

Economy



MODELLO. OPPORTUNITÀ. SOLUZIONI.

www.economymagazine.it

Gennaio 2026 Euro 4,50



2026 CRUCIALE PER IL PIL
Senza Pnrr l'economia italiana sarebbe a zero. Ci sono infinite risorse capaci di scatenarsi, ma troppi lacci le bloccano. Come reagire? Il governo ha rilanciato gli incentivi. La sfida è per le imprese. Solo chi saprà cavalcare l'AI e l'export vincerà...

RESTIAMO PICCOLI O CRESCEREMO (?)

Caselli (Bocconi)

«Il futuro non ci aspetta», dice il preside della Sda. «Ed anche l'Europa è ferma al crocevia decisivo: o trova la crescita o sparisce»

Gay (Industria To)

Il leader di Confindustria Torino: «L'Italia non deve accontentarsi, dobbiamo agire subito e pensare a lungo termine»

Export, Mae attivo

Farnesina «bicapite» e rete Ice-Sace-Simest al servizio dell'export: nuova direzione per la crescita e ambasciate-piattaforma

Quotarsi? Sì!

Trovare soldi andando in Borsa, soprattutto al listino delle Pmi, è un'opzione concreta e non più troppo complessa da scegliere



L'ALGORITMO NON BASTA: IL RITORNO DELL'ANALISI FONDAMENTALE

di Ivan Fogliata,
Executive Partner inFinance

Nel credito vince chi sa usare l'AI come "stagista" e non come oracolo, recuperando anche soft information sulle imprese in un sistema bancario sempre più standardizzato

Viviamo un'epoca di grandi innovazioni e con meraviglia osserviamo la potenza degli strumenti che porta con sé l'avvento dell'intelligenza artificiale. Il settore bancario chiaramente non è esente dal subire il fascino delle possibilità che l'AI crea nel mondo dell'analisi creditizia per velocizzarla, ottimizzarla ed automatizzarla.

La digitalizzazione non è però un fenomeno nuovo nel mondo del credito; le banche spinte dalla necessità di ridurre i costi operativi e dalla competizione aggressiva delle fintech e dei nuovi operatori creditizi, hanno spostato il baricentro dell'attività creditizia con impulso centripeto andando a desertificare i territori da filiali e quindi da quelle "terminazioni nervose" sul campo che storicamente erano in grado di percepire i rischi delle imprese affidate in loco. Parliamo dei "vecchi" direttori di filiale che conoscevano perfettamente il tessuto

economico e imprenditoriale dell'area di competenza della filiale stessa. Un capitale di informazioni che spesso vale molto di più del più sofisticato algoritmo di analisi finanziaria.

Il fascino "tech" è, invero, innegabile. Inserire i dati di bilancio in un sistema e ottenere in pochi secondi un rating colorato – verde, giallo, rosso – offre una sensazione di controllo e di efficienza che l'analisi umana, con i suoi tempi e le sue incertezze, non può eguagliare. Tuttavia, dimostreremo a quanti errori questo approccio, utilizzato come unico strumento, può portare.

Avete già inteso che questo articolo vuole essere una voce fuori dal coro. Una riflessione sulla necessità urgente di recuperare l'analisi fondamentale e il fattore umano non come nostalgico ritorno al passato, ma come irrinunciabile strumento in grado di decifrare la complessità di un mondo economico sempre più volatile.



“L'utilizzo più distorto che si possa fare dell'AI è pensarla come il “compagno di classe secchione”

Partiamo dalle competenze degli analisti del credito: purtroppo si stanno impoverendo terribilmente. In passato conoscere la partita doppia, la famosa differenza fra il dare e l'avere era prerogativa irrinunciabile. Conoscere i principi di formazione dei bilanci e dei dichiarativi fiscali era altresì un patrimonio passato con cura da operatori più esperti ai più giovani. L'epoca dei tagli di personale e degli scivoli ha desertificato anche il patrimonio di competenze eliminando i soggetti che potevano "tramandarle". Chi non sa purtroppo non sa capire. L'utilizzo più distorto che si possa fare dell'AI è pensarla come il "compagno di classe secchione" dal quale copiare di nascosto senza farsi notare provando poi un sottile piacere a spendere le sue nozioni una volta carpite con destrezza. Errore madornale. L'AI non è un oracolo; è da interpretarsi come uno stagista che compie compiti gravosi, noiosi

Gli indici di bilancio

INDICI DI REDDITIVITÀ

Questi indici misurano la capacità dell'azienda di generare profitti rispetto alle risorse investite.

Return on Equity (ROE): Misura il rendimento sul capitale proprio. Formula: Utile netto / Patrimonio netto. Un ROE del 15% significa che per ogni euro di capitale proprio investito, l'azienda genera 15 centesimi di utile. Un ROE elevato e stabile è un segnale positivo di gestione efficiente.

Return on Invested Capital (ROIC o ROCE): Misura il rendimento sul capitale complessivamente investito nell'azienda (sia equity che debito). Formula: $EBIT \times (1 - \text{aliquota fiscale}) / \text{Capitale investito}$. Questo indice è particolarmente importante perché rivela se l'azienda sta creando valore per tutti gli stakeholder (azionisti e creditori).

Return on Sales (ROS) e EBITDA Margin: Il ROS misura la redditività dei ricavi, ovvero quale percentuale del fatturato si trasforma in profitto operativo. Formula: $EBIT / \text{Ricavi}$. L'EBITDA margin è il reddito operativo al lordo di ammortamenti e oneri finanziari, diviso i ricavi. Questi indici permettono di confrontare l'efficienza operativa tra aziende di diversa dimensione.

INDICI DI LIQUIDITÀ

Misurano la capacità dell'azienda di far fronte ai propri obblighi finanziari nel breve periodo.

Current Ratio (indice di disponibilità): Confronta l'attivo circolante (disponibilità, crediti, magazzino) con il passivo corrente (debiti a breve termine). Una ratio superiore a 1 indica generalmente una situazione di equilibrio; valori inferiori segnalano possibili difficoltà nel breve termine.

Quick Ratio (liquidità immediata): Più conservativo, esclude il magazzino dal numeratore poiché il magazzino non è immediatamente liquidabile. Formula: $(\text{Attivo circolante} - \text{Magazzino}) / \text{Passivo corrente}$.

Cash Conversion Cycle: Misura il numero di giorni necessari affinché il denaro investito in materie prime ritorni in cassa sotto forma di incassi dai clienti. Un ciclo breve è preferibile perché riduce il fabbisogno di capitale circolante.

INDICI DI STRUTTURA PATRIMONIALE

Valutano la solidità finanziaria a lungo termine dell'azienda.

Indice di Autonomia Finanziaria (o Solvibilità): Misura il peso del patrimonio netto rispetto al totale dei finanziamenti. Formula: $\text{Patrimonio netto} / (\text{Patrimonio netto} + \text{Debito totale})$. Un indice elevato (per esempio 0,6 o superiore) segnala un'azienda finanziariamente indipendente.

Indice di Copertura delle Immobilizzazioni: Verifica se gli investimenti in attivi fissi sono finanziati con fonti stabili (patrimonio netto e debito a lungo termine) piuttosto che con debito a breve. Formula: $(\text{Patrimonio netto} + \text{Debito a medio-lungo termine}) / \text{Immobilizzazioni nette}$. Un valore prossimo a 1 è considerato sano.

Rapporto Debito/EBITDA: Mostra quanti anni di EBITDA sarebbero necessari per estinguere il debito complessivo. Un rapporto inferiore a 3 è generalmente considerato sostenibile; un rapporto superiore a 5 suggerisce un leveraggio eccessivo.

INDICI DI EFFICIENZA OPERATIVA

Misurano la velocità con cui l'azienda converte gli asset in ricavi e la qualità della gestione degli investimenti.

Asset Turnover: Rapporto tra Ricavi e Attivo totale. Indica con quale efficienza l'azienda utilizza il suo patrimonio per generare vendite.

Inventory Turnover: Misura quante volte il magazzino viene rinnovato in un anno. Un turnover elevato generalmente indica una gestione efficiente del magazzino.



e time consuming. Vi fidereste e spendereste davanti ad un Cda il lavoro che vi ha consegnato il vostro stagista senza averlo prima controllato? Sono certo che la risposta è no. Ecco che il lavoro dell'AI va verificato per le frequenti "allucinazioni" che può avere e per la sua tendenza all'accordicendenza a tutti i costi. Spieghiamoci con un esempio: l'AI o l'algoritmo di turno invita a declinare una pratica perché il debito non è sostenibile. La decisione è presa sulla base di un rapporto Pfn/Ebitda pari a 6, si tratta del rapporto fra il debito finanziario netto da disponibilità liquide e l'Ebitda ovvero il margine operativo che si deriva dal conto economico; misura, in estrema sintesi, in quanti anni attraverso l'Ebitda si rimborserebbe in debito netto. Il valore soglia che le banche attribuiscono a tale indicatore è al massimo di 4, raramente 5 ergo 6 è ritenuto eccessivo. Immaginiamo che il numero 6 sia generato da una Pfn pari a € 6.000.000 a rapporto con un Ebitda pari a € 1.000.000. Sembrerebbe che non ci sia nulla da ridire. Ma se l'analista sapesse che nella Pfn la "macchina" ha incluso un finanziamento

soci di 1.500.000 postergato ai finanziamenti bancari e che nell'Ebitda c'è un costo straordinario per una svalutazione del magazzino di 250.000 € per alluvione che è stata già integralmente risarcita nell'anno successivo dall'assicurazione? Aggiungiamo che l'analista conosce le possibilità dei soci e che gli stessi possiedono a titolo personale ben più del 1.500.000 prestato all'azienda. Cum grano salis l'analista immediatamente dovrebbe rivedere il conteggio e fissare la Pfn a 4.500.000 (6.000.000 – 1.500.000 dei soci) e normalizzare l'Ebitda espungendo il costo straordinario di 250.000 non ricorsivo e tra le altre cose anche neutralizzato il successivo anno (ergo in un altro bilancio) dal risarcimento ergo l'Ebitda da considerare è pari a $1.000.000 + 250.000 = 1.250.000$. Come cambia il rapporto Pfn/Ebitda? Diverrebbe $4.500.000 / 1.250.000 = 3,6$ ovvero un buon rapporto Pfn/Ebitda. Se avessimo lasciato fare allo "stagista" avremmo buttato via il bambino con l'acqua sporca e perso l'opportunità di lavorare con un buon cliente.

Muoviamo ad un secondo e atavico difetto

Il "merito" nel merito creditizio è un concetto profondamente umano

dell'AI o delle analisi automatizzate: sanno dare risposte ma non sanno fare le "domande giuste". Entriamo anche in questo caso nel merito. Secondo voi l'AI si chiederebbe mai se il bilancio che sta leggendo è veritiero? Esaminerebbe ciò che vede assumendolo per un dato di fatto. Un analista del credito di fronte all'ennesimo innalzamento del valore di magazzino si chiederebbe se il dato patrimoniale che sta leggendo è veritiero? Probabilmente si se ha avuto una buona scuola! E come fare a scoprirlo attraverso le "domande giuste"? E' molto semplice. Un magazzino che cresce "artatamente" restituisce una redditività delle vendite poco realistica: se un'impresa che fattura 10 mi-

I modelli di valutazione

DISCOUNTED CASH FLOW (DCF)

Il modello DCF è considerato il più rigoroso dal punto di vista teorico e il più utilizzato dai professionisti. Stima il valore intrinseco di un'azienda attualizzando (scontando) i flussi di cassa liberi (free cash flow) che l'azienda genererà nel futuro.

Il concetto di base: Un euro di cassa che riceverò tra 5 anni vale meno di un euro che ricevo oggi, perché potrei investire l'euro di oggi e guadagnare interessi. Il tasso di sconto riflette il costo del capitale dell'azienda (il rendimento minimo richiesto dagli investitori).

I passaggi operativi:

Projection dei flussi di cassa: L'analista proietta i flussi di cassa liberi dell'azienda per un periodo di 5-10 anni basandosi sulla crescita attesa dei ricavi, sui margini operativi

prevedibili, e sui investimenti necessari. Determinazione del tasso di sconto (WACC): Il Weighted Average Cost of Capital è il tasso medio di rendimento richiesto dai finanziatori (azionisti e creditori). Riflette il rischio dell'azienda e le condizioni di mercato.

Calcolo del Valore Terminale: Poiché nessuno può proiettare con certezza all'infinito, si stima il valore che l'azienda avrà alla fine del periodo di proiezione (solitamente assumendo una crescita perpetua modesta, del 2-3%).

Attualizzazione: Tutti i flussi (incluso il valore terminale) vengono attualizzati al presente utilizzando il WACC, ottenendo il valore intrinseco dell'azienda.

Il DCF è potente ma anche sensibile alle assunzioni: piccole variazioni nelle proiezioni di crescita o nel tasso di sconto possono

produrre variazioni significative nella valutazione finale.

COMPARABLE COMPANY ANALYSIS (MULTIPLI)

Un approccio più veloce e spesso più pragmatico è la valutazione per multipli[6]. L'idea è semplice: se aziende comparabili (medesimo settore, simile dimensione, profilo di rischio analogo) vengono scambiate a certi multipli di valutazione, l'azienda in esame dovrebbe avere una valutazione coerente.

Price-to-Earnings (P/E): Prezzo dell'azione / Utile per azione. Un P/E di 15 significa che il mercato è disposto a pagare 15 volte l'utile annuale. Aziende con prospettive di crescita elevate hanno tipicamente multipli più alti.

lioni spende mediamente 5 milioni di merce registra una redditività di primo livello del 50%. Ma se in un anno di calo del fatturato a 7 milioni la società spendesse 3,5 milioni di merce ma ridotti a 3 milioni da una variazione in aumento del magazzino di 0,5 milioni cosa accadrebbe alla redditività? La redditività diverrebbe $7 - 3 = 4$ milioni su 7 ovvero il 57%. A questo punto cosa dovrebbe fare il bravo analista? Parlare con l'imprenditore e porre una domanda del tipo: "è stato un anno difficile quest'ultimo con un calo del fatturato del 30%, siete riusciti a mantenere i vostri prezzi?", ora immaginate una risposta di questo tenore: "caro mio, magari è stata una lotta impari con la concorrenza sempre più agguerrita, abbiamo dovuto accontentarci". Bene ora trae voi le conclusioni: come si può guadagnare il 7% in più (dal 50% al 57% di primo margine) se si è dovuto addirittura abbassare i prezzi per restare sul mercato? Forse nel dato di magazzino a bilancio c'è davvero qualcosa che non va. Non servono quindi le risposte giuste, servono le domande giuste. Concludiamo con un'ultima riflessione, tut-



ta italiana. Due aspetti peculiari ci caratterizzano: la complessità e la varietà nonché la piccola dimensione spesso caratterizzata dal "one man show". Le aziende italiane hanno le esigenze finanziarie più disparate e particolari: elasticità di cassa, finanziamenti per il circolante, anticipo di contratti, finimport, finexport, per investimenti, mutui ipotecari, finanziamenti per fornire garanzie, factoring, reverse factoring, leasing ecc. In un

simile contesto è difficilissimo standardizzare l'offerta di credito per automatizzare i processi e fare economie di scala. Ricorda molto lo stereotipo degli italiani e il caffè: ognuno ha la sua tipologia di espresso da chiedere al bar...

In Italia, data la piccola dimensione delle imprese è poi impossibile analizzare un'azienda prescindendo dall'analisi delle persone. Le "soft information" sono quello che i dati non dicono pensiamo alla valutazione del management. Nessun algoritmo può sedersi di fronte a un imprenditore e valutare la sua lucidità, la sua passione, la sua capacità di leadership e... la sua età. L'impresa "one man show" non sempre dispone di continuità nelle seconde generazioni e affidarla può essere un rischio anche di fronte a ottimi bilanci.

Il futuro del credito non appartiene alle banche che avranno gli algoritmi più veloci, perché quella tecnologia diventerà presto standard e accessibile a tutti. Il vantaggio competitivo apparirà a chi saprà combinare la potenza di calcolo con l'empatia, l'intuizione e l'intelligenza critica. L'algoritmo è uno strumento potente, ma il "merito" nel merito creditizio è un concetto profondamente umano. Tornare all'analisi fondamentale significa smettere di cercare risposte facili e ricominciare a farsi le "domande giuste".

Enterprise Value-to-EBITDA (EV/EBITDA): Rapporto tra il valore totale dell'azienda (capitale di mercato + debito netto) e l'EBITDA (earnings before interest, taxes, depreciation, and amortization). È particolarmente utile per confrontare aziende con diverse strutture di capitale.

Price-to-Book (P/B): Prezzo dell'azione / Valore contabile per azione. Confronta il valore di mercato con il valore netto del patrimonio secondo il bilancio. P/B inferiori a 1 possono indicare sottovalutazione, anche se richiedono ulteriore investigazione.

Price-to-Sales (P/S): Prezzo / Ricavi per azione. Utile quando le aziende non sono ancora redditizie (come startup o aziende in fase di ristrutturazione).

Il vantaggio e il limite dei multipli: Sono veloci da calcolare e permettono confronti

immediati con i comparabili, ma riflettono semplicemente ciò che il mercato sta pagando in quel momento, non necessariamente il valore "corretto".

ASSET-BASED VALUATION

Meno frequente per aziende manifatturiere ad alto valore aggiunto, ma rilevante per aziende ad alta intensità di capitale o settori specifici (immobiliare, bancario), è la valutazione basata sui valori degli asset.

Formula: Valore Equity = Valore totale degli Asset - Valore totale dei Debiti

È un approccio utile soprattutto come control di plausibilità: se la valutazione DCF o per multipli produce un risultato inferiore al valore contabile degli asset, occorre investigare ulteriormente.