



UNIVERSITÀ POLITECNICA DELLE MARCHE  
FACOLTÀ DI ECONOMIA “GIORGIO FUÀ”

---

Corso di Laurea triennale in Economia e Commercio

***VALUTAZIONE DELLO “STATO DI SALUTE” E DELLE  
PERFORMANCE AZIENDALI ATTRAVERSO  
L’ANALISI DI BILANCIO: IL CASO ARISTON GROUP***

***ASSESSMENT OF CORPORATE 'HEALTH' AND  
PERFORMANCE THROUGH FINANCIAL STATEMENT  
ANALYSIS: THE ARISTON GROUP CASE***

Relatore:

Prof. Guido Paolucci

Rapporto finale di:

Taddei Francesco

Anno Accademico 2022/2023



# INDICE

<b>PREMESSA</b> .....	2
<b>1. L'ANALISI DI BILANCIO</b> .....	3
<b>1.1. DEFINIZIONE, OBIETTIVI E CONTENUTO</b> .....	3
<b>1.2. CAPACITÀ SEGNALETICA DEL BILANCIO ORDINARIO</b> .....	5
<b>1.3. CLASSIFICAZIONE DELL'ANALISI DI BILANCIO</b> .....	8
<b>1.4. FASI DELL'ANALISI DI BILANCIO</b> .....	10
• <b>1.4.1. Stato Patrimoniale</b> .....	11
• <b>1.4.2. Conto Economico</b> .....	13
• <b>1.4.3. Rendiconto finanziario</b> .....	16
<b>2. L'ANALISI PER INDICI</b> .....	18
<b>2.1. L'ANALISI REDDITUALE</b> .....	19
• <b>2.1.1. ROE, Grado di indebitamento e TIGEC</b> .....	19
• <b>2.1.2. ROI, ROA, ROS e Grado di rotazione del capitale investito</b> .....	22
• <b>2.1.3. ROD e Leva Finanziaria</b> .....	25
• <b>2.1.4. EBIT ed EBITDA</b> .....	27
<b>2.2. L'ANALISI PATRIMONIALE</b> .....	28
• <b>2.2.1. Indici di composizione dell'attivo</b> .....	29
• <b>2.2.2. Indici di composizione del passivo</b> .....	30
<b>2.3. L'ANALISI FINANZIARIA</b> .....	31
• <b>2.3.1. Indici di struttura</b> .....	31
• <b>2.3.2. Indici di liquidità</b> .....	32
<b>3. IL CASO ARISTON GROUP</b> .....	34
<b>3.1. LA MISSION</b> .....	34
<b>3.2. BILANCIO DEGLI ESERCIZI 2021 E 2022</b> .....	35
<b>3.3. VALUTAZIONE DELLE PERFORMANCE</b> .....	39
• <b>3.3.1. Analisi di redditività</b> .....	41
• <b>3.3.2. Analisi patrimoniale e di solidità</b> .....	44
• <b>3.3.3. Analisi di liquidità</b> .....	47
<b>CONCLUSIONI</b> .....	48
<b>BIBLIOGRAFIA E SITOGRAFIA</b> .....	49

## ***PREMESSA***

L'analisi di bilancio è un processo finalizzato alla valutazione del complessivo “stato di salute” di un'azienda e della sua affidabilità nei rapporti con gli stakeholders.

L'obiettivo del presente Elaborato è quello di descriverne le principali caratteristiche, nonché il funzionamento, al fine di poter esprimere un giudizio sulle performance conseguite e sullo “stato di salute” economico, patrimoniale e finanziario dell'azienda in analisi.

Il Primo Capitolo illustra l'analisi di bilancio nel suo contenuto e nei suoi obiettivi, con riguardo ai soggetti interessati ed alle fasi nelle quali si articola.

Il Secondo Capitolo si sofferma sull'analisi per indici, con riferimento alla redditività, solidità e liquidità aziendale, sugli indicatori da utilizzare e sull'interpretazione dei risultati ottenuti.

Nel Terzo Capitolo, infine, si è cercato di mettere in pratica gli aspetti teorici precedentemente approfonditi, focalizzando l'attenzione sulla valutazione delle performance con riferimento al caso “Ariston Group”.

## *Capitolo primo*

# ***1. L'ANALISI DI BILANCIO***

### ***1.1. DEFINIZIONE, OBIETTIVI E CONTENUTO***

L'analisi di bilancio è un insieme di tecniche e procedure codificate che, rielaborando i dati e le informazioni ricavabili dal bilancio di un'impresa, permettono di ottenere elementi di valutazione essenziali per l'espressione di un giudizio sullo "stato di salute" dell'impresa, analizzata secondo il profilo economico, patrimoniale e finanziario, nonché sulla sua capacità di operare secondo economicità.

L'economicità rappresenta proprio il presupposto per il raggiungimento di due condizioni fondamentali ai fini del successo e della sopravvivenza di un'impresa:

- *l'equilibrio economico*, ovvero la capacità di generare nel tempo risultati economici che siano mediamente in grado di remunerare tutti i fattori produttivi impiegati per lo svolgimento dell'attività, assicurando simultaneamente una congrua remunerazione al capitale in essa investito.

- *l'equilibrio finanziario*, che dipende dalla relazione tra i flussi finanziari in entrata e i flussi finanziari in uscita, sussiste nel momento in cui l'impresa dispone di risorse finanziarie sufficienti per sostenere, nel tempo, gli impegni finanziari generati dalle operazioni di gestione.

Soltanto in questo caso l'impresa, operando secondo economicità, soddisfa

una delle condizioni necessarie e prioritarie per garantirsi la sopravvivenza e lo sviluppo.

L'obiettivo dell'analisi è proprio quello di comprendere l'andamento della dimensione economica, finanziaria e patrimoniale dell'impresa, esaminandone lo "stato di salute" e cercando di prevedere anticipatamente, sulla base dei trend passati, le possibili future performance.

Al fine di esaminare queste essenziali dimensioni, occorre servirsi di articolate tipologie di misurazioni, realizzate attraverso l'impiego di specifici indicatori:

- *analisi di redditività*, volta a valutare la capacità dell'impresa di mostrare una situazione di sostanziale equilibrio economico, generando un reddito in grado di remunerare le risorse investite e disponendo di risultati tendenzialmente in linea sia con le caratteristiche del proprio settore di appartenenza, sia con il rendimento offerto dalle forme alternative di impiego, di pari rischio;

- *analisi di liquidità*, ovvero la capacità dell'impresa di produrre, mediante lo svolgimento della propria attività caratteristica, flussi di liquidità in entrata in grado di fronteggiare adeguatamente, nel breve periodo, gli esborsi generati dall'attività gestionale;

- *analisi di solidità patrimoniale*, volta ad accertare la capacità dell'impresa di operare in condizioni di equilibrio finanziario nel medio-lungo termine.

Una struttura patrimoniale solida consente all'impresa di fronteggiare gli eventi inattesi per il tempo necessario a ripristinare le condizioni di equilibrio economico.

### ***1.2. CAPACITÀ SEGNALETICA DEL BILANCIO ORDINARIO***

L'attitudine del bilancio a fornire informazioni riguardanti i principali aspetti economici, patrimoniali e finanziari della gestione, la possibilità di essere impiegato sia in chiave storica che in chiave prospettica e l'eventualità di poter confrontare le situazioni di imprese caratterizzate da condizioni simili e operanti nello stesso settore, rende la sua analisi (sia per indici che per flussi finanziari) efficace per l'ottenimento di elementi di valutazione utili a formulare un giudizio sullo "stato di salute" di una data realtà aziendale.

Nel caso in cui l'oggetto di indagine sia rappresentato da una singola impresa, l'analisi di bilancio può, per di più, contribuire a quel processo valutativo volto ai fini dell'assegnazione di uno score, misurante l'affidabilità economico-finanziaria e il grado di solvibilità dell'impresa in questione. La combinazione con altri elementi di valutazione, sia qualitativi che quantitativi, concorre all'assegnazione di un rating.

Tra i soggetti fortemente interessati al giudizio di rating vanno menzionati i conferenti di capitale di prestito, attuali o potenziali, come ad esempio banche o società di factoring, i quali rivolgono la propria attenzione principalmente alla capacità dell'impresa di disporre, nel breve e nel medio-lungo termine, di risorse finanziarie adeguate al rimborso del prestito.

Tra gli altri soggetti esterni, interessati alla condizione economica, patrimoniale e finanziaria dell'impresa, vanno considerati:

- *Eventuali investitori istituzionali ed analisti finanziari*, interessati principalmente a conoscere l'andamento dell'impresa per ponderare rendimenti e rischi di un ipotetico futuro investimento;
- *Clienti e fornitori*, che possono ricorrere all'analisi per verificare la sussistenza delle risorse e delle condizioni utili a instaurare, o continuare, un rapporto commerciale con l'impresa.
- *Concorrenti*, i quali servendosi dell'analisi di bilancio, possono approfondire l'analisi dei punti di forza e di debolezza dei loro competitors, con informazioni inerenti alle strategie perseguite e linee di business.

Infine, tra i soggetti esterni, è opportuno menzionare anche i revisori che, al seguito del conferimento dell'incarico, analizzano il bilancio e, dopo aver evidenziato eventuali criticità o non conformità all'Ordinamento giuridico, esprimono un giudizio complessivo sull'andamento dell'impresa.

La certificazione del bilancio da parte del revisore, o di una società di revisione, è in grado di accrescere significativamente la fiducia di finanziatori esterni, attuali o potenziali, rappresentando uno strumento utile a molte imprese per fronteggiare la naturale ritrosia che tali finanziatori solitamente manifestano verso aziende di minori dimensioni, non quotate sui mercati regolamentati.

Tra i soggetti interni, invece, si possono annoverare:

- *Conferenti di capitale di rischio*, che attuano la valutazione inerente alla redditività dell'investimento effettuato;
- *Responsabili della gestione aziendale*, che svolgono tali misurazioni nell'ottica di implementare i flussi informativi a vantaggio di tutti coloro che sono coinvolti nella gestione aziendale.

Tramite le analisi, le elaborazioni e l'interpretazione dei dati ottenuti, dunque, gli Amministratori possono ottenere informazioni sull'andamento della gestione di cui sono responsabili ed individuare eventuali interventi correttivi, nel caso in cui i risultati raggiunti non rispettino gli obiettivi programmati.

Ovviamente, le analisi svolte dai soggetti interni saranno molto più accurate ed approfondite rispetto a quelle svolte da soggetti estranei all'attività. Gli analisti interni, infatti, detengono una maggiore quantità di informazioni, potendo accedere, oltre che al bilancio, anche ai dati inerenti alla struttura organizzativa, alla programmazione aziendale e alla contabilità analitica.

Ne è dunque facilmente deducibile che l'affidabilità delle conclusioni cui giungeranno gli analisti esterni dipendono, oltre che dalle loro capacità tecniche ed interpretative, anche dalla veridicità dei dati a loro disposizione.

In tal senso, come precedentemente accennato, le società di revisione ricoprono un ruolo molto importante, in quanto, attraverso la loro attività, certificano la veridicità e l'accuratezza delle informazioni e dei dati contenuti all'interno dei bilanci, consentendo agli analisti esterni di disporre di informazioni affidabili.

### ***1.3. CLASSIFICAZIONE DELL'ANALISI DI BILANCIO***

Oltre che in base alla posizione assunta dall'analista (se interno o esterno), l'analisi di bilancio può essere classificata in altri modi:

- *In base alle tecniche impiegate*, differenziando quindi analisi statica e dinamica;
- *In base all'orizzonte temporale di riferimento dei dati*, distinguendo analisi storica e prospettica.

Per quanto concerne la prima, vengono distinte:

- *Analisi statica*, detta anche analisi per indici o ratio analysis, la quale si basa su una serie di indicatori ottenuti relazionando fra loro valori contenuti nei documenti quantitativo-contabili del bilancio, Stato Patrimoniale e Conto Economico, opportunamente riclassificati dall'analista al fine di rappresentare succintamente lo "stato di salute" dell'impresa, osservato nei profili reddituale, patrimoniale e finanziario.
- *Analisi dinamica*, o analisi per flussi finanziari, che studia le variazioni nel tempo di investimenti e finanziamenti.

Ponendo in relazione l'evoluzione dei dati finanziari nel tempo e confrontandoli tra loro, offre all'analista uno strumento di tipo dinamico, che si pone l'obiettivo di superare i limiti interpretativi dell'analisi finanziaria per indici. In materia, il problema risiede nel fatto che l'impresa è un soggetto in divenire, mentre la lettura del bilancio consente di osservarla in un dato istante, convenzionalmente il 31 dicembre di ciascun anno solare, senza offrire quindi una visione prospettica. L'analisi per flussi finanziari si propone di superare questi limiti e di dare profondità ai dati che riguardano la situazione dell'impresa.

In merito all'orizzonte temporale di riferimento, invece, si distinguono:

- *Analisi storica*, in cui l'indagine si concentra su bilanci già pubblicati, permettendo all'analista di avere una maggiore conoscenza di fatti aziendali già esistenti.

- *Analisi prospettica*, che, all'opposto, utilizza come dati di partenza quelli contenuti in bilanci previsionali, cioè programmi pluriennali, permettendo all'analista di ottenere dati utili ad esaminare il presumibile andamento della gestione futura.

Tra le due analisi vi è un nesso di complementarità: entrambe dispongono di un notevole potenziale informativo e, se poste in relazione tra loro, possono fornire all'analista un quadro continuativo ed esaustivo sul complessivo andamento della gestione aziendale.

#### ***1.4. FASI DELL'ANALISI DI BILANCIO***

L'analisi di bilancio è una lettura critica che si articola in una pluralità di fasi:

*1. Raccolta ed interpretazione dei dati contenuti nel bilancio:* il bilancio ordinario d'esercizio, per il suo carattere di ufficialità, di norma rappresenta il supporto documentale dal quale inizia il lavoro dell'analista, permettendogli di disporre dei dati necessari ad impostare la fase quantitativa dell'analisi;

*2. Riclassificazione dei prospetti di bilancio,* realizzata riallocando le poste di bilancio al fine di ottenere aggregati funzionali allo scopo conoscitivo, come l'entità del patrimonio, la composizione e la correlazione tra le fonti e gli impieghi o la consistenza del reddito, con riferimento alle dinamiche che hanno concorso alla sua formazione;

*3. Costruzione di un prospetto di indici,* che rappresenta il punto di partenza per ulteriori riflessioni, confronti ed elaborazioni che mirano ad individuare le cause dei valori rilevati e della loro evoluzione;

*4. Analisi dei flussi finanziari, attraverso la lettura del Rendiconto finanziario,* che permette un esame del dinamico succedersi delle entrate e delle uscite monetarie, generate dalle operazioni di gestione esterna;

*5. Interpretazione e stesura di un rapporto finale,* che consiste nella formulazione da parte dell'analista di un giudizio complessivo sullo stato di salute dell'impresa, espresso sulla base delle elaborazioni effettuate

A seguito di una prima raccolta e interpretazione dei dati contenuti nel bilancio, dell'inquadramento del profilo aziendale e del settore in cui opera, si procede alla riclassificazione dello Stato Patrimoniale e del Conto Economico.

Entrambi i prospetti contengono, infatti, le informazioni necessarie attraverso cui giungere ad un giudizio finale sullo "stato di salute" dell'impresa.

- ***1.4.1. Stato Patrimoniale***

Per esaminare la solidità patrimoniale e la liquidità dell'impresa, si procede con una riclassificazione dello Stato Patrimoniale secondo il criterio finanziario. Quest'ultimo muove dall'assunzione della coincidenza fra la durata del ciclo operativo aziendale e l'anno solare (il breve periodo) e riclassifica le voci secondo il criterio della liquidità per le poste dell'attivo e dell'esigibilità per quelle del passivo.

In tale impostazione, le attività sono ordinate in relazione alla loro propensione a tradursi nuovamente in forma liquida, presentate al netto degli eventuali fondi rettificativi.

Secondo un grado decrescente di liquidabilità, è possibile individuare:

1. *L'attivo corrente*, comprensivo di tutte quelle attività che torneranno in forma liquida entro l'anno e ripartito a sua volta in:

- *Liquidità immediate*, ovvero il denaro prontamente disponibile o le attività di pronto realizzo;
- *Liquidità differite*, composte da crediti e altre attività liquidabili entro i 12 mesi;
- *Disponibilità*, ovvero le giacenze in magazzino di materie prime, semilavorati, prodotti finiti e merci.

2. *L'attivo fisso*, comprensivo di tutti quegli investimenti destinati ad essere finanziariamente recuperati nel medio-lungo termine, in tempi dunque superiori all'annualità.

Le passività e il patrimonio netto invece, vengono riordinati in ragione dei tempi mediamente previsti per il loro rimborso.

Sulla base di un grado decrescente di esigibilità, si distinguono:

1. *Passivo corrente*, composto da tutte le passività rimborsabili nei 12 mesi;
2. *Passivo consolidato*, formato da debiti e altre passività che genereranno esborsi oltre i 12 mesi;
3. *Patrimonio netto*, che misura la consistenza del patrimonio di proprietà dei soci dell'impresa.

IMPIEGHI (attività)	FONTI (passività)
1. Liquidità immediate	5. Passività correnti
2. Liquidità differite	
3. Disponibilità (Rimanenze)	6. Passività consolidate
4. Attivo immobilizzato	7. Capitale netto

- **1.4.2. Conto Economico**

La riclassificazione del Conto Economico ha come obiettivo fondamentale quello di riallocare le voci di costi e ricavi, disaggregando il risultato d'esercizio fra le diverse aree gestionali che concorrono alla sua determinazione (area operativa caratteristica, accessoria, finanziaria, straordinaria e tributaria), in modo da evidenziare quanto abbiano contribuito alla formazione del risultato economico di periodo.

In sostanza, è dunque necessario depurare il risultato di periodo di tutti quei componenti non attinenti al core business dell'impresa, individuando i componenti reddituali di natura caratteristica e separandoli da quelli di tipo accessorio, finanziario e straordinario.

## RICLASSIFICAZIONE DEL CONTO ECONOMICO



I differenti schemi di riclassificazione del Conto Economico conducono tutti alla determinazione del reddito operativo caratteristico (ROC), detto anche margine operativo netto (MON).

Il reddito operativo caratteristico costituisce il risultato della gestione tipica dell'impresa e cioè la ricchezza generata o assorbita dal suo core business, a prescindere dalla politica finanziaria perseguita e da eventi di natura straordinaria.

Come si evince dal prospetto sopra riportato, i principali criteri di riclassificazione del Conto Economico sono:

1. *Conto economico a costo del venduto*, riclassificazione mediante la quale i costi e ricavi dell'area operativa vengono ordinati secondo un criterio per destinazione, anziché per natura, basandosi sulla suddivisione dei costi operativi in costi diretti e costi indiretti.

Tale tipo di criterio risulta più facilmente applicabile dall'analista interno, presentando invece maggiori difficoltà per l'analista esterno che spesso non dispone delle informazioni necessarie per la sua implementazione.

2. *Conto economico a valore aggiunto*, che si basa sulla suddivisione dei costi operativi tra costi relativi alle risorse esterne, e costi relativi alle risorse interne. Risulta utile per analisi riguardanti sia il profilo reddituale sia il profilo finanziario dell'impresa, permettendo di analizzare in che misura la gestione operativa abbia contribuito nell'esercizio a generare o assorbire liquidità all'interno dell'azienda.

Inoltre, in questo modo, oltre al ROC e all'EBIT, vengono individuati altri due margini:

- *Il valore aggiunto*
- *Il margine operativo lordo*

Il valore aggiunto rappresenta il valore incrementale che l'impresa, attraverso il proprio processo produttivo, è in grado di infondere ai propri prodotti e servizi rispetto a quello già contenuto nelle risorse reperite dall'esterno.

Il margine operativo lordo (MOL) o EBITDA rappresenta, invece, il reddito prima degli interessi, tasse, ammortamenti e accantonamenti. È un indicatore di redditività molto importante perché calcola il risultato economico della gestione senza considerare gli accantonamenti e gli ammortamenti, che sono costi che non producono alcuna uscita finanziaria e che possono risentire

delle politiche di bilancio attuate dalla Direzione dell'impresa.

3. *Conto economico a margine di contribuzione*, che si basa sulla suddivisione dei costi operativi in costi fissi e costi variabili, evidenziando quindi il contributo della gestione tipica alla copertura dei costi fissi stessi. Ne derivano perciò sia la sua utilità per analisi riguardanti il grado di elasticità/rigidità della struttura aziendale, sia la sua scarsa funzionalità in ambito di analisi dell'aspetto finanziario della gestione.

- **1.4.3. Rendiconto finanziario**

Il Rendiconto finanziario è il prospetto contabile che sintetizza i flussi finanziari di un'impresa in un dato periodo temporale.

La funzione cardine è quella di presentare le variazioni dei flussi finanziari (entrate o uscite di disponibilità liquide e mezzi equivalenti) avvenute nel corso dell'esercizio, distinguendo tali flussi a seconda che derivino dall'attività operativa, di investimento o di finanziamento.

Il Rendiconto finanziario, quindi, consente di ottenere:

- Informazioni dettagliate sulla struttura finanziaria dell'impresa, compresa la liquidità e la solvibilità. Infatti, in alcuni casi, le informazioni presentate nel Rendiconto finanziario non sono ricavabili, o immediatamente deducibili, dallo Stato Patrimoniale, dal Conto Economico o dalla Nota Integrativa;

- Informazioni aggiuntive che permettono di chiarire, da un punto di vista finanziario, le variazioni intervenute in alcune voci dello Stato Patrimoniale;
- Indicazioni significative circa l'ammontare, la tempistica e l'andamento ipotetico dei futuri flussi finanziari.

A fine esercizio, disponendo del bilancio, è possibile quindi, mediante il Rendiconto finanziario, analizzare il cash-flow per stabilire dove si genera e dove viene assorbita la liquidità aziendale, anche al fine di verificare se le risorse disponibili sono sufficienti per autofinanziare l'attività aziendale.

## *Capitolo secondo*

### ***2. L'ANALISI PER INDICI***

La ratio analysis si basa su una serie di indicatori ottenuti relazionando fra loro valori contenuti nei prospetti di Stato Patrimoniale e Conto Economico, opportunamente riclassificati dall'analista, con l'obiettivo di rappresentare sinteticamente lo "stato di salute" dell'impresa, osservato negli aspetti reddituale, patrimoniale e finanziario.

Gli indici, generalmente, sono calcolati nella forma di indici-quoziente, mediante la quale due distinti valori di bilancio vengono rapportati tra loro, determinando una grandezza relativa che si presta ad essere comparata sia nel tempo, permettendo di verificare il trend della gestione aziendale, che nello spazio, confrontando i valori con quelli assunti in altre aziende operanti nel medesimo settore, al fine di evidenziare gli scostamenti rispetto a un benchmark di riferimento.

Parallelamente agli indici-quoziente, vengono impiegati dall'analista anche gli indici-differenza o margini, che determinano valori assoluti. Tali indici, pur non consentendo comparazioni nel tempo e nello spazio, permettono di analizzare l'entità di un determinato aspetto gestionale, dando all'analista un'indicazione sul peso di quel valore sul complessivo andamento dell'impresa.

Risulta essenziale, però, che i vari indici vengano comparati tra loro e non siano considerati in un'accezione atomistica: un'accurata interpretazione dei valori, comprensiva di uno scrupoloso confronto, e una corretta contestualizzazione rispetto alla tipologia d'azienda in esame, permettono all'analista di ottenere un quadro più esaustivo sulla bontà delle performance di un'impresa, scopo dell'analisi.

## **2.1. L'ANALISI REDDITUALE**

A prescindere dalle scelte effettuate da ciascun analista nell'impostazione del proprio modello valutativo, nell'ambito degli indici di redditività sono essenziali: il ROE, indice primario di redditività generale, e il ROI, indice di redditività operativa.

Tali indicatori permettono di apprezzare la capacità di un'impresa di generare ricavi sufficienti alla copertura dei costi di gestione ed alla remunerazione del capitale investito.

- **2.1.1. ROE, Grado di indebitamento e TIGEC**

Il ROE, acronimo di Return on Equity, nonché capostipite degli indici di redditività, è dato dal rapporto tra utile netto e patrimonio netto.

$$ROE = \frac{Utile\ Netto}{Patrimonio\ Netto}$$

Detiene una funzione segnaletica fondamentale, poiché fornisce la misura del rendimento complessivo, al netto delle imposte, derivante dall'investimento nel capitale di rischio dell'impresa, evidenziando, quindi, la redditività per gli azionisti. In virtù di ciò, l'indice rappresenta uno dei

principali strumenti dei quali si avvale un investitore per decidere se investire nel capitale di quella determinata azienda.

Il ROE è dunque utile per due motivi fondamentali: innanzitutto consente di valutare il miglior investimento in termini di profittabilità, permettendo di confrontare quello in diverse aziende appartenenti allo stesso settore, per capire quale è la migliore generatrice di profitto. In secondo luogo, permette di confrontare l'investimento in un'azienda con altri investimenti privi di rischio, come ad esempio i titoli di Stato.

Per effettuare un'analisi più approfondita, con riferimento alle cause che hanno concorso alla formazione del ROE, il suo valore viene scomposto in altri fattori, essendo la risultante algebrica di quello assunto da altri tre indici:

- *ROI, che verrà approfondito in seguito;*
- *Grado di indebitamento “in forma indiretta”;*
- *Tasso di incidenza della gestione extra-caratteristica o T.I.G.E.C.;*

Il grado di indebitamento, dato dal rapporto tra capitale investito e capitale proprio, è un indicatore di tipo finanziario, tipicamente con valore maggiore di 1.

$$\text{Grado di indebitamento in forma indiretta} = \frac{\text{Capitale Investito (Tot. Attivo)}}{\text{Capitale Proprio}}$$

Se il grado di indebitamento aumenta nel tempo, significa che a parità di capitale investito, il capitale proprio che copre gli impieghi è diminuito, con conseguente aumento dell'indebitamento esterno.

Il grado di indebitamento può anche essere espresso “in forma diretta”, anche detto Leverage, pari al rapporto tra capitale di terzi e capitale proprio.

$$\textit{Grado di indebitamento "in forma diretta" o Leverage} = \frac{\textit{Capitale di Terzi}}{\textit{Capitale Proprio}}$$

Se tale indicatore presentasse un valore compreso tra zero e uno, il capitale proprio sarebbe maggiore di quello di terzi, quindi l'azienda risulterebbe molto solida sotto il profilo patrimoniale. Al contrario, se il valore iniziasse ad avvicinarsi a due, l'azienda inizierebbe a trovarsi in una situazione critica, dovuta ad una condizione di sottocapitalizzazione e di sostanziale dipendenza dal capitale di terzi.

Il TIGEC, invece, dato dal rapporto tra reddito netto e reddito operativo caratteristico, segnala il contributo fornito dalla gestione extra-caratteristica alla determinazione del risultato netto d'esercizio. È quasi sempre minore di 1, poiché il reddito netto è tipicamente minore del reddito operativo, in quanto al primo vengono sottratte le tasse e gli interessi passivi.

$$\textit{TIGEC} = \frac{\textit{Reddito Netto}}{\textit{Reddito Operativo Caratteristico}}$$

Più il TIGEC è elevato, minore è l'incidenza della gestione extra-caratteristica e minore sarà la divergenza tra utile netto e reddito operativo caratteristico.

- **2.1.2. ROI, ROA, ROS e Grado di rotazione del capitale investito**

Oltre al ROE, altro indice fondamentale nell'ambito dell'analisi reddituale è rappresentato dal ROI, acronimo di Return on Investments, calcolato come il rapporto tra il risultato operativo e il totale del capitale investito nell'azienda.

$$ROI = \frac{\text{Reddito Operativo}}{\text{Capitale Investito}}$$

Il confronto tra il risultato economico attinente alla gestione operativa e il complesso degli investimenti, siano essi finanziati con capitale di rischio o di credito, permette di valutare a quanto ammonta il rendimento che viene generato dal core business dell'impresa per gli investitori, sia soci che soggetti esterni interessati.

A seconda dell'obiettivo dell'analista, in merito alle grandezze da esaminare, possono essere considerate due configurazioni di reddito operativo:

- *Reddito Operativo Caratteristico (ROC o MON)*
- *Reddito Operativo Globale (ROG)*

L'analista, facendo riferimento alla prima configurazione, ottiene un dato concentrato sull'attività tipica dell'azienda, che evidenzia l'economicità della struttura organizzativa e produttiva volta allo svolgimento del suo core business, in quanto non include i componenti positivi e negativi di reddito attinenti alla gestione accessoria.

L'indicatore costruito sarà dunque il ROI caratteristico, frutto del rapporto tra ROC e capitale investito caratteristico, depurato degli investimenti di natura accessoria.

Nell'altra configurazione, invece, date le difficoltà, in particolar modo per l'analista esterno, nel distinguere costi, ricavi e investimenti di natura caratteristica da quelli di natura accessoria, per praticità di calcolo, si decide di impiegare al numeratore il ROG, comprensivo quindi anche del saldo della gestione accessoria, e al denominatore l'ammontare complessivo del capitale investito nell'azienda, pari dunque al totale dell'attivo.

L'indice così calcolato, il ROI globale, viene comunemente denominato ROA (Return on Assets) e ha solitamente una minore valenza informativa ai fini dell'analisi, in quanto consente di misurare la redditività dell'attività operativa e non la redditività dell'attività caratteristica in senso stretto dell'impresa.

$$ROA = \frac{\text{Reddito Operativo Globale (ROG)}}{\text{Capitale Investito Globale}}$$

Procedendo nell'analisi, al fine di esaminare i fattori primari che determinano il ROI, si può scomporre l'indice nel seguente modo, dove V è il totale dei ricavi di vendita:

$$ROI = RO/V * V/CI$$

Tale formula consente di distinguere due indicatori, nonché le due determinanti del ROI:

1. *ROS*, acronimo di *Return on Sales*, dato dal rapporto tra il risultato operativo e il totale dei ricavi di vendita. Esprime il tasso di rendimento delle vendite, misurando, nella sostanza, la percentuale di ricavi di vendita che residua dopo avere dedotto tutti i costi operativi.

Il valore di tale indice è funzione dei prezzi di vendita dei prodotti o servizi e del grado di efficienza operativa. Se i prezzi di vendita aumentano o i costi operativi diminuiscono si avrà un incremento della marginalità sul prodotto e quindi anche del ROS. Nel caso contrario, l'effetto sarà diametralmente opposto con un effetto depressivo sul ROI.

$$ROS = \frac{\text{Reddito Operativo caratteristico}}{\text{Ricavi Netti di Vendita}}$$

2. *Indice di rotazione del capitale investito*, o *capital turnover*, dato dal rapporto tra il valore delle vendite realizzate e il capitale investito. Misura la capacità dell'azienda di generare ricavi sulla base di un dato capitale investito, calcolando il numero delle volte in cui tale capitale viene recuperato mediante le vendite.

$$\text{Indice di Rotazione del Capitale Investito} = \frac{\text{Ricavi Netti di Vendita}}{\text{Capitale Investito}}$$

Spesso però, questi due indicatori operano in modo divergente nel processo di formazione del ROI: la massimizzazione di uno dei due, infatti, può produrre la riduzione dell'altro.

Se l'azienda intende massimizzare la marginalità sui singoli prodotti, con effetti positivi sul ROS, avrà più difficoltà a realizzare consistenti volumi di vendita, la rotazione del capitale potrebbe essere più lenta.

Viceversa, l'azienda, al fine di aumentare i propri volumi di vendita, potrebbe optare per la produzione di beni più standardizzati, a basso valore aggiunto, comportando però una redditività minore per unità di prodotto.

- **2.1.3. ROD e Leva Finanziaria**

Un altro importante indicatore, con cui viene confrontato il ROI, è rappresentato dal ROD, acronimo di Return on Debts. Tale indice esprime il rapporto tra gli oneri finanziari sostenuti dall'azienda e i debiti che li hanno generati, indicando il tasso medio di onerosità del capitale di terzi.

$$ROD = \frac{\text{Oneri Finanziari}}{\text{Capitale di Terzi}}$$

L'equilibrio economico dell'impresa è tanto più evidente quanto più il ROI risulta maggiore del ROD, cioè quanto più la redditività globale del capitale investito riesce a coprire il costo del capitale reperito da finanziatori esterni.

La contrapposizione che si rileva tra ROI e ROD permette all'azienda di acquisire elementi molto utili all'adozione di decisioni in merito alla propria struttura finanziaria. La scelta della struttura finanziaria costituisce una delle scelte più importanti per l'azienda, sia perché la modificazione delle fonti è in grado di generare effetti significativi sulla redditività aziendale, sia per la rigidità di alcune fonti di finanziamento che non possono essere modificate

in tempi brevi se non incidendo negativamente sul profilo reddituale e finanziario.

La redditività dei mezzi propri impiegati nell'impresa, espressa dal ROE, può essere evidenziata attraverso una relazione tra ROI, ROD e Grado di indebitamento. La suddetta relazione è sintetizzata nella formula seguente, dove  $\alpha$  è l'aliquota fiscale media applicata all'impresa:

$$\text{ROE} = \left[ \text{ROI} + (\text{ROI} - \text{ROD}) \frac{\text{CT}}{\text{CP}} \right] (1-\alpha)$$

Ricorrere all'indebitamento risulta conveniente quando il  $\text{ROI} > \text{ROD}$ , cioè quando il rendimento operativo dell'investimento è maggiore del costo dell'indebitamento: in tale circostanza, infatti, le risorse prese in prestito rendono di più rispetto a quanto costano. Se la differenza tra ROI e ROD è positiva, maggiore sarà il ricorso a finanziamenti esterni e, sfruttando l'“effetto leva”, maggiore sarà l'effetto moltiplicativo sul ROE. Più è alto, dunque, lo spread positivo tra ROI e ROD, maggiore sarà la redditività del capitale proprio.

In questo scenario la platea di finanziatori esterni sarà più incentivata a concedere prestiti all'azienda, poiché con lo sfruttamento dell'effetto leva e il conseguente rafforzamento dell'equilibrio economico, aumenterà anche la capacità dell'impresa di mantenersi solvibile a scadenza.

Come tutte le leve a disposizione, però, è bene non sfruttare al massimo lo spread potenziale e mantenere un certo livello di sicurezza.

Un improvviso aumento dei tassi bancari, o del costo della moneta, potrebbe provocare una situazione inversa in cui il ROI diventa minore del ROD, portando la leva finanziaria a funzionare in modo inverso, con un effetto negativo sul ROE.

L'aumento dell'indebitamento comporterebbe un peggioramento del rating dell'azienda, che si troverebbe ad avere una struttura finanziaria meno solida, con un conseguente aumento del rischio di insolvenza. Ciò comporterà quindi anche l'aumento dei tassi di interesse applicati dalla banca nei confronti dell'impresa, che dovranno remunerare questo maggiore rischio assunto dai finanziatori.

- **2.1.4. EBIT ed EBITDA**

L'EBITDA, acronimo di Earning Before Interests, Taxes, Depreciation and Amortization, è un indicatore di redditività che rappresenta l'utile prima di oneri finanziari, tasse, svalutazioni e ammortamenti.

$$\text{EBITDA} = \text{Valore della produzione} - \text{Costi delle materie prime} - \text{Costi dei servizi} - \text{Costi del personale} - \text{Costi di funzionamento}$$

L'EBIT invece, acronimo di Earnings Before Interests and Taxes, è il margine prodotto dall'attività senza considerare gli oneri finanziari e le imposte.

EBIT ed EBITDA devono necessariamente essere confrontati con la politica di indebitamento dell'azienda, poiché è frequente il caso di imprese che

vantano buone performance operative a seguito di importanti investimenti strutturali, effettuati indebitandosi ingentemente e sfruttando la leva finanziaria, e con ciò provocando però anche elevati interessi passivi che portano ad attenuare la maggiore redditività ottenuta.

## ***2.2. L'ANALISI PATRIMONIALE***

Una struttura patrimoniale solida consente all'impresa di fronteggiare gli eventi inattesi per il tempo necessario a ripristinare le condizioni di equilibrio economico indispensabili alla sua sopravvivenza. È pertanto essenziale che la struttura patrimoniale sia quanto più solida possibile e ben articolata sul piano della composizione qualitativa delle fonti e degli impieghi, costituendo un presupposto in grado di assicurare la sopravvivenza dell'impresa e la tutela dei finanziatori esterni.

L'analisi patrimoniale viene condotta mediante degli indici che vengono calcolati esclusivamente dallo Stato Patrimoniale riclassificato. Questa indagine deve però essere orientata in due direzioni:

*1. Un'analisi strettamente patrimoniale, che, secondo una prospettiva verticale, permette di effettuare, mediante l'impiego degli indici di composizione, un confronto tra le singole tipologie di attività con il complessivo valore degli impieghi, nella sezione dell'attivo, e tra altre singole tipologie di passività e netto con il complessivo valore delle fonti, nella sezione del passivo;*

2. *Un'analisi finanziaria*, che, secondo una prospettiva orizzontale, consente, attraverso l'utilizzo degli indici di correlazione, di evidenziare le modalità con cui le diverse fonti di finanziamento concorrono alla soddisfazione del complessivo fabbisogno finanziario dell'impresa.

- **2.2.1. Indici di composizione dell'attivo**

Gli indici di composizione dell'attivo sono essenziali per l'analista interessato ad esaminare la struttura patrimoniale dell'azienda dal lato degli investimenti, i due più rilevanti sono:

$$1. \text{ *Indice di rigidità degli impieghi* } = \frac{\text{Attivo Fisso}}{\text{Totale Impieghi}}$$

Assume un valore compreso tra zero ed uno e indica in che percentuale il totale dell'attivo è composto da attività che torneranno in forma liquida in un periodo superiore all'annualità. Esprime il grado di rigidità della struttura patrimoniale, con riferimento a fattori difficilmente sostituibili in periodi contenuti, e per questo è fondamentale saper designare la struttura più funzionale alle esigenze dell'azienda, ai fini di un intelligente uso della leva operativa e del reperimento delle risorse necessarie mediante i finanziamenti.

$$2. \text{ *Indice di elasticità degli impieghi* } = \frac{\text{Attivo Corrente}}{\text{Totale Impieghi}}$$

Il complemento del primo indice è dato dall'indice di elasticità degli impieghi, espressione della percentuale di attività correnti sul totale dell'attivo.

È indice della flessibilità dell'azienda e della rapidità con cui potrebbe sostituire, in modo economicamente efficiente, fattori produttivi divenuti meno funzionali.

- **2.2.2. Indici di composizione del passivo**

Gli indici di composizione del passivo consentono all'analista di esaminare le modalità con le quali si articolano, in termini sia qualitativi che quantitativi, le diverse fonti a cui l'impresa ha fatto ricorso per finanziare gli impieghi. Tra i più significativi vanno annoverati:

$$1. \text{ *Indice di autonomia finanziaria* } = \frac{\text{Capitale Proprio (Patrimonio Netto)}}{\text{Totale Fonti}}$$

Misura il grado di patrimonializzazione dell'impresa, nonché la quota degli impieghi che viene finanziata mediante il capitale proprio

La consistenza dei mezzi propri, infatti, è fondamentale sotto molteplici profili; in particolar modo, essa fornisce indicazioni sia circa il grado di fiducia che i soci attribuiscono alla loro attività, sia con riguardo al livello di tutela che l'impresa riconosce ai finanziatori esterni.

$$2. \text{ *Indice di dipendenza finanziaria* } = \frac{\text{Capitale di Terzi}}{\text{Totale Fonti}}$$

È il complemento ad uno dell'indice di autonomia finanziaria e misura il grado di indebitamento dell'impresa, quindi la sua dipendenza dal capitale di terzi, distinto in passività correnti e passività consolidate.

### **2.3. L'ANALISI FINANZIARIA**

La terza fase dell'indagine quantitativa è inerente agli aspetti finanziari della gestione, ossia alla mutevole relazione che si instaura nel tempo tra le risorse finanziarie da impiegare per consentire lo svolgimento dell'attività imprenditoriale e le fonti dalle quali tali risorse possono essere reperite.

- **2.3.1. Indici di struttura**

Una struttura finanziaria equilibrata richiede prima di tutto che l'attivo immobilizzato sia coperto da fonti di finanziamento di medio/lungo termine, soltanto l'eccedenza di quest'ultime rispetto all'attivo fisso può preservare l'azienda da situazioni di tensione finanziaria. Per misurare tale aspetto è essenziale il seguente indice di correlazione:

$$1. \text{ Quoziente secondario di struttura} = \frac{\text{Patrimonio Netto} + \text{Passività Consolidate}}{\text{Attivo Fisso}}$$

In generale dovrebbe essere non solo maggiore di uno, ma anche sufficientemente elevato da garantire la copertura di parte dell'attivo circolante.

Il quoziente secondario di struttura è solitamente integrato dal calcolo di un altro quoziente:

$$2. \text{ Quoziente primario di struttura} = \frac{\text{Patrimonio Netto}}{\text{Attivo Fisso}}$$

Se il valore assunto da tale indice risulta maggiore o uguale ad uno significa che l'impresa è in grado di finanziare l'attivo fisso ricorrendo soltanto ai mezzi propri, senza dunque ricorrere al capitale di terzi.

È raro però che si verifichi questo scenario, si tratterebbe di un'impresa considerevolmente solida e capitalizzata. Nella prassi, infatti, il valore risulta essere solitamente minore di uno.

- **2.3.2. Indici di liquidità**

Per valutare se l'azienda riesce a sostenere gli esborsi del breve termine tramite le risorse disponibili in forma liquida, con ulteriore riferimento anche a quelle realizzabili a vista, si ricorre ai seguenti indici:

$$1. \textit{Quoziente di disponibilità} = \frac{\textit{Attivo Corrente}}{\textit{Passivo Corrente}}$$

È necessario che tale indicatore, anche definito “current ratio” o “indice di liquidità generale”, assuma un valore maggiore di uno: ciò significherebbe che le attività correnti, liquidabili nel breve termine, sono pari o superiori alle passività esigibili nello stesso periodo, permettendo all'impresa di fare regolarmente fronte agli impegni finanziari di breve periodo.

Tuttavia, l'indicatore che fornisce la misura più esaustiva dell'effettiva liquidità aziendale è il quoziente secondario di tesoreria:

$$2. \textit{Quoziente secondario di tesoreria} = \frac{\textit{Liquidità Immediata} + \textit{Liquidità Differite}}{\textit{Passivo Corrente}}$$

In questo caso non viene considerato il magazzino, perché le rimanenze presentano una capacità solo parziale ad essere liquidate nel breve periodo.

Ancora più specifico del precedente è il quoziente primario di tesoreria:

$$3. \textit{Quoziente primario di tesoreria} = \frac{\textit{Liquidità Immediate}}{\textit{Passivo Corrente}}$$

Esprime la capacità dell'azienda di far fronte ai debiti di breve termine ricorrendo esclusivamente alle risorse liquide già disponibili.

Nel caso degli indici di correlazione, è possibile condurre l'analisi calcolando i suddetti indicatori sotto forma di indici-differenza (margini), anziché come quozienti. Tali margini sono utili per fornire all'analista un'ulteriore prospettiva d'esame, dal punto di vista della correlazione sia nell'aspetto della solidità che in quello della liquidità.

$$\textit{Margine primario di struttura} = \textit{Capitale Proprio} - \textit{Attivo Fisso}$$

$$\textit{Margine secondario di struttura} = (\textit{Capitale Proprio} + \textit{Passività Consolidate}) - \textit{Attivo Fisso}$$

$$\textit{Margine primario di tesoreria} = \textit{Liquidità immediate} - \textit{Passivo Corrente}$$

$$\textit{Margine secondario di tesoreria} = (\textit{Liquidità immediate} + \textit{Liquidità Differite}) - \textit{Passivo Corrente}$$

### **3. IL CASO ARISTON GROUP**



*“In tutto il mondo, il Gruppo Ariston è sinonimo di comfort, efficienza energetica e rispetto per l'ambiente, grazie ai suoi prodotti rinnovabili e ad alta efficienza, ai suoi impianti conformi agli standard produttivi più avanzati e agli eccellenti servizi di assistenza, pre e post-vendita. Il gruppo ha oggi una posizione di leadership nel mercato globale del comfort termico, per gli spazi residenziali e commerciali”.*

#### **3.1. LA MISSION**

- *“Il nostro obiettivo è garantire a tutti, in ogni angolo del mondo, soluzioni di grande qualità per il riscaldamento di acqua e ambienti, rispettando il pianeta”.*
- *“Essere il partner di riferimento globale con l’offerta più completa di soluzioni efficienti e sostenibili per il riscaldamento di acqua e ambienti”.*
- *“Essere in grado di capire e soddisfare i bisogni dei consumatori ovunque nel mondo, con marchi leader e un’ampia offerta di prodotti e servizi nei settori del comfort termico, dei bruciatori e dei componenti”.*

### 3.2. BILANCIO DEGLI ESERCIZI 2021 E 2022

Di seguito i prospetti di Stato Patrimoniale, Conto Economico e Rendiconto Finanziario degli esercizi 2021 e 2022, con valori riclassificati, essenziali per poter condurre l'analisi.

<b>ARISTON GROUP</b>		
<b>STATO PATRIMONIALE CONSOLIDATO</b>		
<b>AL 31 DICEMBRE 2022</b>		
(in milioni di euro)	<b>31/12/2022</b>	<b>31/12/2021</b>
<b>Attività</b>	<b>2</b>	<b>1</b>
<b>ATTIVITÀ NON CORRENTI</b>		
Attività immateriali		
<i>Avviamento</i>	312,7	294,8
<i>Altre attività immateriali</i>	129,9	113,0
<b>Totale attività immateriali</b>	<b>442,6</b>	<b>407,8</b>
Immobili, impianti e macchinari e altre attività materiali		
<i>Terreni e fabbricati</i>	173,3	161,9
<i>di cui: RoU</i>	47,4	40,5
<i>Impianti e macchinari</i>	110,8	104,5
<i>di cui: RoU</i>	1,6	1,3
<i>Altre attività materiali</i>	121,1	106,0
<i>di cui: RoU</i>	21,8	18,2
<b>Totale immobili, impianti e macchinari e altre att. materiali</b>	<b>405,1</b>	<b>372,4</b>
Partecipazioni in società collegate e joint venture	2,4	2,4
Attività fiscali differite	101,2	102,4
Attività finanziarie	6,1	5,2
Altre attività non correnti	7,0	6,4
Crediti tributari non correnti	2,1	1,2
<b>Totale attività non correnti</b>	<b>966,4</b>	<b>897,8</b>
<b>ATTIVITÀ CORRENTI</b>		
Rimanenze	476,8	382,0
Crediti commerciali	308,4	248,3
Crediti tributari	28,4	29,8
Attività finanziarie correnti	47,1	10,8
Altre attività correnti	50,8	56,4
Disponibilità liquide e mezzi equivalenti	999,3	689,7
<b>Totale attività correnti</b>	<b>1.910,8</b>	<b>1.417,0</b>
<b>ATTIVITÀ DETENUTE PER LA VENDITA</b>	<b>1,3</b>	<b>2,3</b>
<b>TOTALE ATTIVITÀ</b>	<b>2.878,5</b>	<b>2.317,0</b>

(in milioni di euro)	31/12/2022	31/12/2021
<b>PASSIVITÀ E PATRIMONIO NETTO</b>		
<b>PATRIMONIO NETTO</b>		
Capitale sociale	46,1	46,0
Riserva da sovrapprezzo	313,3	293,7
Utili e perdite a nuovo e altre riserve	510,3	402,0
Risultato del periodo di pertinenza del Gruppo	140,3	136,5
<b>Patrimonio netto di pertinenza del Gruppo</b>	<b>1.010,0</b>	<b>878,3</b>
Capitale e riserve dei terzi	0.0	0
Risultato del periodo di pertinenza dei terzi	-0.2	0
<b>Patrimonio netto di pertinenza dei terzi</b>	<b>-0.2</b>	<b>0</b>
<b>Patrimonio Netto</b>	<b>1.012,2</b>	<b>878,1</b>
<b>PASSIVITÀ NON CORRENTI</b>		
Passività fiscali differite	61,8	50,8
Fondi rischi ed oneri non correnti	59,6	56,9
Benefici ai dipendenti	38,6	51,7
Finanziamenti non correnti	865,2	446,4
Altre passività non correnti	12,0	14,0
Debiti fiscali non correnti	1,8	7,8
<b>Totale passività non correnti</b>	<b>1.038,9</b>	<b>627,5</b>
<b>PASSIVITÀ CORRENTI</b>		
Debiti commerciali	481,4	477,2
Debiti tributari	53,0	45,1
Fondi rischi ed oneri correnti	36,2	33,5
Passività finanziarie correnti	49,7	46,1
Finanziamenti correnti	32,7	23,1
Altre passività correnti	174,5	186,3
<b>Totale passività correnti</b>	<b>827,4</b>	<b>811,3</b>
<b>PASSIVITÀ CORRELATE AD ATTIVITÀ DETENUTE PER LA VENDITA</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>TOTALE PASSIVITÀ E PATRIMONIO NETTO</b>	<b>2.878,5</b>	<b>2.317,0</b>

## ARISTON GROUP

## CONTO ECONOMICO CONSOLIDATO DELL'ESERCIZIO 2022

(in milioni di euro)	2022		2021	
<b>RICAVI E PROVENTI</b>				
Ricavi netti	2.378,8	100,0%	1.987,3	100,0%
Altri ricavi e proventi	42,7	1,8%	34,1	1,7%
<b>Ricavi e proventi</b>	<b>2.421,5</b>	<b>101,8%</b>	<b>2.021,5</b>	<b>101,7%</b>
<b>COSTI OPERATIVI</b>				
Variazione delle rimanenze	-93,7	-3,9%	-107,5	-5,4%
Materie prime, materiali di consumo e merci	1.243,3	52,3%	988,0	49,7%
Servizi	481,3	20,2%	433,1	21,8%
Personale	459,0	19,3%	412,3	20,7%
Ammortamenti	89,8	3,8%	75,8	3,8%
Accantonamenti	14,0	0,6%	19,7	1,0%
Svalutazioni	3,8	0,2%	1,7	0,1%
Altri costi operativi	30,4	1,3%	27,3	1,4%
<b>Costi Operativi</b>	<b>2.227,8</b>	<b>93,7%</b>	<b>1.850,3</b>	<b>93,1%</b>
<b>RISULTATO OPERATIVO</b>	<b>193,7</b>	<b>8,1%</b>	<b>171,2</b>	<b>8,6%</b>
<b>PROVENTI E (ONERI) FINANZIARI</b>				
Proventi finanziari	6,0	0,3%	4,5	0,2%
Oneri finanziari	-15,7	-0,7%	-12,4	-0,6%
Utili e perdite su cambi	-8,9	-0,4%	4,1	0,2%
<b>Proventi e oneri finanziari</b>	<b>-18,6</b>	<b>-0,8%</b>	<b>-3,9</b>	<b>-0,2%</b>
<b>PROVENTI E (ONERI) DA PARTECIPAZIONI</b>				
Proventi e oneri da partecipazioni	4,7	0,2%	-1,9	-0,1%
<b>UTILE (PERDITA) PRIMA DELLE IMPOSTE</b>	<b>179,8</b>	<b>7,6%</b>	<b>165,4</b>	<b>8,3%</b>
<b>IMPOSTE</b>	<b>39,5</b>	<b>1,7%</b>	<b>29,1</b>	<b>1,5%</b>
		<b>22,0%</b>		<b>17,6%</b>
<b>UTILE (PERDITA) ATTIVITÀ DI FUNZIONAMENTO</b>	<b>140,3</b>	<b>5,9%</b>	<b>136,3</b>	<b>6,9%</b>
<b>UTILE (PERDITA)</b>	<b>140,3</b>	<b>5,9%</b>	<b>136,3</b>	<b>6,9%</b>
Utile (perdita) di pertinenza dei terzi	0,1	0,0%	-0,2	0,0%
<b>Utile (perdita) di pertinenza del Gruppo</b>	<b>140,3</b>	<b>5,9%</b>	<b>136,5</b>	<b>6,9%</b>

**ARISTON GROUP**  
**RENDICONTO FINANZIARIO CONSOLIDATO 2022**

(in milioni di euro)	2022	2021
<b>CASH FLOW DA ATTIVITA' OPERATIVA</b>		
RISULTATO NETTO DEL PERIODO	140,3	136,3
Imposte	39,5	29,1
Proventi e oneri finanziari da attività di finanziamento/investimento	13,9	5,8
Ammortamenti, esclusi Right of Use	64,4	54,5
Ammortamenti Right of Use	25,4	21,3
Accantonamenti	14,0	19,7
Altre rettifiche	3,8	1,7
<b>CASH FLOW OPERATIVO LORDO</b>	<b>301,2</b>	<b>268,3</b>
Variazione crediti commerciali	-21,2	-17,5
Variazione rimanenze	-67,6	-108,1
Variazione debiti commerciali	-27,0	112,3
Variazione altre attività/passività a breve	-3,4	-11,5
Variazione fondi	-15,6	-13,5
Imposte pagate	-35,4	-39,5
<b>+ CASH FLOW OPERATIVO NETTO</b>	<b>130,9</b>	<b>190,7</b>
<b>CASH FLOW DA ATTIVITA' DI INVESTIMENTO</b>		
Investimenti in immobilizzazioni immateriali	-21,0	-19,1
Investimenti in immobilizzazioni materiali	-57,6	-59,0
Aggregazioni aziendali	-23,9	0,0
Investimenti in immobilizzazioni finanziarie	-30,3	-8,1
Variazione area di consolidamento	-1,9	0,0
Valore immobilizzazioni cedute	0,9	1,4
<b>+ CASH FLOW DA ATTIVITA' DI INVESTIMENTO</b>	<b>-133,8</b>	<b>-84,7</b>
<b>CASH FLOW DA ATTIVITA' DI FINANZIAMENTO</b>		
Oneri finanziari corrisposti	-7,4	-4,4
Proventi finanziari incassati	5,0	4,1
Oneri finanziari applicazione IFRS 16	-1,9	-1,4
Altri incrementi(decrementi) di liquidità classificati come attività di finanziamento	-8,9	-10,2
Incremento/decrement debiti finanziari a breve termine	6,4	-2,5
Nuovi finanziamenti	450,5	205,2
Rimborso finanziamenti	-62,8	-334,7
Dividendi	-46,4	-48,3
Aumento/distribuzione capitale e riserve	0,0	0,0
Emissione di azioni ordinarie	0,0	294,0
Acquisto/cessione di azioni proprie	-12,5	0,0
<b>+ CASH FLOW DA ATTIVITA' DI FINANZIAMENTO</b>	<b>322,1</b>	<b>101,9</b>
<b>= CASH FLOW NETTO DA ATTIVITA' DI FUNZIONAMENTO</b>	<b>319,3</b>	<b>207,8</b>
<b>+ CASH FLOW NETTO "DISCONTINUED OPERATIONS"</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
<b>= CASH FLOW NETTO TOTALE</b>	<b>319,3</b>	<b>207,8</b>
<b>+ Effetto delle variazioni dei tassi di cambio</b>	<b>2,8</b>	<b>16,9</b>
<b>= VARIAZIONE TOTALE DELLE DISPONIBILITA' LIQUIDE</b>	<b>322,0</b>	<b>224,8</b>
<b>+ DISPONIBILITA' LIQUIDE A INIZIO PERIODO</b>	<b>655,5</b>	<b>430,7</b>
<b>= DISPONIBILITA' LIQUIDE A FINE PERIODO</b>	<b>977,5</b>	<b>655,5</b>

Voci di bilancio	2018	2019	2020	2021	2022
<b>Stato Patrimoniale</b>					
Totale attivita' non correnti	732,487	844,357	808,177	900,100	967,800
Totale attivita' correnti	833,686	891,148	1004,922	1417,000	1910,800
Totale attivo	1566,173	1735,505	1813,099	2317,100	2878,600
Totale passivita' non correnti	547,282	612,471	572,392	618,600	1038,900
Totale passivita' correnti	554,971	600,551	794,190	820,400	827,500
Totale patrimonio netto	463,920	522,483	446,517	878,100	1012,200
Totale Passivo	1566,173	1735,505	1813,099	2317,100	2878,600

<b>Conto Economico</b>					
Totale ricavi	1648,296	1732,046	1691,847	2021,500	2421,500
EBITDA	217,879	224,404	246,039	268,300	301,200
Risultato operativo	126,763	134,461	149,083	171,200	193,600
Utile ante imposte	110,574	125,800	131,914	165,500	179,700
Risultato netto di competenza del Gruppo	81,572	89,018	96,687	136,600	140,100

### 3.3. VALUTAZIONE DELLE PERFORMANCE

#### RISULTATI DELL'ESERCIZIO 2022

- **Ricavi netti a 2.379 milioni di euro**, in aumento del 19,7% rispetto al 2021
- **EBIT adjusted a 223 milioni di euro**, in crescita del 9,4% rispetto al 2021
- **Utile netto di 140 milioni di euro**, in crescita del 2,9% rispetto al 2021
- **Free cash flow a 63 milioni di euro**, contro gli 88 del 2021
- **Posizione finanziaria netta<sup>1</sup> positiva (cash) a 60 milioni di euro a fine anno**, rispetto a 149 milioni di euro di cash al 31 dicembre 2021.
- **Proposta di dividendo di 13 centesimi di euro per azione**, pari a un pay-out del 34% sull'utile netto consolidato.

*“Un eccellente quarto trimestre per Ariston Group porta i ricavi e l’EBIT dell’esercizio a livelli record”.*

I ricavi netti, infatti, sono stati pari a 2.378,8 milioni di euro, con una crescita del 19,7% rispetto ai 1.987,3 milioni di euro registrati nel 2021.

L'EBITDA si è attestato a 283,5 milioni di euro, in crescita del 14,8% rispetto ai 246,9 milioni di euro dell'anno precedente, mentre l'EBIT si è attestato a 193,7 milioni di euro, in aumento del 13,2% rispetto ai 171,2 milioni di euro del 2021.

L'utile netto dell'anno, infine, ha raggiunto 140,3 milioni di euro, il 2,9% in più rispetto ai 136,3 milioni di euro del 2021. L'aliquota fiscale consolidata corrispondente è stata del 22,0%, contro il 17,6% insolitamente basso dell'anno precedente, conseguenza di un beneficio fiscale una tantum.

- **3.3.1. Analisi di redditività**

I valori assunti dagli indici di redditività evidenziano un peggioramento della situazione economica dell'impresa, sia nell'ottica della redditività netta che in quella della redditività operativa.

Partendo dalla prima, misurata attraverso il calcolo del Return on Equity, è possibile osservare come il valore assunto da tale indicatore abbia andamento decrescente. Dal 15,55% del 2021, infatti, si passa ad un 13,87% del 2022, dato ben lontano dal 21,65% del 2020.

<b>ROE (Return on Equity)</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>
<i>Reddito Netto</i>	96,7	136,6	140,1
<i>Patrimonio Netto</i>	446,5	878,1	1012,2
<b>ROE</b>	<b>21,65%</b>	<b>15,55%</b>	<b>13,87%</b>

Il fattore che concorre alla riduzione del ROE, in questo caso, non è il reddito netto, tra l'altro in aumento rispetto agli anni precedenti, ma il patrimonio netto che figura al denominatore, più che raddoppiato se si confronta il valore del 2022, pari a 1.012,2, con quello del 2020, pari a 446,5. Tale incremento è in particolar modo dovuto alla quotazione in Borsa, avvenuta nel novembre 2021, mediante la quale Ariston Group ha potuto raccogliere capitale per sostenere e cercare di sviluppare ulteriormente la crescita.

Tuttavia, la redditività per gli azionisti, misurata proprio attraverso il ROE, risulta ancora più che soddisfacente, nonostante il valore dell'indice sia in decrescita.

Passando invece alla redditività dell'area operativa, misurata attraverso il calcolo del Return on Investment, è possibile osservare come, Ariston Group abbia peggiorato la capacità di sfruttamento del capitale operativo: il ROI infatti mostra, nel corso del triennio considerato, un andamento tendenzialmente decrescente, che, dal 2020 al 2022, ha comportato la perdita di quasi 4 punti percentuali.

<b><i>ROI (Return on Investments)</i></b>	<b><i>2020</i></b>	<b><i>2021</i></b>	<b><i>2022</i></b>
<i>Reddito Operativo Caratteristico</i>	149,1	171,2	193,7
<i>Capitale Investito Caratteristico</i>	595,3	693,3	913,3
<b><i>ROI</i></b>	<b><i>25,04%</i></b>	<b><i>24,69%</i></b>	<b><i>21,20%</i></b>

Per di più, il valore assunto dal ROA, molto distante da quello del ROI caratteristico, segnala un evidente scostamento della redditività dell'intero capitale investito rispetto alla redditività del solo capitale investito caratteristico.

<b><i>ROA (Return on Assets)</i></b>	<b><i>2020</i></b>	<b><i>2021</i></b>	<b><i>2022</i></b>
<i>ROG o EBIT</i>	149,1	171,2	193,7
<i>Capitale Investito Globale</i>	1813,1	2317,1	2878,6
<b><i>ROA</i></b>	<b><i>8,22%</i></b>	<b><i>7,39%</i></b>	<b><i>6,72%</i></b>

Ampliando l'analisi attraverso il calcolo degli indici che compongono il ROI, è possibile approfondire le cause di tale decremento.

Nello specifico, il ROS tende a ridursi lievemente negli anni, dall'8,81% del 2020 all'8% del 2022, mostrando una riduzione della redditività delle vendite e dell'efficienza produttiva.

<b>ROS (Return on Sales)</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>
<i>Reddito Operativo Caratteristico</i>	149,1	171,2	193,6
<i>Ricavi Netti di Vendita</i>	1691,8	2021,5	2421,5
<b>ROS</b>	<b>8,81%</b>	<b>8,47%</b>	<b>8%</b>

Analogamente, l'indice di rotazione del capitale investito, anche detto capital turnover, si attesta su valori relativamente simili nei tre anni: il valore assunto nel 2022, ad esempio, mostra che i mezzi investiti nella gestione caratteristica ritornano in forma liquida mediamente 2,65 volte in un anno.

<b>Capital Turnover</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>
<i>Ricavi Netti di Vendita</i>	1691,8	2021,5	2421,5
<i>Capitale Investito Caratteristico</i>	595,3	693,3	913,3
<b>Capital Turnover</b>	<b>2,84</b>	<b>2,92</b>	<b>2,65</b>

Dall'andamento di questi due indicatori è possibile comprendere come, dietro il peggioramento della redditività operativa, si celi non soltanto un decremento dell'efficienza produttiva, registrata dal ROS, ma anche un decremento della produttività del capitale investito, rilevato dal Capital Turnover.

Infine, il tasso di incidenza della gestione extra-caratteristica evidenzia come gli oneri accessori e finanziari, in particolar modo negli ultimi due anni, non assorbano una quota rilevante del risultato operativo, essendo il valore dell'indice sufficientemente vicino ad 1.

<b>TIGEC</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>
<i>Reddito Netto</i>	96,7	136,6	140,1
<i>Reddito Operativo Caratteristico</i>	149,1	171,2	193,6
<b>TIGEC</b>	<b>0,65</b>	<b>0,80</b>	<b>0,72</b>

Nonostante l'andamento decrescente degli indici presi in esame, è doveroso sottolineare che gli anni considerati evidenziano in ogni caso una redditività del capitale proprio e del capitale investito molto elevate, con risultati particolarmente apprezzabili. La situazione dal punto di vista reddituale appare dunque più che virtuosa.

- **3.3.2. Analisi patrimoniale e di solidità**

Dal punto di vista patrimoniale, occorre muovere l'analisi in due direzioni: la prima orientata all'esame della composizione dell'attivo, la seconda, parallelamente, orientata a quello della composizione del passivo.

Con riguardo alla componente attiva, l'indice di elasticità degli impieghi evidenzia la presenza di una struttura patrimoniale prevalentemente elastica, con il valore dell'indicatore pari a 0,664, in aumento rispetto alle annualità precedenti.

Ciò significa che il 66,4% dell'attivo di Ariston Group è composto da attività correnti, di breve scadenza, a fronte di un 33,6% di attività immobilizzate, rappresentate da componenti attive destinate a rimanere in azienda per un periodo superiore all'annualità.

Tale andamento può essere indice della scelta del management di optare per una struttura più flessibile, in grado di adeguarsi rapidamente, efficientemente ed efficacemente agli improvvisi cambiamenti determinati dall'ambiente esterno.

<i>Indice di rigidità degli impieghi</i>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>
<i>Attivo Fisso</i>	808,2	900,1	967,8
<i>Totale Impieghi</i>	1813,1	2317,1	2878,6
<i>Indice di rigidità degli impieghi</i>	<b>0,446</b>	<b>0,388</b>	<b>0,336</b>

<i>Indice di elasticità degli impieghi</i>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>
<i>Attivo Corrente</i>	1004,9	1417	1910,8
<i>Totale Impieghi</i>	1813,1	2317,1	2878,6
<i>Indice di elasticità degli impieghi</i>	<b>0,554</b>	<b>0,612</b>	<b>0,664</b>

Dal punto di vista delle fonti, invece, l'indice di autonomia finanziaria segnala uno scenario da tenere sotto controllo, a causa della vicinanza del valore dell'indicatore, pari a 0,352 nel 2022, alla soglia dello 0,33 per cui un'azienda può essere definita fortemente sottocapitalizzata. Si evidenzia che, sotto il profilo in esame, la situazione di Ariston Group è migliorata rispetto al 2020, anche per effetto del processo di quotazione e del conseguente ingresso in Borsa.

<b><i>Indice di autonomia finanziaria</i></b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>
<i>Capitale Proprio</i>	446,5	878,1	1012,2
<i>Totale Fonti</i>	1813,1	2317,1	2878,6
<b><i>Indice di autonomia finanziaria</i></b>	<b>0,246</b>	<b>0,379</b>	<b>0.352</b>

<b><i>Indice di dipendenza finanziaria</i></b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>
<i>Capitale di Terzi</i>	1366,6	1439	1866,4
<i>Totale Fonti</i>	1813,1	2317,1	2878,6
<b><i>Indice di dipendenza finanziaria</i></b>	<b>0,754</b>	<b>0,621</b>	<b>0,648</b>

Nonostante la condizione di autonomia finanziaria non sia ottimale, con un 64,8% delle fonti rappresentato dal capitale di terzi, dal punto di vista della solidità e della copertura dell'attivo fisso, Ariston Group presenta una situazione apprezzabile: limitando l'analisi all'esame del quoziente primario di struttura, è possibile osservare come, nel 2022, l'impresa riesca a coprire interamente l'attivo fisso con il capitale proprio, senza dover ricorrere all'indebitamento di medio-lungo termine.

<b><i>Quoziente primario di struttura</i></b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>
<i>Capitale Proprio</i>	446,5	878,1	1012,2
<i>Attivo Fisso</i>	808,2	900,1	967,8
<b><i>Quoziente primario di struttura</i></b>	<b>0,552</b>	<b>0,976</b>	<b>1,046</b>

<b><i>Quoziente secondario di struttura</i></b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>
<i>Capitale Proprio + Pass. Cons.</i>	1018,9	1496,7	2051,1
<i>Attivo Fisso</i>	808,2	900,1	967,8
<b><i>Quoziente secondario di struttura</i></b>	<b>1,261</b>	<b>1,663</b>	<b>2,119</b>

- **3.3.3. Analisi di liquidità**

Dal punto di vista della liquidità, occorre tener presente che, un quoziente di disponibilità maggiore di 1 indica che le passività di breve termine sono adeguatamente garantite dalle attività correnti. In merito, Ariston Group si presenta in una condizione eccellente, in particolar modo nell'ultimo anno, con il quoziente di disponibilità che assume un valore pari a 2,309, superiore anche al valore di 2, ritenuto ottimale.

<b>Quoziente di disponibilità</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>
<i>Attivo Corrente</i>	1004,9	1417	1910,8
<i>Passivo Corrente</i>	794,2	820,4	827,5
<b>Quoziente di disponibilità</b>	<b>1,265</b>	<b>1,727</b>	<b>2,309</b>

Si reputa comunque necessario approfondire ulteriormente l'analisi, ricordando che all'interno dell'attivo corrente sono presenti anche le rimanenze, che potenzialmente presentano una capacità solo parziale di essere liquidate nel breve termine.

Occorre quindi passare all'esame del quoziente primario di tesoreria, che, sempre nel 2022, assume un valore pari a 1,58. L'indice evidenzia la capacità dell'azienda di poter coprire la totalità delle passività correnti con le sole liquidità immediate, confermando l'elevata liquidità e l'ottima condizione di salute finanziaria di Ariston Group.

## **CONCLUSIONI**

*I risultati ottenuti attraverso l'analisi finanziaria evidenziano la bontà delle performance conseguite da Ariston Group, nonché il suo apprezzabile “stato di salute”, con particolare riferimento ai risultati ottenuti in ambito economico-finanziario e alla solidità mostrata in ottica patrimoniale.*

*Ariston Group si conferma sempre di più “un leader globale nelle soluzioni rinnovabili e ad alta efficienza per il riscaldamento dell'acqua e degli ambienti, nei componenti e nei bruciatori”.*

*Nel 2022 il Gruppo ha registrato un fatturato di circa 2,4 miliardi di euro; può contare, a seguito dell'acquisizione di Centrotec Climate Systems a gennaio 2023, oltre 10.000 dipendenti, uffici di rappresentanza in 43 Paesi, 31 siti produttivi e 30 centri di ricerca e sviluppo in 5 continenti.*

*È quotata su Euronext Milan da novembre 2021; tale scelta sta fornendo ulteriore flessibilità strategica per affrontare gli obiettivi di crescita futuri, migliorandone al contempo il profilo e il riconoscimento del marchio.*

*Si distingue, infine, anche per il continuo investimento nell'innovazione tecnologica, nella digitalizzazione e in avanzati sistemi di connettività, dimostrando anche il suo impegno nella direzione della sostenibilità attraverso lo sviluppo di soluzioni rinnovabili e ad alta efficienza.*

## ***BIBLIOGRAFIA E SITOGRAFIA***

*Paolucci Guido; Analisi di bilancio e finanziaria. Logica finalità e modalità applicative. Quinta edizione, 2021, FrancoAngeli Editore.*

*Menicucci Elisa; Casi ed applicazioni di analisi di bilancio. Terza edizione, 2021, FrancoAngeli Editore.*

*Teodori Claudio; Analisi di bilancio. Finalità, caratteristiche, interpretazione. Quarta edizione, 2022, Giappichelli Editore – Torino.*

[Bilanci \(aristongroup.com\)](#)

[4417 Annual Report 2022 Ariston Group.pdf](#)

[4415 Company Report 2022 Ariston Group.pdf](#)

[2023-03-02 Ariston FY 2022 Press Release IT.pdf](#)

[Dati di bilancio Ariston Holding - Evaluation.it](#)

[Ariston Holding: profilo, dati di bilancio e strategia della matricola dell'Euronext Milan \(soldionline.it\)](#)

[Analisi per flussi \(meliusform.it\)](#)

[Tutti i segreti del tuo bilancio. Scopri gli indici - Cerved](#)