriori crescite dovute ancora una volta al sostegno della domanda da parte dei paesi emergenti. Di quest'ultimi Paesi, il più determinante e profittevole rimane sempre la Cina, ma si stima anche un notevole incremento della domanda di beni di lusso anche in Qatar, in cui si prevede una crescita del 7% del numero di milionari. Quanto appena sostenuto è chiaramente rappresentato in alcune proiezioni elaborate in una ricerca effettuata da Prometeia e promossa dalla 10<sup>a</sup> Commissione Industria, Commercio, Turismo del Senato della Repubblica, e denominata *“Il settore automotive nei principali paesi europei”*, che prende in considerazione un periodo di 8 anni, a partire dal 2005 fino al 2013.



Questo primo grafico evidenzia la domanda europea, e in particolare mette in risalto il sostanziale declino della domanda del settore automotive nei confronti dell'andamento medio del resto del mondo. Il Paese che ha subito la minor perdita è stato il Regno Unito che a partire dal 2011 ha registrato una lenta crescita che ha portato la domanda a livelli simili a quelli di partenza. L'Italia, invece, è stata quella che dopo la Spagna ha registrato la peggior performance dopo una piccola crescita fino al 2007.

Coerentemente con quanto affermato in precedenza, è stato il mercato dei Paesi emergenti ad aver sostenuto la domanda mondiale non solo di automobili di lusso, ma di tutto il mercato del lusso stesso. Tale tendenza è efficacemente riportata nel seguente grafico, elaborato nella stessa ricerca effettuata da Prometeia precedentemente citata:



Soffermandoci sul caso italiano, in particolare è Modena la città leader del lusso made in Italy: essa infatti non vanta solamente il marchio Ferrari, ma anche Maserati e Pagani. Queste tre case automobilistiche di lusso hanno ottenuto nel 2015 un aumento di fatturato del 7,4% rispetto all'anno precedente raggiungendo un volume di affari di circa 2,5 miliardi staccando nettamente la Fiat e le aziende piemontesi che le gravitano attorno, ferme ad un incremento del 3,2%. La performance migliore è raggiunta da Maserati che ha registrato la vendita di 36500 auto nel 2014, rispetto alle 7255 vendite da Ferrari. Il dato interessante e forse quello che giustifica tali incrementi di fatturato, è la spesa destinata alla ricerca e sviluppo: tali aziende hanno infatti destinato alla ricerca e sviluppo il 4,3% del fatturato, rispetto alla media nazionale del 3,9%. Tale spesa in R&S può essere giustificata dal fatto che la domanda di sport luxury è in rapida espansione, e ciò richiede approfondimenti dettati dal fatto che la domanda non riguarda solo i consumatori europei, ma anche e soprattutto quelli dei Paesi asiatici e degli USA. In Italia, nel 2011 la spesa in R&S riguardante il settore automotive ammonta al 12% rispetto alla spesa totale effettuata da tutte le imprese operanti in Italia, inferiore solo alla Germania, il cui peso della ricerca e sviluppo del settore automotive "pesa" circa il 32% sulla spesa totale. Una volta compreso l'andamento del mercato dell'automotive di lusso e dell'evoluzione della domanda che lo coinvolge, possiamo passare alla parte

principale del lavoro, ovvero l'analisi della performance di Ferrari S.p.a. precisando che verranno presi in considerazione gli anni 2013, 2014 e 2015.

Iniziamo con l'analizzare la solidità di Ferrari S.p.a. in modo tale da capire se e come la struttura societaria sia in grado di assorbire in modo efficace eventuali momentanei disequilibri senza compromettere la gestione. I quozienti di struttura risultano molto elevati: è bene che i quozienti di struttura primario e secondario siano maggiori di 1, specialmente quello secondario, in quanto altrimenti significherebbe che parte dell'attivo fisso è finanziata con passività a breve e ciò può certamente creare squilibri non di poco conto. In questo caso invece si assiste ad una situazione opposta, ovvero i mezzi propri non solo finanziano completamente tutto l'attivo fisso, ma assumono addirittura un valore superiore al doppio dello stesso, tranne che nel 2013 in cui il quoziente di struttura primario assume un valore di "solo" 1,88. Una situazione del genere, senza dubbio caratterizza una condizione di assoluta solidità patrimoniale, ma può essere un fattore di criticità per quanto riguarda la redditività della società, a causa della rigidità della fonte stessa. Naturalmente, gli indici di struttura secondaria risultano di importo ancora più elevato, in quanto comprendono al numeratore anche le passività consolidate. In questo caso, nel 2015 siamo di fronte ad un indicatore di 3,06, il che vuol dire che con i mezzi propri e le passività di lungo periodo (ovvero il passivo *permanente*) si riesce a finanziare poco più del triplo dell'attivo fisso, il che si traduce ancora una volta in una condizione sì di solidità assoluta, ma anche probabilmente penalizzante sotto il profilo della redditività. Qui occorre tuttavia compiere degli ulteriori approfondimenti: entrambi i quozienti di struttura non solo sono elevati, ma sono aumentati nel corso dei tre anni presi come riferimento, questo può essere dovuto o ad un incremento di mezzi propri e/o passivo consolidato a parità di attivo fisso, o ad un decremento degli investimenti fissi a parità di numeratore. Bene, in questo caso possiamo subito dire che ad aumentare è stato il valore dei mezzi propri accompagnato da un seppur lieve decremento dell'attivo fisso. L'analisi della solidità comprende anche l'analisi del grado di indebitamento che esprime la tipologia di fonti a cui la società si è maggiormente rivolta. Gli indici presi in esame sono il quoziente di indebitamento complessivo, che prende in considerazione anche i debiti commerciali, e il quoziente di indebitamento finanziario, comprendente solo i debiti di banche e istituti di credito. l'indebitamento di Ferrari S.p.a. sia quasi nullo se confrontato con il

capitale di rischio, soprattutto per quanto riguarda l'indebitamento finanziario. Infatti nel solo anno 2013 le passività complessivamente considerate superano (seppur in misura trascurabile) i mezzi propri, mentre negli anni successivi tali passività sono diminuite contestualmente ad un incremento dei mezzi propri che ha fatto sì che il quoziente di indebitamento complessivo sia decresciuto fino al valore di 0,83. Di contro, l'indebitamento finanziario è andato aumentando nei tre anni, ma rimane comunque largamente al di sotto dei valori normalmente riscontrabili in altre società industriali.

L'analisi della liquidità, invece, mira ad analizzare l'equilibrio della società nel breve periodo: qui bisogna considerare che anche se gli indicatori di liquidità assumono valori positivi, ciò non vuol dire che durante tutto l'anno ci sia stata liquidità in eccesso. Per verificare tale condizione, sarebbe infatti necessario accedere a delle informazioni che il bilancio non offre e a cui un analista esterno non può certamente accedere.

Bisogna innanzitutto analizzare il rapporto tra i componenti dell'attivo circolante e le passività correnti, ovvero procedere al calcolo del quoziente di disponibilità. Ai fini di una buona situazione di liquidità, è bene che il quoziente di disponibilità sia almeno pari a 2 mentre il quoziente di tesoreria, dato che non contiene il magazzino al numeratore, deve comunque essere superiore ad 1.

Nel caso di Ferrari, non solo la situazione di liquidità è più che soddisfacente, ma quest'ultima è andata migliorando nei tre anni presi a riferimento. Nel solo 2013 si riscontra un quoziente di disponibilità inferiore a 2, anche se di pochi decimi: in questo caso il giudizio è certamente più negativo rispetto ai due anni successivi ma comunque rimane una situazione più che accettabile, dato che le attività correnti riescono non solo a coprire tutto il fabbisogno generato dalle corrispondenti passività, ma determinano anche un avanzo pari all'80% delle passività stesse. Focalizzandoci invece verso il quoziente di tesoreria, notiamo che in questo caso i margini sono ampiamente positivi in tutti e tre gli anni considerati e ciò ci fornisce un'ulteriore informazione: ai fini della liquidità il magazzino incide in misura secondaria rispetto alle altre voci dell'attivo circolante, quindi si può dire che siamo di fronte ad un basso grado di dipendenza dal magazzino. Come già accennato, il quoziente di tesoreria a tanto più quelli di disponibilità assumono valori certamente molto positivi: tuttavia ciò non è sufficiente a garantire eccedenza di liquidità in tutto l'arco del periodo di riferimento. Bisogna quindi

stimare i cicli gestionali, ovvero stabilire approssimativamente le durate di incasso crediti, pagamento debiti e trasformazione in liquidità del magazzino, in modo tale da stabilire se e in che misura si generino eccedenze o fabbisogno di liquidità.

il tempo medio di giacenza delle scorte è passato dai 29,2 giorni di media nel 2013 ai 32,16 giorni di media nel 2015. La differenza in questo caso è davvero minima, parliamo di 3 giorni, ma comunque utile per capire in che modi e in che tempi il magazzino viene realizzato e “rigenerato” attraverso i ricavi.

Il numero di volte in cui i crediti commerciali si rinnovano a seguito di realizzo dei ricavi è più che raddoppiato rispetto al 2013, ed ha assunto addirittura il valore di 40,33 volte nel 2014. Ciò sta a significare un dato evidente: in questi tre anni di riferimento, Ferrari S.p.a. ha adottato una politica molto più restrittiva nei confronti dei propri clienti, pretendendo termini di pagamento sempre più stringenti. Ciò è possibile solo in determinati settori, nei confronti di determinati clienti ed è una politica attuabile solo da quelle società che possiedono un forte potere contrattuale e, come nel caso di Ferrari, un carattere di esclusività. Il dato riportato è in questo senso evidente: si passa da un tempo medio di incasso crediti di 26,02 giorni del 2013, agli 11,52 giorni del 2015, passando addirittura per i 9 giorni del 2014.

La situazione ottimale in termini di liquidità ottenuta grazie ai tempi molto stretti di incasso crediti è resa ancor più ottimale dai larghi tempi di pagamento ai fornitori. Infatti gli indici di rotazione dei debiti commerciali recitano 3,24 rotazioni nel 2013, 4 nel 2014 e 4,3 nel 2015. Ciò vuol dire che nell'ultimo anno i fornitori si sono “rinnovati” per 4,3 volte a seguito di nuovi acquisti in materie prime, semilavorati o servizi. Un numero talmente basso di rotazioni in una società industriale può voler dire solo una cosa: i tempi di pagamento dei fornitori stessi sono molto lunghi: infatti nel 2013 si impiegavano in media 112,7 giorni per pagare i debitori commerciali, per poi passare a 90,5 nel 2014 fino agli 85 giorni nel 2015.

Andando quindi a valutare il ciclo del circolante, i tempi di incasso sono brevi, come lo sono anche i tempi di giacenza delle scorte in magazzino; di contro, i tempi di pagamento ai fornitori hanno un orizzonte temporale molto più ampio. Quindi il ciclo del circolante assume valore negativo e, come sappiamo, ciò sta a significare che Ferrari S.p.a. genera liquidità nei suoi cicli gestionali.

Procediamo ora con l'analisi della redditività che, come detto, analizza qual è il tasso di rendimento del capitale utilizzato, che sia capitale di rischio, o capitale operativo, e via discorrendo.

Iniziamo con l'analizzare il rendimento del capitale di rischio, quindi valutare quanto rende ciascun euro apportato in società a titolo di mezzi propri. L'indice da utilizzare ai fini di tale analisi è il ROE. Tale indicatore assume nel 2013 un valore pari al 19%, nel 2014 è pari al 20% mentre nel 2015 18%. Per valutare se il ROE sia soddisfacente o meno, occorre vedere se l'investimento riesce a remunerare l'azionista garantendogli un guadagno che deriva dal rischio che ha assunto: in altre parole, il ROE deve remunerare il premio per il rischio. Per valutare tale aspetto, bisogna tener conto dei seguenti parametri:

$$rf + \beta (rm - rf)$$

dove  $rf$  indica il rendimento *risk-free* tipico dei titoli di stato,  $rm$  indica il rendimento di mercato mentre  $\beta$  indica un coefficiente di reazione del titolo in questione a variazioni dei rendimenti indicati. Detto ciò, un investimento che remunera il rischio dovrebbe assumere il seguente valore:

$$2,3\% + 0,4 (5,7\% - 2,3\%) = 3,66\%$$

se invece assumiamo un coefficiente  $\beta$  pari a 0,85 il rendimento che remunera il rischio dovrebbe avere il seguente valore:

$$2,3\% + 0,85 (5,7\% - 2,3\%) = 5,19\%$$

In entrambi i casi, notiamo subito che il ROE in esame supera abbondantemente tali tassi di remunerazione, quindi possiamo dire con sicurezza che il tasso di rendimento del capitale di rischio di Ferrari S.p.a. è assolutamente soddisfacente.

Una volta analizzata la redditività del capitale proprio, andiamo a valutare la redditività degli investimenti operativi, ovvero calcolare per ogni euro investito in attività operative quanti euro tornano come rendimento. In tale caso, l'indice da utilizzare è il ROI, che prende in considerazione non più l'utile netto ma appunto solo il reddito operativo, diviso per gli investimenti operativi netti. La redditività del capitale investito in attività operative è diminuito nel corso dei tre anni e, in particolare, dal 2013 al 2014, passando da un tasso di redditività del 19,8% ad uno del 15,7%, per poi assestarsi al 15% nel 2015. I fattori che hanno determinato tale balzo dal 2013 al 2014 derivano da un aumento dei costi operativi, che hanno

determinato un abbattimento del risultato operativo, accompagnati poi da un aumento degli investimenti operativi netti. Una volta compresi e analizzati tutti gli aspetti legati alla solidità, liquidità e redditività di Ferrari S.p.a., possiamo procedere con il confrontare tali risultati con quelli osservati in tre dei principali competitors, che nel presente caso sono Rolls-Royce, Porsche e Jaguar. Ai fini di una più efficace comparazione, proponiamo per ciascun confronto una tabella che metta in relazione tutti i risultati ottenuti per ciascun anno, iniziando da Rolls-Royce:

		2015		2014		2013	
		Ferrari	Rolls-Royce	Ferrari	Rolls-Royce	Ferrari	Rolls-Royce
<b>Solidità</b>	MP/AF	2,55	0,92	2,24	1,44	1,88	1,27
	$(MP + PC)/AF$	3,06	0,93	2,73	1,46	2,28	1,29
	$(PB + PC)/MP$	0,83	1,56	0,92	1,04	1,06	1,77
	DF/MP	0,03	0,94	0,019	0,62	0,012	0,54
<b>Liquidità</b>	AC/PB	2,27	0,95	2,1	1,31	1,8	1,12
	$(AC - M)/PB$	2,06	0,83	1,88	1,15	1,61	1,02
	gg giacenza scorte	32,16 gg	21,1 gg	30,37 gg	20,3 gg	29,2 gg	25,1 gg
	gg incasso crediti	11,52 gg	105 gg	9,05 gg	12 gg	26,02 gg	106 gg
	gg pagamento debiti	85 gg	71 gg	90,5 gg	41,3 gg	112,7 gg	174,3 gg
	gg circolante	-41,32 gg	55,1 gg	-51,08 gg	-9 gg	-57,48 gg	-43,2 gg
<b>Redditività</b>	ROE	18,17%	11,24%	20,08%	9,01%	19,18%	9,4%
	ROI	15%	7,3%	12,5%	7%	15,1%	8%

La prima differenza principale tra le due società riguarda l'utilizzo dei mezzi propri, soprattutto nel 2015: Ferrari fa un largo utilizzo di tali mezzi, tanto che nel 2015 ha un quoziente di struttura primario e secondario rispettivamente pari a 2,55 e 3,06 contro i 0,92 e 0,93 di Rolls-Royce. Ciò ha come diretta conseguenza il fatto che Ferrari ricorre molto poco al capitale di terzi, come testimonia il suo indice di indebitamento molto basso, pari a 0,03, rispetto a quello di Rolls-Royce che è pari a 0,94. Altro elemento distintivo tra le due società è senza dubbio la durata di incasso dei crediti commerciali: Ferrari è riuscita, nei tre anni considerati, ad ottenere tempi di incasso molto ristretti, soprattutto se paragonati a quelli ottenuti da Rolls-Royce (ad eccezione del 2014). Ciò si traduce in un ciclo del circolante nettamente a favore del cavallino, sempre ampiamente negativo e quindi sempre in grado di generare eccedenza di liquidità. Nonostante lo scarso utilizzo della leva finanziaria, da ultimo, è bene sottolineare come Ferrari abbia conseguito in tutti e tre gli anni presi a riferimento indici di redditività nettamente superiori rispetto a Rolls-Royce (le redditività Ferrari risultano essere quasi il doppio in ogni anno rispetto a quelli concorrenti).

Proponiamo ora invece un confronto con Jaguar:

		2015		2014		2013	
		Ferrari	Jaguar	Ferrari	Jaguar	Ferrari	Jaguar
<b>Solidità</b>	MP/AF	2,55	0,59	2,24	0,7	1,88	0,53
	$(MP + PC)/AF$	3,06	1,09	2,73	1,13	2,28	1,03
	$(PB + PC)/MP$	0,83	2,07	0,92	1,66	1,06	2,62
	DF/MP	0,03	0,71	0,019	0,4	0,012	0,8
<b>Liquidità</b>	AC/PB	2,27	1,12	2,1	1,17	1,8	1,03
	$(AC - M)/PB$	2,06	0,8	1,88	0,82	1,61	0,73
	gg giacenza scorte	32,16 gg	40,3 gg	30,37 gg	40,9 gg	29,2 gg	41,5 gg
	gg incasso crediti	11,52 gg	15,21 gg	9,05 gg	12,82 gg	26,02 gg	17,57 gg
	gg pagamento debiti	85 gg	121,5 gg	90,5 gg	116,8 gg	112,7 gg	123,82 gg
	gg circolante	-41,32 gg	-66 gg	-51,08 gg	-63,08 gg	-57,48 gg	-64,57 gg
<b>Redditività</b>	ROE	18,17%	33%	20,08%	32%	19,18%	34%
	ROI	15%	21%	12,5%	22%	15,1%	20%

Primo elemento principale a distinguere la performance delle due società riguarda il quoziente di struttura, sia esso primario o secondario. Il motivo di tale differenza è già stato ampiamente discusso: Ferrari ricorre in tutti e tre gli anni ad un finanziamento massiccio di capitale di rischio. Jaguar, invece, come detto ha una situazione diametralmente opposta, ovvero presenta indici di solidità piuttosto bassi, dovuti non tanto al basso livello di capitale proprio apportato quanto invece all'ingente quantità di investimenti effettuati riguardanti l'attivo fisso. In questo caso, oltre al demerito di Jaguar di avere indici di solidità piuttosto bassi, c'è anche da considerare che dal punto di vista di Ferrari c'è un esagerato utilizzo di mezzi propri, che ammonta al 54,6% del totale delle fonti di finanziamento. La scelta di Jaguar di indebitarsi in misura maggiore rispetto a Ferrari, tuttavia, è risultata vincente in quanto ottiene indici di redditività più alti, sia con riguardo alla redditività del capitale proprio sia con riguardo a quella del capitale operativo.

È bene puntualizzare anche la situazione relativa al ciclo del circolante: entrambe le società, infatti, presentano dei cicli del circolante negativi in tutti e tre gli anni: ciò sta a significare che producono sempre eccedenza di liquidità. Jaguar, tuttavia, ottiene un maggior numero di giorni in cui si realizza tale eccedenza, ovvero tra l'incasso dei crediti e il pagamento dei fornitori c'è una differenza di giorni maggiore che rispetto a Ferrari. Tale condizione non si verifica per via di un minor tempo di incasso, dato che in entrambe le società tali giorni risultano simili, quanto invece per le dilazioni ottenute da Jaguar riguardo al pagamento dei fornitori commerciali, molto più lunghe rispetto a quelle ottenute da Ferrari.

Concludiamo quindi l'operazione di confronto proponendola solita tabella, stavolta riguardante i risultati ottenuti da Porsche:

		2015		2014		2013	
		Ferrari	Porsche	Ferrari	Porsche	Ferrari	Porsche
<b>Solidità</b>	MP/AF	2,55	0,49	2,24	0,48	1,88	0,49
	$(MP + PC)/AF$	3,06	0,84	2,73	0,88	2,28	0,87
	$(PB + PC)/MP$	0,83	1,72	0,92	1,71	1,06	1,71
	DF/MP	0,03	0,86	0,019	0,81	0,012	0,73
<b>Liquidità</b>	AC/PB	2,27	0,69	2,1	0,73	1,8	0,72
	$(AC - M)/PB$	2,06	0,46	1,88	0,48	1,61	0,53
	gg giacenza scorte	32,16 gg	42,5 gg	30,37 gg	45,7 gg	29,2 gg	40,5 gg
	gg incasso crediti	11,52 gg	6,75 gg	9,05 gg	9 gg	26,02 gg	8,8 gg
	gg pagamento debiti	85 gg	61,8 gg	90,5 gg	62,8 gg	112,7 gg	64,7 gg
	gg circolante	-41,32 gg	-12,55 gg	-51,08 gg	-8,1 gg	-57,48 gg	-15,4 gg
<b>Redditività</b>	ROE	18,17%	21%	20,08%	23%	19,18%	21%
	ROI	15%	12,6%	12,5%	11,2%	15,1%	11,1%

La differenza di performance fondamentale che intercorre tra le due società riguarda soprattutto la solidità: molto (forse troppo) elevata in Ferrari, certamente più vacillante in Porsche. Basti guardare il grado di indebitamento complessivo, che in Ferrari non arriva ad 1, significando che i mezzi propri superano la metà del totale delle fonti di finanziamento, mentre in Porsche lo supera abbondantemente, risultando che il capitale di terzi è 1,7 volte superiore a quello di rischio. Tale condizione si rispecchia poi nel grado di indebitamento finanziario che è quasi nullo in Ferrari, mentre è mediamente accettabile in Porsche (ricordiamo che per essere considerato accettabile può essere al massimo pari ad 1).

Guardando al ciclo del circolante, entrambe le società producono eccesso di liquidità, condizione considerabile normale in società con forte potere contrattuale come quelle del lusso. In Ferrari, tuttavia, tale eccedenza è creata per un tempo più ampio, cosa dovuta principalmente alle più ampie dilazioni ottenute nei confronti dei fornitori commerciali.

Infine, qualche considerazione sulla redditività: i valori del ROE risultano molto simili tra le due società in tutti e tre gli anni considerati, leggermente più basso in Ferrari probabilmente a causa dell'ampio utilizzo di mezzi propri. Per quanto riguarda il ROI, Porsche registra dei valori molto bassi sia rispetto a Ferrari che rispetto alla media di mercato, mentre Ferrari si tiene appena in media, ad eccezione dell'anno 2014, in cui registra una redditività del capitale investito pari solo al 12,5%.

## BIBLIOGRAFIA e SITOGRAFIA

- Di Lazzaro F., Caramiello C., Fiori G., *Indici di bilancio*, Giuffrè editore, 2003
- Di Lazzaro F., *La performance del valore*, Giappichelli editore, Torino, 2013
- Frost & Sullivan, *Future of the global luxury vehicle market*”, 2014
- Altagamma, *Worldwide luxury market of the markets*, 2015
- A. Martini, M. Sisti, *Indicatori o analisi di performance? Implicazioni dell’esperienza statunitense di performance measurement*
- UnionCamere, in collaborazione con Prometeia, *Il settore automotive nei principali paesi europei*, 2015
- MarkAgain, “*Auto di lusso, il mercato si impenna*”
- Repubblica, “*Il mercato delle auto di lusso? Incredibile ma raddoppia*”, 2013
- Il Sole 24 Ore, *Le auto di lusso*, 2015
- Bain & Company, “*Lens on the worldwide luxury consumer*”, 14 Gennaio 2014
- Il Sole 24 Ore, “*LVMH conquista la griffe Bulgari*”, 8 Marzo 2011
- [www.wikipedia.org](http://www.wikipedia.org)
- [www.ferrari.com](http://www.ferrari.com)
- [www.porsche.com](http://www.porsche.com)
- [www.rolls-roycemotorcars.com](http://www.rolls-roycemotorcars.com)
- [www.jaguar.com](http://www.jaguar.com)

