

Analisi¹ di rischio finanziario di COAL società cooperativa a r.l.

Di seguito esporremo una sintesi dell'analisi del rischio finanziario della COAL uno dei protagonisti della Distribuzione Organizzata del Centro Italia fin dagli anni 60. Coal con circa 320 punti vendita sparsi tra le regioni Marche, Abruzzo, Umbria, Lazio, Molise e Romagna e San Marino è un'importante realtà della distribuzione alimentare. Opera con tre marchi, Coal, ed Eccomi nel canale supermercati, e sviluppa un giro d'affari di oltre 300 milioni di euro (al lordo di premi e ristorni) che, in termini di transato alla casse, superano i 500 milioni.

Premessa sull'analisi di rischio

A cosa serve un'analisi di rischio finanziario

1

Quale è lo scopo di un'analisi di rischio finanziario? Quello di valutare la solvibilità di una determinata impresa nel breve e medio termine, attraverso un metodo più scientifico rispetto alla semplice lettura delle informazioni disponibili, quali ad esempio i bilanci.

Quindi la valutazione del rischio finanziario, che è diventata la norma da parte delle banche, nel momento in cui devono decidere se affidare o meno un certo cliente, in realtà è utile sia per i fornitori, quando devono decidere se e con quali condizioni rifornire un certo cliente, ma anche per i clienti stessi (ad esempio le grandi catene della GDO), quando devono decidere a chi rivolgersi per la produzione di prodotti a marchio, data la particolare importanza di questa area di business e la necessità di evitare interruzioni nelle forniture a causa del default del produttore a marchio commerciale.

Come si fa un'analisi di rischio finanziario

Ci sono differenti modi e gradi di profondità per effettuare una valutazione di rischio finanziario, a seconda di chi la effettua e delle informazioni di cui si dispone. Ad esempio le banche sono in possesso delle informazioni sull'andamento dei rapporti di conto corrente e affidamento del

¹ A cura di Giuseppe Di Napoli, senior partner Numeri di Valore, Responsabile Ligure dell'Associazione Italiana degli Analisti e Consulenti Finanziari (AIAF)

cliente (utilizzi, sconfinamenti, regolarità di pagamento delle rate, ecc...), pertanto potranno adoperarle per affinare l'analisi dei bilanci e le altre tipologie di analisi (qualitative, pregiudiziali, settore ecc...).

Allo stesso modo un fornitore dispone dei dati relativi al rapporto commerciale con il suo cliente, quindi può effettuare analisi sulla regolarità dei pagamenti nel breve e medio periodo. Anche questo aspetto è molto importante e si va ad aggiungere a quelli tradizionalmente in uso.

Ci sono sostanzialmente due approcci nella valutazione del rischio:

- L'approccio di tipo commerciale, che fonda la valutazione del rischio sulle seguenti aree di indagine:
 - Rapporto commerciale: storia della relazione con il soggetto da analizzare, regolarità del rapporto
 - Dati qualitativi del soggetto da analizzare: qualità dell'organizzazione, delle persone chiave, dei processi, frammentazione del rischio clientela e fornitori, attività di pianificazione ecc...
 - Analisi dei Bilanci
 - Informazioni esterne: come ad esempio informazioni da banche dati esterne, dai propri agenti, "rumors" di settore ecc...

- L'approccio di tipo finanziario, che fonda la valutazione del rischio sulle seguenti aree di indagine:
 - Analisi Quantitativa: analisi approfondita degli ultimi bilanci aziendali, che vengono osservati sotto vari punti di vista (aree di indagine), mediante l'esame di specifici indicatori (che vengono raffrontati con quelli del settore), con l'intento di determinare, attraverso un algoritmo, un rating tecnico, ossia un giudizio di solvibilità finanziaria di un'azienda, determinato solo sulla base dei soli dati quantitativi
 - Analisi Qualitativa: analisi delle più importanti aree dell'attività aziendale, che possano servire di corredo e supporto alle valutazioni tecniche desumibili dai bilanci. Nella determinazione del rating gli aspetti qualitativi hanno la funzione di "affinare" il giudizio tecnico, ovvero aggiustare al rialzo o al ribasso il giudizio tecnico, in modo non significativo. L'impatto degli aspetti qualitativi non può dunque stravolgere i risultati che emergono dai numeri di bilancio, perché l'azienda può avere il migliore assetto, le migliori persone e strategie, ma se non genera liquidità a sufficienza per rimborsare i debiti (pessimo esito delle analisi di bilancio) non otterrà un buon rating

Focus sull'Analisi Quantitativa: quali sono le aree e gli indicatori di bilancio che influenzano maggiormente la capacità di rimborsare i debiti

La solvibilità di un'azienda è la sua capacità di far fronte in maniera ordinaria e puntuale alle proprie obbligazioni di natura finanziaria, ossia alle varie forme di pagamenti presenti nella vita di un'azienda: pagamento dei dipendenti, delle fatture ai fornitori, degli interessi ai finanziatori, rimborso dei finanziamenti, remunerazione degli azionisti, ecc..

La capacità di far fronte alle obbligazioni finanziarie dipende da molti elementi che hanno a che fare con la dimensione e la redditività dell'azienda, l'ammontare di investimenti, scorte e crediti di cui ha bisogno per poter svolgere la propria attività, il modo in cui ha finanziato questi investimenti a lungo e a breve termine, i flussi di cassa che è in grado di generare.

Ciò che più importa è l'equilibrio tra questi elementi. Infatti ogni singolo aspetto preso di per sé, per quanto negativo, può sempre essere bilanciato da altri elementi positivi. Ad esempio, se un'azienda ha bisogno di investimenti molto elevati rispetto al volume di affari (elemento che, di per sé, rappresenta un importante problema finanziario) potrà essere comunque molto solvibile se i soci hanno finanziato con capitali propri una parte adeguata di questi investimenti e se la redditività della gestione è tale da generare abbondanti flussi di cassa.

Se un'azienda è sotto-capitalizzata (cioè se gli azionisti hanno apportato troppo poche risorse finanziarie rispetto ai fabbisogni dell'azienda) ma la redditività è tale da ripagare molto velocemente l'indebitamento finanziario, allora la sottocapitalizzazione sarà un problema minore.

3

Se un'azienda ha una bassa redditività, ma è molto efficiente nel fare ruotare velocemente il magazzino, nell'incassare rapidamente dai clienti e ottiene normali dilazioni dai fornitori, allora i flussi di cassa saranno sicuramente positivi e sopperiranno i modesti utili nel rendere più solvibile l'azienda.

L'obiettivo del Rating è proprio quello di tenere in debita considerazione tutti questi elementi, e le loro interazioni, al fine di pervenire ad un giudizio complessivo sulla capacità dell'azienda nel suo insieme di fare fronte alle obbligazioni finanziarie.

Nel modello di analisi quantitativa da noi adoperato, queste sono le aree finanziarie attraverso cui vengono letti i bilanci (dell'azienda e dei concorrenti):

- 1) **Redditività**: intesa come marginalità e rendimento dei capitali investiti, quali primi driver della generazione di cassa
- 2) **Fabbisogno di Capitale**: inteso come livello di rotazione delle scorte, del circolante e degli investimenti, quale secondo driver della generazione di cassa
- 3) **Liquidità**: intesa come capacità complessiva di generare cassa, equilibrio fra attività e passività a breve termine e ciclo commerciale aziendale (tempi di giacenza delle scorte, di incasso e pagamento)

- 4) **Sostenibilità del Debito:** intesa come coerenza dei livelli di debito (a breve e a medio lungo termine) con la capacità aziendale di generare cassa, con i livelli di reddito e con i capitali apportati dai soci (capitalizzazione). Nell'area si osserva inoltre anche la capacità di dare copertura al servizio del debito (interessi passivi) con il reddito operativo
- 5) **Produttività del lavoro:** inteso come capacità di operare con una base lavorativa efficiente
- 6) **Crescita:** intesa come adeguata capacità di accrescere ricavi, margini e capitali propri nel tempo

Per ciascuna area si analizzano 4/5 indicatori di bilancio sia per l'ultima annualità che per le due precedenti (che ovviamente pesano di meno nell'analisi) e si raffrontano con gli stessi dati medi individuati per il settore di appartenenza, per acquisire un giudizio sia di tipo quantitativo (situazione allineata, migliore o peggiore rispetto alla concorrenza) che qualitativo (trend, ampiezza del gap/surplus rispetto alla concorrenza).

Approccio adottato per l'analisi di rischio finanziario di COAL

In assenza di informazioni specifiche di tipo commerciale e di tipo bancario, l'approccio adoperato dallo scrivente per la valutazione del rischio finanziario di COAL è stato quello di tipo finanziario, con un'analisi Quantitativa fondata sull'esame degli ultimi bilanci (2018-2020), opportunamente raffrontati con i dati settoriali (Ingrosso alimentari e bevande codice ATECO 463920, 1.905 società) ed un'analisi Qualitativa semplificata (ossia basata su informazioni pubbliche), che ha portato ad un giudizio "buono", all'interno di una scala che va da insufficiente a ottimo (che corrisponde ad un basso rischio "industriale" o "di business").

Il giudizio finale (rating) viene determinato incrociando le risultanze dell'analisi Quantitativa e Qualitativa, come nella tabella che segue:

		Rischio FINANZIARIO							
		sopra la media		nella media		modesto		minimo	
Rischio INDUSTRIALE	sopra la media	D	B+	B-	BB-	BBB-	BBB	BBB	AA-
	nella media	C+	BB	BB-	BBB+	BBB	A+	A-	AA+
	modesto	CC-	BB+	BB	BBB+	BBB+	A+	A+	AAA-
	minimo	CC	BBB-	BB+	A-	BBB+	AA-	AA-	AAA

Il rating così individuato viene espresso su una scala di 27 classi di merito che va da AAA+ (minimo rischio) a D (massimo rischio di default), e definisce immediatamente la capacità dell'impresa di ripagare i debiti finanziari nei prossimi 12 mesi.

Rating	Significato	Classe di rischio
D	Azienda in default	default
C	Azienda con un altissima probabilità di insolvenza	ad alto rischio default
CC	Azienda al presente estremamente vulnerabile	a rischio default
CCC	Azienda vulnerabile e dipendente al momento da favorevoli condizioni economiche, finanziarie e settoriali per far fronte alle proprie obbligazioni finanziarie	elevata vulnerabilità
B	Azienda più vulnerabile ad avverse condizioni economiche, finanziarie e settoriali, ma capace nel presente di far fronte alle proprie obbligazioni finanziarie	vulnerabilità
BB	Nell'immediato minore vulnerabilità al rischio di insolvenza rispetto alle classi inferiori, tuttavia vi è grande incertezza ed esposizione ad avverse condizioni economiche, finanziarie e settoriali	normale rischiosità
BBB	Capacità di far fronte alle obbligazioni ancora adeguata, anche se l'azienda mostra una maggiore sensibilità agli effetti sfavorevoli di cambiamento di circostanze o al mutamento delle condizioni economiche	distinzione
A	Capacità di far fronte alle obbligazioni forte, anche se l'azienda mostra una certa sensibilità agli effetti sfavorevoli di cambiamento di circostanze o al mutamento delle condizioni economiche	eccellenza
AA	Capacità di far fronte alle obbligazioni molto forte	eccellenza
AAA	Capacità di far fronte alle obbligazioni estremamente elevata	eccellenza

Come usare la presente analisi di rischio finanziario

5

La presente analisi deve essere intesa come fonte di informazione e non può, in nessun caso, essere considerata un'offerta o una sollecitazione all'acquisto o alla vendita di prodotti finanziari relativa all'impresa in oggetto.

Le informazioni contenute in questo documento sono frutto di notizie e opinioni che possono essere modificate in qualsiasi momento senza preavviso.

Le analisi relative al credito, così come le altre analisi, compresi i rating, e le dichiarazioni presenti nell'analisi che segue esprimono opinioni con valenza alla data del loro rilascio e in nessun caso intendono assurgere alla rappresentazione di fatti. Le opinioni, analisi e decisioni di rating qui contenute non rappresentano raccomandazioni di acquistare, ritenere, o vendere qualsivoglia titolo o a assumere decisioni d'investimento e non riguardano l'idoneità di alcun titolo emesso dall'impresa oggetto di analisi.

L'utente non dovrà basare solo sull'analisi in oggetto le proprie decisioni di spesa e/o investimento e l'analisi non potrà sostituire le competenze, il giudizio e l'esperienza dell'utente, degli organi direttivi, dei dipendenti, dei consulenti e/o clienti dello stesso in caso di assunzione di decisioni di spesa e/o investimento o altre decisioni aziendali

Analisi di rischio finanziario di COAL società cooperativa

L'analisi in esame si fonda sullo studio dei Bilanci riferiti al periodo 2018-2020 e sul confronto degli indicatori di bilancio con quelli settoriali (a loro volta suddivisi in decili in base ad una analisi statistica).

Lo studio viene sintetizzato attraverso l'esame delle seguenti aree di indagine:

- 1) **Redditività** di COAL società cooperativa e raffronto settoriale
- 2) **Fabbisogno di Capitale** di COAL società cooperativa e raffronto settoriale
- 3) **Liquidità** di COAL società cooperativa e raffronto settoriale
- 4) **Sostenibilità del debito** di COAL società cooperativa e raffronto settoriale
- 5) **Produttività del lavoro** di COAL società cooperativa e raffronto settoriale
- 6) **Crescita** di COAL società cooperativa e raffronto settoriale

Redditività di COAL società cooperativa e raffronto settoriale

L'azienda presenta stabilmente una redditività inferiore alla concorrenza, in quanto la stessa è chiaramente influenzata dalla natura cooperativistica dell'attività, che prevede che la redditività creata sia distribuita ai soci, attraverso maggiori costi rispetto alle imprese a scopo di lucro. Ciò fa sì che i bilanci aziendali, e nello specifico i Conti Economici, presentino minori margini a livello operativo, rispetto alla media del settore, ma anche un risultato finale allineato, grazie al maggior contributo della gestione accessoria (ad esempio affitti attivi), ai minori costi finanziari e alle minori imposte.

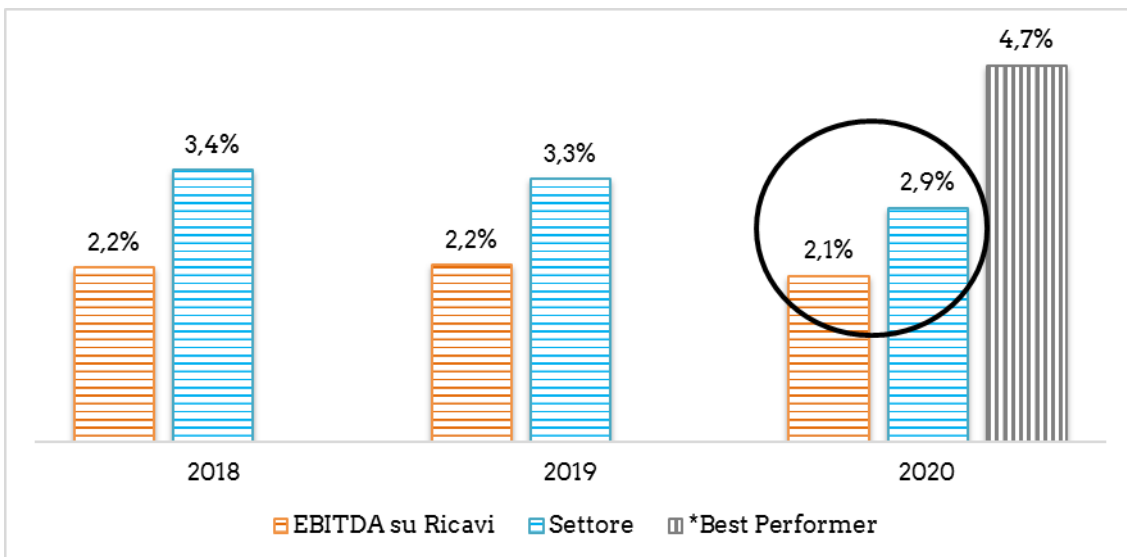
Tale situazione appare chiaramente osservando alcuni dei più noti indicatori di redditività, raffrontati con i dati mediani settoriali e con quelli del best performer² settoriale:

Indici di redditività							
	Settore		Settore		Settore		*Best
	2018	2018	2019	2019	2020	2020	Performer
ROE = Risultato esercizio / Mezzi Propri	1,9%	13,6%	1,3%	12,0%	2,1%	8,7%	18,6%
ROI = Risultato Operativo senza gestione accessoria / Attivo	-1,3%	5,2%	-1,2%	4,7%	-0,7%	2,7%	6,1%
ROS = Risultato Operativo / Vendite	0,6%	2,2%	0,7%	2,2%	0,8%	1,9%	3,2%
ROA = Risultato Operativo / Attivo	0,9%	4,7%	1,1%	4,3%	1,4%	3,1%	5,9%
EBITDA su Ricavi	2,2%	3,4%	2,2%	3,3%	2,1%	2,9%	4,7%

Si osservi come vi sia un differenziale di circa 1 punto sui ricavi in termini di EBITDA³, che rappresenta la redditività operativa lorda aziendale, segno che l'impresa vende a prezzi più bassi o sopporta maggiori costi operativi, il che come si diceva deriva dalla sua natura cooperativa.

² Il Best Performer rappresenta il valore minimo assunto dall'indice del primo 20% delle aziende (2° decile)

³ EBITDA (Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization): rappresenta l'utile prima degli interessi, delle imposte, del deprezzamento e degli ammortamenti, costituendo la principale misura di redditività operativa aziendale. Si calcola sottraendo ai Ricavi Operativi i costi delle materie prime, delle spese per servizi, del personale, degli affitti e noleggi e degli altri costi di natura operativa.



Anche il ROS (che rappresenta il risultato reddituale operativo dato dall'EBITDA – gli ammortamenti e le svalutazioni) risulta inferiore alla media (-1,1 pti nel 2020), e questo penalizza i rendimenti dei capitali investiti (ROA e soprattutto ROI, che risulta negativo in quanto i ricavi della gestione accessoria sono fondamentali per poter chiudere con un risultato operativo positivo).

In positivo si segnala un miglioramento degli indici da parte di COAL nel 2020 (fatta eccezione per l'EBITDA), a fronte di un peggioramento settoriale su tutti i fronti.

Tutti gli altri indicatori derivano dall'EBITDA. Il ROE (rendimento per gli azionisti) risulta nettamente inferiore alla media nonostante un profitto allineato, a causa della maggiore capitalizzazione della cooperativa, elemento di cui si parlerà più avanti.

Il raffronto dell'incidenza dei costi sui ricavi, conferma quanto sopra descritto:

Driver Redditività	2020	Settore	Differenza
<i>Trend Ricavi</i>	13,9%	-8,5%	
Costi materie prime	88,6%	75,1%	13,5%
Costi Generali	5,5%	12,9%	-7,4%
Costi Personale	3,5%	7,3%	-3,7%
Ammortamenti e svalutazioni	1,2%	1,5%	-0,3%
Saldo gestione accessoria	1,3%	0,8%	-0,5%
Oneri Finanziari netti	0,1%	0,4%	-0,4%
Imposte	0,1%	0,7%	-0,6%
Profit margin	0,5%	0,4%	0,1%

Da questo raffronto appare chiaro come COAL paghi le merci di più oppure le rivenda ai propri soci ad un prezzo inferiore alla concorrenza, presentando un'incidenza del consumo di merci superiore di oltre 13 punti in rapporto al giro d'affari. L'azienda poi recupera questa differenza, attraverso minori costi di gestione su tutti gli altri fronti, ivi compresi gli oneri finanziari netti (meno intensi grazie ai proventi che l'impresa riceve dalle sue controllate), chiudendo con un profitto che in percentuale sui ricavi è lievemente superiore a quello settoriale (0,5% vs 0,4%).

Sulla base di quanto sopra l'analisi dell'area reddituale restituisce un giudizio negativo, che tuttavia come si diceva più sopra, è solo uno dei componenti dell'analisi di rischio, potendo le aziende con bassa redditività, essere comunque solvibili in quanto abili a far girare i capitali e quindi a mantenere i livelli di debito sotto controllo.

Fabbisogno di Capitale di COAL società cooperativa e raffronto settoriale

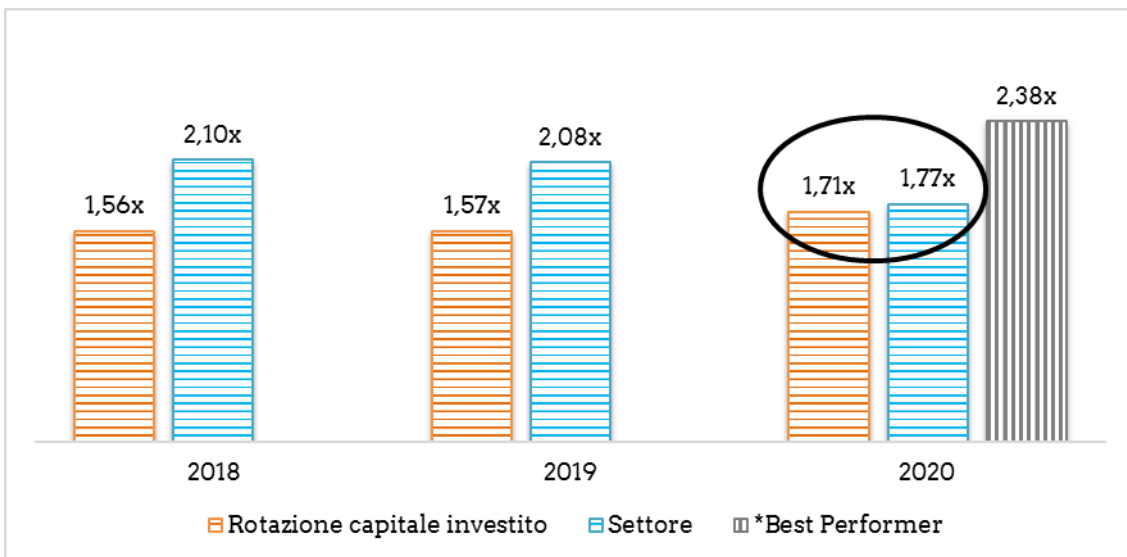
La seconda area di indagine è quella del Fabbisogno di Capitale investito, in quanto, a parità di fatturato e capitalizzazione, maggiore sarà il fabbisogno di Scorte, Crediti e Investimenti, maggiore sarà il fabbisogno finanziario, quindi il debito, e minore sarà la sua sostenibilità.

Indici di rotazione							
	Settore		Settore		Settore		*Best
	2018	2018	2019	2019	2020	2020	Performer
Rotazione capitale investito = Ricavi / Attivo	1,56x	2,10x	1,57x	2,08x	1,71x	1,77x	2,38x
Rotazione circolante = Ricavi / Circolante	2,90x	2,59x	2,91x	2,57x	3,22x	2,25x	3,05x
Rotazione magazzino = Ricavi / Scorte	16,80x	12,46x	20,27x	12,27x	19,92x	11,06x	17,37x

9

Questa è una delle aree in cui COAL si differenzia in modo virtuoso rispetto alla concorrenza nel 2020, grazie da un lato, ad un miglioramento delle proprie performance, dall'altro ad un peggioramento rilevato in media a livello settoriale.

L'azienda presenta costantemente una maggiore rotazione del Circolante e del Magazzino rispetto alla concorrenza (quest'ultimo ruota circa 20 volte l'anno vs 11 settoriali nel 2020), ed una rotazione complessiva del capitale investito sempre inferiore, sebbene nel 2020 questa si sia avvicinata, grazie ad una rotazione di 1,71 volte contro le 1,77 medie settoriali.



L'analisi dinamica degli indici mette in luce un miglioramento per COAL, più marcato nel 2020, a fronte di un trend settoriale di segno opposto.

Questa distintiva performance contribuisce a riassorbire il peggior livello reddituale rispetto alla media (connotato alla natura cooperativistica) ed è originata dalle seguenti informazioni aggiuntive:

Dati ultimo esercizio	Impresa	
	2020	Settore
Immobilizzi su Fatturato	26,1%	5,8%
Ciclo commerciale attivo (gg Mag+gg CLI)	61 gg	103 gg

In primo luogo COAL presenta maggiori investimenti a lungo termine (valore degli Immobilizzi operativi e finanziari, come ad esempio le Partecipazioni in altre società) in rapporto alle vendite (il 26% vs 5,8% settoriale). In secondo luogo opera con un ciclo commerciale attivo (la somma dei tempi medi di giacenza delle scorte e di quelli medi di incasso dalla clientela) molto più corto della concorrenza (61 gg vs 103 gg).

L'esame evidenzia quindi come a fronte di una maggiore rotazione del Circolante l'impresa abbia necessità di maggiori investimenti (in particolare finanziari, legati all'attività di capogruppo), e questo porti, nel 2020, ad un'operatività, in termini di fabbisogno di capitale investito, in linea con la concorrenza, portando nel complesso ad un giudizio positivo, che riflette soprattutto la migliore rotazione di scorte e crediti.

Liquidità di COAL società cooperativa e raffronto settoriale

La terza area di indagine è quella della Liquidità, che tiene conto del ciclo commerciale complessivo aziendale, del peso del circolante e dell'equilibrio fra attività e passività correnti.

Indici di liquidità							
	Settore		Settore		Settore		*Best Performer
	2018	2018	2019	2019	2020	2020	
Rapporto corrente = Attivo a breve / Passivo a breve	118%	130%	117%	133%	120%	153%	205%
Acid Test = (Crediti + Liquidità) / Passivo a breve	98%	102%	100%	103%	101%	119%	159%
Giorni di credito ai clienti	48	71	51	71	43	71	34
Giorni di credito dai fornitori	85	73	96	70	78	70	36
Giorni di scorta	21	29	18	29	18	33	14
Tasso di intensità dell'Attivo Corrente	34,8%	39,5%	34,8%	39,5%	31,3%	45,0%	28,0%

L'area in esame ottiene un giudizio non pienamente sufficiente, in primo luogo, come risultante di una minore condizione di equilibrio finanziario fra attività e passività correnti (primi due indicatori), in secondo luogo a causa di una tempistica di pagamento ai fornitori più lunga della media (86 gg vs 71 gg il dato medio del triennio), sebbene in diminuzione nel 2020. Questo fattore rappresenta dal punto di vista commerciale un punto di forza in quanto sintomatico di maggiore potere contrattuale, tuttavia in chiave di analisi di rischio finanziario appare penalizzante.

L'analisi evidenzia in positivo più rapidi tempi di giacenza delle scorte e di incasso dalla clientela, oltre ad un minor peso del Circolante sui ricavi (diretta conseguenza dei più corti tempi del ciclo commerciale attivo), e tali punti di forza vanno in parte a riassorbire il minor equilibrio finanziario di cui sopra, sfavorito dalle maggiori esigenze in termini di investimenti.

Concludiamo l'analisi dell'area della Liquidità osservando e commentando il Rendiconto finanziario dell'impresa negli ultimi tre esercizi.

RENDICONTO FINANZIARIO

	2018	% su Ricavi	2019	% su Ricavi	2020	% su Ricavi
Cassa prodotta/assorbita dalla gestione corrente						
Reddito netto	1.077.503	0,5%	738.148	0,3%	1.403.213	0,5%
+ Ammortamenti e svalutazione crediti	3.320.138	1,4%	3.556.523	1,4%	3.332.185	1,2%
+ incremento Fondi	-10.258	0,0%	-295.791	-0,1%	-679.349	-0,2%
= cash flow DELLA GESTIONE	4.387.383	1,9%	3.998.880	1,6%	4.056.049	1,4%
Cassa prodotta/assorbita dal circolante non cash						
		0,0%				
- incremento crediti vs clienti	-4.561.041	-1,9%	-2.198.868	-0,9%	1.465.317	0,5%
- incremento magazzino	-2.643.888	-1,1%	1.589.432	0,6%	-1.966.259	-0,7%
+ incremento debiti vs fornitori	6.648.950	2,8%	5.963.663	2,4%	-7.929.508	-2,8%
- incremento crediti diversi	-8.207.203	-3,5%	-845.153	-0,3%	-2.302.804	-0,8%
+ incremento debiti diversi	-442.543	-0,2%	-1.609.503	-0,6%	4.809.385	1,7%
Variazione Capitale Circolante non cash	-9.205.725	-3,9%	2.899.571	1,2%	-5.923.869	-2,1%
cash flow OPERATIVO	-4.818.342	-2,1%	6.898.451	2,8%	-1.867.820	-0,7%
Cassa prodotta/assorbita da investimenti						
		0,0%				
- investimenti materiali	-3.279.579	-1,4%	-4.853.540	-1,9%	-1.665.293	-0,6%
- investimenti immateriali	-364.819	-0,2%	-1.327.981	-0,5%	-560.158	-0,2%
- investimenti immobilizzaz finanziarie	-6.192.555	-2,6%	-1.851.313	-0,7%	-2.865.379	-1,0%
capex industriali e finanziari	-9.836.953	-4,2%	-8.032.834	-3,2%	-5.090.830	-1,8%
cash flow DISPONIBILE	-14.655.295	-6,3%	-1.134.383	-0,5%	-6.958.650	-2,4%
Cassa prodotta/assorbita da gestione finanziaria						
		0,0%				
+ accensione/rimborso mutui-finanziamenti bancari	6.130.736	2,6%	4.862.597	1,9%	1.450.197	0,5%
+ acc.ne/rimborso altri finanz.ti (anche infragruppo)	0	0,0%	-950.337	-0,4%	793.030	0,3%
+ aumenti di capitale/erogaz dividendi	165.793	0,1%	114.759	0,0%	3.085.086	1,1%
cash flow da gestione finanziaria	6.296.529	2,7%	4.027.019	1,6%	5.328.313	1,9%
flusso di cassa totale	-8.358.766	-3,6%	2.892.636	1,2%	-1.630.337	-0,6%
variazione liquidità da rendiconto finanziario	-8.358.766	-3,6%	2.892.636	1,2%	-1.630.337	-0,6%
Liquidità inizio periodo	25.918.166	11,1%	17.559.400	7,0%	20.452.036	7,2%
Liquidità fine periodo	17.559.400	7,5%	20.452.036	8,2%	18.821.699	6,6%

L'impresa non ha prodotto in un solo anno flussi di cassa disponibili positivi (ovvero quelli che residuano dopo avere speso la gestione per intero ed effettuato gli investimenti), quindi ha operato generando un gap di liquidità, che ha colmato in gran parte mediante aumento dei debiti finanziari e riduzione delle riserve di liquidità, e in minor parte (2020) mediante aumento dei Capitali apportati dai soci.

Si tratta di un risultato non positivo (dal 2017 al 2020 il debito finanziario netto è cresciuto da -13 a 3 mln €, rammentando che un DFN negativo indica che la liquidità supera il valore dei debiti finanziari), sebbene lo stesso sia dipeso da fattori legati alla crescita (a due cifre) dell'azienda, ed è naturale che un'azienda in crescita (+28% fatturato da 2017 a 2020) abbia necessità di risorse a sostegno della stessa, risorse che "dovrebbero" poi ritornare in forma di maggiori incassi e redditi nel futuro prossimo.

Dal punto di vista del rischio finanziario le aziende in crescita sono più rischiose rispetto ad imprese stabili, fino a quando ciò non si traduce in un miglioramento dei risultati reddituali e di cassa. Chiaramente dal punto di vista "industriale" è vero l'esatto opposto, ma la prospettiva dell'azionista non è quella che ci interessa in questa sede.

Sostenibilità del debito di COAL società cooperativa e raffronto settoriale

La quarta area di indagine è quella della Sostenibilità del debito, che tiene conto dell'equilibrio fra i livelli di debito e la capacità di rimborso aziendale, e fra i livelli di reddito e gli interessi passivi, elemento che è statisticamente molto sintomatico del rischio di default.

Indici patrimoniali e finanziari							
	Settore 2018		Settore 2019		Settore 2020		*Best Performer
Copertura delle immobilizzazioni = Mezzi Propri / Attivo Immobilizzato	88%	173%	84%	181%	88%	170%	396%
Banche a breve su Circolante	8,5%	14,3%	9,0%	14,3%	9,9%	9,8%	4,2%
PFN / EBITDA	-0,2x	1,3x	0,0x	1,7x	0,6x	0,7x	-2,4x
PFN / Mezzi Propri	0,0x	0,4x	0,0x	0,6x	0,1x	0,4x	-0,4x
Interest Coverage ¹ = Risultato Operativo / Oneri finanziari netti	5,7%	9,1%	12,2%	10,1%	7,7%	10,0%	1,2%

¹ L'indice è N/A se i Proventi Finanziari risultano maggiori dei Costi finanziari

L'area in esame ottiene un buon giudizio grazie alla maggiore capitalizzazione dell'azienda (39% vs 22% medio settoriale, frutto di una adeguata dotazione iniziale, unita ad una normale profittabilità e ad una politica di dividendo conservativa, anche per la natura cooperativistica), associata ad un ciclo commerciale molto più corto della media (minore giacenza delle merci in magazzino, più rapidi tempi di incasso e più lenti tempi di pagamento), che le consentono di operare con un minore utilizzo della leva finanziaria onerosa, testimoniata da una PFN (Posizione Finanziaria Netta = Debiti finanziari – Liquidità e Crediti Finanziari) inferiore alla media sia in rapporto al fatturato (1,2% vs 5,7% settoriale), che ai margini (vedi PFN/EBITDA), che ai Mezzi Propri (vedi PFN/Mezzi Propri). Tale condizione si ripercuote positivamente anche in un rapporto fra Reddito Operativo Netto (EBIT) e oneri finanziari inferiore alla media (7,7% vs 10% nel 2020) nonostante il gap di redditività dell'azienda, a dimostrazione di un minore peso degli interessi passivi.

Ulteriore elemento a favore dell'impresa è rappresentato da un ammontare di debiti correnti pari al 26% dei ricavi, perfettamente allineato al dato medio rilevato nel settore. Si tratta di un valore positivo in quanto il peso del debito a breve termine, nella GDO, è ritenuto molto sostenibile quando non supera il 15% del fatturato, sostenibile fra il 15% e il 24%, meno sostenibile fra il 24 e il 44%, poco sostenibile oltre il 44%.

L'analisi dinamica degli indici di sostenibilità del debito mette in luce, come già anticipato, un aumento dei debiti finanziari netti negli ultimi tre anni, a seguito della crescita dei ricavi, quindi del Circolante e degli investimenti, fattori che hanno peggiorato gli indicatori di rischio, che tuttavia rimangono su valori migliori della media e nell'ambito di una struttura finanziaria normalmente sostenibile.

In positivo, oltre alla maggiore capitalizzazione, anche l'equilibrio fra attività e passività correnti già esaminato in precedenza. Si tratta di indicatori di equilibrio finanziario statico, che vengono valutati in questo caso positivamente, ma rimangono, come sempre, meno importanti di quelli di tipo dinamico (giudicati altrettanto positivamente nel caso di COAL) quali il rapporto fra PFN ed EBITDA, fra PFN e cash flow e fra Debiti a breve e Ricavi. L'equilibrio dinamico sottende infatti un concetto molto importante: i debiti si pagano con i flussi di cassa, non con il patrimonio netto (equilibrio finanziario statico). Il patrimonio netto è una sorta di air bag, un cuscinetto che ammortizza gli urti, ma i debiti devono essere pagati dall'azienda, non dagli azionisti.

Produttività del lavoro di COAL società cooperativa e raffronto settoriale

La quinta area di indagine è quella della Produttività del lavoro, che verifica il livello di ricchezza generata internamente dall'azienda (valore aggiunto) sia in relazione al giro d'affari che ai dipendenti, oltre che il rapporto fra vendite e numero di addetti.

Indici di produttività							
	Settore 2018		Settore 2019		Settore 2020		*Best Performer
Fatturato per dipendente	1.238	997	1.250	1.082	1.278	1.076	55
Valore aggiunto per dipendente	71	49	77	49	71	40	55
Valore aggiunto su Fatturato	5,8%	10,4%	6,2%	10,3%	5,6%	9,5%	12,9%

Valore Aggiunto = Ricavi – Costi Esterni (merci, servizi, affitti e noleggi, altri costi operativi)

L'azienda ottiene un giudizio sufficiente, pur operando con un minor grado di valore aggiunto in relazione alle vendite (5,6% vs 9,5%), in linea con quanto osservato per la redditività, ed a causa della maggiore incidenza dei costi per le merci, poiché presenta, al contrario, un minore fabbisogno di manodopera, come risulta chiaro osservando sia il rapporto fra fatturato e dipendenti (1.278 k€ vs 1.076 k€ settoriale), sia il rapporto fra valore aggiunto e addetti (71 k€ vs 40 k€), e questo le consente di bilanciare il minor grado di valore aggiunto suo ricavi.

Crescita di COAL società cooperativa e raffronto settoriale

La sesta e ultima area di indagine è quella della Crescita, intesa come adeguata capacità di accrescere ricavi, margini e capitali propri nel tempo.

Indici di sviluppo							
	Settore		Settore		Settore		*Best
	2018	2018	2019	2019	2020	2020	Performer
Variazione annua Ricavi	5,5%	2,6%	6,9%	3,5%	13,9%	-8,5%	5,9%
Variazione annua Costi	5,7%	2,6%	6,9%	3,4%	13,6%	-7,6%	-20,0%
Variazione del patrimonio netto	2,2%	8,8%	1,5%	9,9%	13,6%	8,3%	23,3%

COAL mostra una buona capacità di crescita, soprattutto in raffronto ai dati medi settoriali, evidentemente grazie ad una politica di sviluppo di successo (ampliamento dei punti vendita serviti direttamente o indirettamente).

Il fatturato cresce costantemente in misura doppia rispetto alle medie settoriali nel 2018-2019 e a due cifre nell'ultima annualità, in cui, in media, le aziende del settore hanno perso ricavi.

La variazione dei Mezzi Propri è nettamente maggiore alla media nel 2020, e positiva ma inferiore alla concorrenza nel biennio 2018-2019, probabilmente sfavorita in questo dalla maggiore capitalizzazione, che matematicamente rende più difficile ottenere performance elevate.

La differenza fra trend dei ricavi e dei costi operativi mette in luce la variazione dei Margini reddituali, i quali sono migliorati sia nel 2019 che nel 2020, come testimoniato dall'evoluzione del ROS (risultato operativo su ricavi), in crescita dallo 0,6% del 2018 allo 0,7% del 2019 e allo 0,8% del 2020, come da tabella reddituale sopra riportata.

Risultato dell'analisi

Sulla base di quanto sopra esposto l'azienda ottiene un giudizio quantitativo sufficiente (51 su 100, dove la sufficienza si raggiunge a 50 punti): la buona capacità di crescita delle vendite, unita ad una normale efficienza nella gestione del capitale investito (ciclo commerciale molto corto) e a livelli di profitto allineati, oltre che ad una struttura finanziaria conservativa, sono fattori positivi che vanno a bilanciare la minore marginalità operativa (afflitta dalla natura cooperativistica) e i più bassi livelli di rendimento dei capitali investiti, oltre che ad un risultato dell'area Liquidità non positivo (in particolare effetto dell'assorbimento di liquidità generato dalla crescita e minore equilibrio finanziario fra attività e passività correnti).

Valutazione analisi quantitativa

Indicatori	Giudizio d'area
Redditività	insufficiente
Rotazione	normale
Patrimoniale e finanziaria	buono
Produttività	normale
Liquidità	scarso
Sviluppo	normale

Scoring analisi quantitativa: 51%

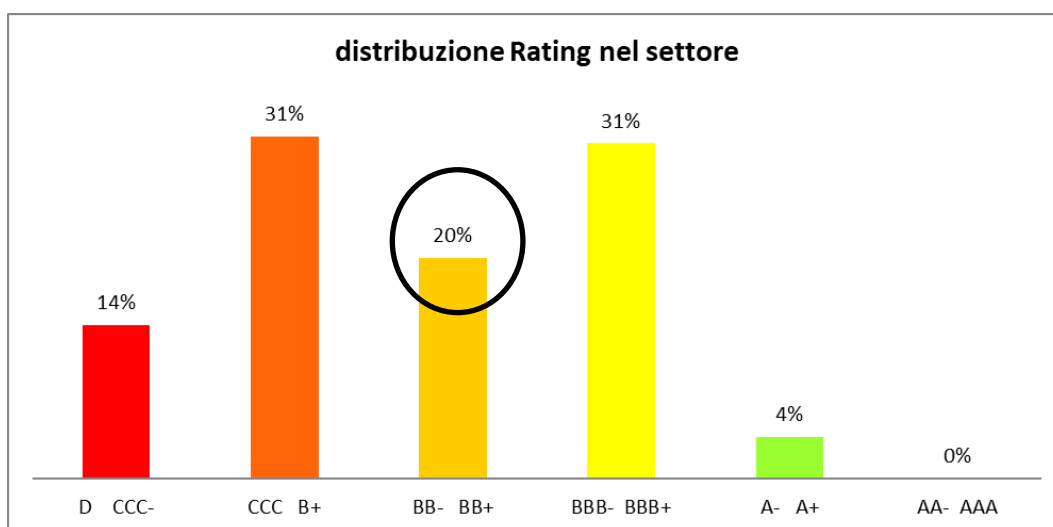
16

L'analisi qualitativa (dimensione, assetto giuridico e organizzativo, strategie, persone, notorietà, rischio clientela e fornitura, pianificazione e controllo, ecc...) effettuata su informazioni pubbliche, ha portato invece ad un giudizio pienamente positivo (buon giudizio, che evidenzia un rischio di business al di sotto della media), che va in parte a bilanciare il risultato insufficiente dell'analisi quantitativa, portando ad un miglioramento del giudizio finale sul rischio finanziario.

		Rischio FINANZIARIO							
		sopra la media		nella media		modesto		minimo	
Rischio INDUSTRIALE	sopra la media	D	B+	B-	BB-	BBB-	BBB	BBB	AA-
	nella media	C+	BB	BB-	BBB+	BBB	A+	A-	AA+
	modesto	CC-	BB+	BB	BBB+	BBB+	A+	A+	AAA-
	minimo	CC	BBB-	BB+	A-	BBB+	AA-	AA-	AAA

Per quanto sopra COAL ottiene un rating finanziario pari a BB+, sintomatico di azienda a normale vulnerabilità finanziaria, che riflette una politica finanziaria meno aggressiva della media (normale coerenza dei livelli di debito rispetto a quelli di reddito e di cash flow, in confronto con le imprese più virtuose del settore), ma anche un assetto qualitativo molto positivo, grazie alle dimensioni, alla notorietà ed all'abilità commerciale raggiunte. L'impresa si posiziona nella fascia alta dell'area della "normale vulnerabilità" (rating da BB- a BB+), a pochissimi passi dall'area della "distinzione" (quella che va da BBB- a BBB+), segno di una qualità del credito sopra la media.

Per avere un'idea di raffronto del profilo di rischio identificato per COAL, rispetto al settore di appartenenza mostriamo la distribuzione dei rating delle 1.905 società appartenenti al comparto Ingrosso di alimentari e bevande.



Come si vede COAL si posiziona nella zona centrale (per questo si parla di "normale" rischiosità finanziaria), insieme al 20% delle aziende del settore. Ci sono quindi un 34% di aziende che presentano un profilo di rischio più contenuto (da BBB- in su) ed un 45% di realtà che presentano una situazione finanziaria più rischiosa (da B+ in giù).

Genova, 07/02/2022

Giuseppe DI NAPOLI
 Senior Partner
 NUMERI DI VALORE
 dinapoli@numeridivalore.it