



UNIVERSITÀ POLITECNICA DELLE MARCHE
FACOLTÀ DI ECONOMIA “GIORGIO FUÀ”

Corso di Laurea triennale in
Economia e Commercio

***L’analisi di bilancio: il caso pratico di Angelini
Industries***

***THE FINANCIAL SYSTEM ANALYSIS: THE
REAL CASE OF ANGELINI INDUSTRIES***

Relatore:

Rapporto Finale di:

Anno Accademico 2024/2025

INDICE

INDICE.....	2
INTRODUZIONE.....	3
1. L’analisi di bilancio: definizione e obiettivi.....	5
1.1. La classificazione dell’analisi di bilancio.....	5
1.2. Le fasi dell’analisi di bilancio.....	7
2. La riclassificazione del bilancio.....	9
2.1. La riclassificazione dello Stato Patrimoniale.....	9
2.2. La riclassificazione del Conto Economico.....	12
3. L’analisi per indici.....	17
3.1. L’analisi reddituale.....	17
3.2. L’analisi patrimoniale.....	20
3.3. L’analisi finanziaria.....	22
4. IL CASO REALE: ANGELINI INDUSTRIES.....	27
4.1. La storia dell’Angelini Industries.....	27
4.2. Il bilancio d’esercizio di Angelini Industries.....	28
4.2.1. Il Conto Economico Riclassificato.....	29
4.2.2. Lo Stato Patrimoniale Riclassificato.....	29
4.3. La valutazione di alcuni indici di bilancio.....	30
BIBLIOGRAFIA E SITOGRAFIA.....	35
RINGRAZIAMENTI.....	36

INTRODUZIONE

Con il presente lavoro di Tesi ci si pone l'obiettivo di illustrare un sistema di analisi fondato sui valori di bilancio, prendendo come esempio il Gruppo Angelini Industries, una realtà aziendale d'eccellenza nel campo farmaceutico, presente con dodici stabilimenti produttivi in tutto il mondo, sei dei quali ubicati in Italia.

La Relazione è articolata in quattro capitoli.

Nel Primo Capitolo affronteremo gli aspetti teorici generali riguardanti il bilancio d'esercizio, approfondendo cos'è, quali sono i suoi obiettivi, le varie tipologie di analisi e le fasi in cui esse si articolano.

Nel Secondo Capitolo ci concentreremo sulla riclassificazione dei prospetti di Stato Patrimoniale e di Conto Economico, individuando i vari criteri di classificazione per ognuno dei due documenti contabili.

Nel Terzo Capitolo tratteremo gli indici di bilancio, suddividendoli in base alle tre tipologie di analisi: reddituale, patrimoniale e finanziaria.

Infine, nel Quarto Capitolo cercheremo di applicare i concetti teorici ad un caso reale, quello del Gruppo Angelini Industries, multinazionale italiana operante nel settore farmaceutico, nell'area della salute e del benessere, ma operativa anche nella realizzazione di prodotti di largo consumo, nella meccanica, nel vitivinicolo e nei profumi. Dall'analisi del caso Angelini si evince come la maggior parte dei principali indici di natura reddituale, patrimoniale e finanziaria, siano nel periodo di osservazione in miglioramento e dimostrino la solidità patrimoniale e finanziaria del gruppo a livello consolidato.

La motivazione che mi ha portata a sviluppare la presente Tesi è stato il desiderio di approfondire la comprensione dello stato di salute di

un'azienda, con lo scopo di ottenere una visione completa delle sue performance economiche, patrimoniali e finanziarie.

Capitolo Primo

L'ANALISI DI BILANCIO: DEFINIZIONE E OBIETTIVI

L'analisi di bilancio si può definire come una procedura di lettura critica e interpretazione dei bilanci e di altre informazioni complementari, basata su un insieme di tecniche codificate, sull'abilità, sull'esperienza e sull'intuito dei soggetti che la eseguono, al fine di ottenere elementi di valutazione utili per l'espressione di un giudizio sullo “stato di salute” di una data realtà economico-aziendale, così che tutti coloro che si interfacceranno con l'azienda stessa possano prendere decisioni informate e consapevoli.

Gli aspetti della gestione aziendale oggetto di indagine sono:

- Aspetto economico: capacità dell'impresa di raggiungere e di mantenere l'equilibrio economico, cioè di generare dei risultati economici soddisfacenti che siano in grado di remunerare tutti i fattori produttivi impiegati per lo svolgimento dell'attività;
- Aspetto patrimoniale: capacità dell'impresa di raggiungere un sostanziale equilibrio tra gli impieghi e le fonti di finanziamento;
- Aspetto finanziario: capacità dell'impresa di produrre flussi di liquidità in entrata in grado di far fronte a flussi di liquidità in uscita.

Grazie a questa analisi, è possibile valutare la performance passata, indagare il futuro ed identificare delle eventuali aree di miglioramento.

1.1. LA CLASSIFICAZIONE DELL'ANALISI DI BILANCIO

→ In base alle tecniche impiegate:

1. Analisi statica: è denominata anche analisi per indici o ratio analysis, si basa sul calcolo di una serie di indicatori ottenuti relazionando tra loro le grandezze dedotte dallo Stato Patrimoniale

e dal Conto Economico. Tali indicatori possono assumere le due diverse configurazioni di indici-quotiente e indici-differenza (o “margini”), a seconda che nascano dal rapporto o dalla sottrazione tra le due quantità.

Le principali tipologie di indici di bilancio sono:

- Indici di composizione, anche detti indici verticali, che confrontano tra loro le classi di valori e i corrispondenti totali di Conto Economico o di Stato Patrimoniale;
 - Indici di situazione o di correlazione, anche detti indici orizzontali, che confrontano tra loro i valori provenienti da “sezioni” contrapposte di uno stesso documento del bilancio;
 - Indici operativi, che confrontano le classi di valori provenienti da diversi documenti del bilancio;
 - Indici di andamento, che confrontano tra loro i valori provenienti da successivi bilanci di una medesima azienda.
2. Analisi dinamica: è denominata anche analisi per flussi e si sostanzia nella redazione, lettura e interpretazione del Rendiconto Finanziario.

→ In base alla posizione dell'analista:

1. Analisi interna: viene svolta direttamente da soggetti inquadrati all'interno della struttura organizzativa aziendale, per “fare il punto della situazione” oppure per impostare futuri piani di azione.
È uno strumento solitamente impiegato dal Management per ottenere informazioni a supporto delle decisioni;
2. Analisi esterna: viene realizzata da soggetti terzi rispetto all'azienda da valutare, i cosiddetti *stakeholders*, i quali hanno interessi diversi e non necessariamente collegati allo scopo

dell'azienda e che, per motivazioni diverse, intendono approfondire le proprie conoscenze con riguardo alle performance dell'azienda stessa o, più in generale, riguardo al suo “stato di salute” economico, patrimoniale e finanziario.

→ In base all'orizzonte temporale di riferimento dei dati:

1. Analisi storica: l'indagine si concentra sui bilanci d'esercizio che contengono dati consuntivi, permettendo all'analista di avere una maggiore conoscenza sui fatti aziendali già accaduti;
2. Analisi prospettica: è un'analisi che utilizza come dati di partenza quelli contenuti in bilanci di tipo previsionale, consentendo all'analista di ottenere elementi di valutazione sul probabile andamento della gestione futura.

Tra le due analisi vi è un nesso di complementarietà e questo significa che assumono significato soltanto se vengono confrontate tra loro, in modo che diano un quadro complessivo di andamento nel tempo.

1.2. LE FASI DELL'ANALISI DI BILANCIO

L'Analisi di bilancio è un processo articolato in 4 fasi:

- I. Interpretazione dei dati contenuti nel bilancio: in questa fase l'analista effettua una lettura critica e preliminare dei dati di bilancio per valutare la reale portata informativa dei dati, in termini di completezza e di affidabilità. Nel concreto, le principali operazioni che l'analista dovrebbe compiere prima di passare alla riclassificazione sono:

- La lettura dei prospetti di Stato Patrimoniale (SP) e di Conto Economico (CE), della Nota Integrativa e del Rendiconto Finanziario;
 - L'individuazione e l'analisi delle principali variazioni intervenute nelle singole voci di bilancio rispetto agli esercizi precedenti;
 - L'analisi dei criteri di valutazione adottati dal redattore del bilancio;
 - L'individuazione delle operazioni straordinarie verificatesi durante l'anno e degli effetti che esse hanno prodotto sui conti dell'impresa.
- II. Riclassificazione dei prospetti: in questa fase bisogna riaggregare e riallocare le voci contenute nei prospetti di SP e CE secondo criteri coerenti con gli obiettivi perseguiti e in maniera funzionale al calcolo degli indici;
 - III. Elaborazione degli indici: gli indici calcolati sono utili per individuare eventuali aree di debolezza, valutare le politiche aziendali e le strategie;
 - IV. Interpretazione dei risultati ottenuti: da effettuare anche attraverso un confronto temporale e settoriale;
 - V. Redazione della relazione di analisi: formulazione da parte dell'analista di una valutazione critica e di un giudizio complessivo.

Capitolo Secondo

LA RICLASSIFICAZIONE DEL BILANCIO

La riclassificazione è un'operazione fondamentale nell'analisi finanziaria di un'azienda. Dal punto di vista pratico, significa riorganizzare le voci dello Stato Patrimoniale e del Conto Economico secondo criteri specifici, al fine di evidenziare gli aggregati di valori significativi, cioè mettere in evidenza le voci tra loro omogenee.

La riclassificazione avviene secondo criteri e schemi ben precisi, che tengono conto delle esigenze dell'analisi.

2.1. LA RICLASSIFICAZIONE DELLO STATO PATRIMONIALE

Lo Stato Patrimoniale è un documento redatto secondo l'art. 2424 del Codice Civile ed evidenzia la situazione patrimoniale dell'impresa in un dato istante. Il modello adottato dal Codice Civile consente però solo in parte di effettuare un'analisi svolta all'espressione di un giudizio sullo stato di salute economico-finanziaria dell'impresa. Proprio per poter disporre di una chiave di lettura diversa rispetto a quella adottata dal legislatore viene effettuata la riclassificazione, che permette di individuare le grandezze economiche alla base del calcolo degli indici prescelti.

Esistono due principali criteri di riclassificazione dello Stato Patrimoniale: il criterio funzionale o di pertinenza gestionale e il criterio finanziario.

→ Criterio funzionale: fa riferimento ad una logica ispirata al principio della pertinenza gestionale, che riorganizza le voci dello Stato Patrimoniale ripartendole in classi omogenee a seconda della loro pertinenza alle diverse aree nelle quali la gestione aziendale è astrattamente scomponibile:

- Area operativa: relativa alle operazioni di gestione che riguardano lo svolgimento dell'attività tipica (*core business*) dell'impresa;
- Area accessoria o extra-caratteristica: fa riferimento agli elementi del patrimonio relativi allo svolgimento di attività complementari, non strettamente riferibili all'area caratteristica;
- Area finanziaria: attiene alle operazioni mediante le quali l'impresa reperisce sul mercato i mezzi necessari allo svolgimento della gestione a titolo di capitale di debito;
- Area straordinaria: riguarda operazioni aventi carattere eccezionale, atipico o non ripetibile nel tempo, in quanto non riconducibili alla gestione operativa;
- Area tributaria: accoglie gli elementi patrimoniali che si generano dai rapporti intrattenuti tra l'impresa e l'Amministrazione finanziaria.

Lo Stato Patrimoniale riclassificato con il criterio funzionale assume quindi una struttura a zone che permette all'analista di soffermarsi sull'andamento e sulle componenti della gestione operativa caratteristica, separandole dalle componenti della gestione extra-caratteristica.

→ Criterio finanziario: è basato sul concetto della coincidenza fra la durata del ciclo operativo aziendale e l'anno solare. Le voci contenute nel prospetto civilistico vengono riclassificate secondo il criterio della liquidità per le attività e dell'esigibilità per le passività.

Le attività sono ordinate in relazione alla loro capacità di essere trasformate di nuovo in forma liquida, mentre le passività vengono ordinate in ragione dei tempi mediamente previsti per il loro rimborso.

Per gli elementi dell'attivo è possibile individuare due classi di valori:

- *Attivo circolante*, anche definito attivo corrente, riguarda tutte quelle attività che possono essere convertite in liquidità entro un anno.

In particolare, possono essere ripartite in:

- Liquidità immediate: denaro prontamente disponibile presso l'azienda, come ad esempio la disponibilità di cassa;
 - Liquidità differite: crediti ed altre attività in attesa di realizzo caratterizzati da una prevedibile liquidità entro l'esercizio, come crediti verso clienti o ratei attivi;
 - Disponibilità o rimanenze: giacenze di magazzino di materie prime, semilavorati, prodotti finiti e merci.
- *Attivo immobilizzato*, anche definito attivo fisso, comprende tutti quegli investimenti destinati ad essere recuperati finanziariamente in più esercizi, quindi in un arco di tempo superiore ai dodici mesi.

Nell'aggregato delle immobilizzazioni troviamo:

- Immobilizzazioni materiali, ovvero i beni tangibili e fisici come impianti e macchinari;
- Immobilizzazioni immateriali, ovvero i beni intangibili come software e licenze;
- Immobilizzazioni finanziarie, cioè gli investimenti di natura finanziaria destinati a rimanere durevolmente nel patrimonio nell'azienda, come le partecipazioni in altre società o i crediti a lungo termine.

Per gli elementi del passivo è possibile individuare tre classi di valori:

- *Passività correnti*, o passività a breve termine, includono i debiti e le altre passività destinate ad essere rimborsate entro i dodici mesi;

- *Passività consolidate*, o passività a medio-lungo termine, includono i debiti e le altre passività che genereranno esborsi oltre i dodici mesi;
- *Patrimonio netto*, o capitale netto, rappresenta la primaria fonte di finanziamento aziendale. È il capitale di proprietà che per definizione non è soggetto a scadenza perché è permanentemente vincolato alla vita all'azienda.

La somma delle passività correnti e delle passività consolidate costituisce il “capitale di terzi”, denominato anche “capitale di credito”, in quanto comprende fonti di finanziamento concesse da terze economie, in forma sia diretta (debiti di finanziamento) sia indiretta (debiti di funzionamento). Invece, le passività consolidate, unite con il capitale proprio, costituiscono il “capitale permanente”, formato da finanziamenti durevolmente legati all'impresa.



2.2. LA RICLASSIFICAZIONE DEL CONTO ECONOMICO

Il Conto Economico è un documento redatto secondo l'art. 2425 del Codice Civile e, così come per lo Stato Patrimoniale, è necessario riclassificarlo per permettere all'analista di formulare una serie di riflessioni.

L'obiettivo è riallocare le voci di Ricavo e di Costo che vanno a formare il Reddito netto di Periodo, depurandolo da tutti i componenti non attinenti al

core business. In altre parole, si andranno ad individuare i componenti reddituali di natura caratteristica separandoli da quelli di tipo accessorio e straordinario, per evidenziare aggregati e risultati intermedi utili a mettere in luce le fasi del processo di formazione del reddito netto di esercizio.

Non esiste uno schema di riclassificazione del Conto Economico in assoluto preferibile rispetto agli altri, ma si dispone di diversi modelli, i quali non sono alternativi, ma complementari, e conducono tutti alla determinazione del Reddito Operativo Caratteristico (ROC), anche detto “Margine Operativo Netto” (MON), che costituisce la ricchezza generata o assorbita dal core business, a prescindere da eventuali attività straordinarie.

In particolare, abbiamo:

- CE a costo del venduto e ricavi → i costi e i ricavi dell'area operativa vengono ordinati secondo un criterio per destinazione, mettendo a confronto i ricavi e costi della produzione venduta nel corso dell'esercizio. Permette di effettuare una valutazione separata fra l'efficienza della gestione dell'attività produttiva tipica, da un lato, e quella dell'attività amministrativa e commerciale, dall'altro.

Tale metodo di riaggregazione evidenzia un solo risultato intermedio significativo, rappresentato dal margine lordo industriale, il quale permette di misurare la quantità di risorse delle quali, dopo aver coperto i costi di trasformazione, l'azienda può disporre per far fronte ai restanti costi operativi non collegati al processo produttivo in senso stretto.

Questo criterio è più proficuamente applicabile dall'analista interno, rispetto all'analista esterno, perché generalmente dispone delle informazioni necessarie alla sua implementazione.

CONTO ECONOMICO A COSTO DEL VENDUTO

Ricavi netti
- Costo del venduto
= Margine industriale lordo (gross margin)
- Costi commerciali
- Costi amministrativi
- Costi ricerca e sviluppo
- Costi altre aree funzionali
= Reddito operativo

Il costo industriale del venduto, più semplicemente denominato come costo del venduto, quantifica l'ammontare di costi complessivamente sostenuti dall'azienda per il processo di trasformazione fisico-tecnica che ha consentito la realizzazione dei prodotti venduti sul mercato nel corso dell'esercizio. La modalità di determinazione è la seguente:

CALCOLO COSTO DEL VENDUTO

COSTI PER ACQUISTI DI PRODUZIONE	+ Acquisti materie prime e semilavorati + Energia elettrica / forza motrice + Altri costi industriali	
COSTO PERSONALE DI PRODUZIONE	+ Manodopera diretta	
COSTI PER INVESTIMENTI PRODUTTIVI	+ Ammortamenti beni produttivi + Canoni di leasing beni produttivi	
VARIAZIONE RIMANENZE	+ Rimanenze iniziali - Rimanenze finali	
= COSTO DEL VENDUTO		

- CE a valore aggiunto e margine operativo lordo → nella prassi rappresenta la configurazione più utilizzata, perché può essere ricavata direttamente dallo schema del Conto Economico civilistico. Esso si basa sulla suddivisione dei costi operativi tra costi relativi alle risorse interne e costi relativi alle risorse esterne e consente di analizzare come la gestione operativa ha contribuito nell'esercizio a generare o assorbire valore all'interno dell'azienda. Il modello individua tre fattori impiegati dall'impresa per realizzare la propria produzione: materie prime e servizi, capitale umano, impianti e attrezzature.

L'esame del modello perviene a risultati economici intermedi di grande rilievo informativo:

- *Valore della produzione* rappresenta i ricavi generati dall'attività operativa dell'azienda. Deriva dalla somma algebrica tra ricavi netti di vendita, variazione delle rimanenze di lavori in corso su ordinazione e prodotti finiti, incrementi di immobilizzazioni per lavori interni e altri ricavi e proventi caratteristici;
- *Valore Aggiunto*, è l'incremento di valore che l'azienda ha realizzato con la sua attività tipica, e che serve a remunerare tutti i fattori interni (dipendenti) e tutti quei soggetti che hanno reso possibile, a diverso titolo, la realizzazione del risultato. Si ottiene sottraendo dal valore della produzione caratteristica i costi operativi sostenuti per l'acquisto di fattori produttivi;
- *Margine Operativo Lordo (MOL)*, o EBITDA, rappresenta il reddito prima degli interessi, tasse, ammortamenti e accantonamenti. È un indicatore di redditività molto importante che, a differenza del MON, risente solo parzialmente delle politiche di bilancio attuate dagli Amministratori dell'impresa.

CONTO ECONOMICO A VALORE AGGIUNTO	
Ricavi operativi +/- Variazione delle rimanenze - Costi esterni (acq. materie prime, servizi ...)	= Valore aggiunto
- Costi per il personale	= Margine operativo lordo (EBITDA)
- Ammortamenti e svalutazioni	= Reddito operativo (EBIT)
+/- Proventi e oneri finanziari - Imposte	= Risultato d'esercizio

- CE a margine di contribuzione → classifica i costi della gestione operativa in costi fissi e costi variabili evidenziando il contributo della gestione tipica alla copertura dei costi fissi. È un criterio utile in sede di *break even analysis* o in caso di studi riguardanti il grado di elasticità/rigidità della struttura aziendale.

Il margine di contribuzione è un indicatore di efficienza: ciò significa che se a parità di ricavi abbiamo meno costi variabili siamo più efficienti.

CONTO ECONOMICO A MARGINE DI CONTRIBUZIONE	
Valore della produzione	
- Costi variabili	
= Margine di contribuzione	
- Costi fissi	
= Reddito operativo	

Quindi, in tutti gli schemi, dopo la determinazione del ROC avremo:

= REDDITO OPERATIVO CARATTERISTICO (ROC)
+ Ricavi accessori
- Costi accessori
+ Proventi finanziari
= REDDITO OPERATIVO GLOBALE (ROG) o EBIT
- Oneri finanziari
= RISULTATO ORDINARIO
+/- Proventi (oneri) finanziari
= RISULTATO PRIMA DELLE IMPOSTE
- Imposte sul reddito d'esercizio
= REDDITO NETTO D'ESERCIZIO

Capitolo Terzo

L'ANALISI PER INDICI

L'analisi per indici, o ratio analysis, si basa su una serie di indicatori ottenuti relazionando tra loro i valori contenuti nei due prospetti di Stato Patrimoniale e di Conto Economico. L'analisi si concretizza con il calcolo di indici-quotienti e indici-differenza. Gli indici-quotienti ci forniscono delle grandezze relative che si prestano ad essere comparate nel tempo per verificare il trend dell'azienda stessa, mentre gli indici-differenza determinano “grandezze-margini” in valore assoluto che permettono di approfondire un determinato aspetto gestionale.

Gli indici possono essere divisi in tre categorie fondamentali:

- Indici di redditività: in particolare, gli indici di redditività generale e gli indici di redditività operativa;
- Indici di solidità patrimoniale;
- Indici di liquidità.

I diversi indici, proprio per lo stretto legame che sussiste fra di loro, devono essere analizzati in modo sistematico e, inoltre, devono essere contestualizzati rispetto alla tipologia di azienda che si va ad esaminare.

3.1. L'ANALISI REDDITUALE

L'analisi reddituale di bilancio permette di misurare la capacità dell'impresa di generare profitti e la sua efficienza operativa.

Gli indici finalizzati all'analisi reddituale assumono solitamente la forma di indici-quotiente, dati dal rapporto tra una data configurazione del reddito aziendale e il capitale che ha concorso alla formazione di tale reddito.

I due indici di redditività fondamentali sono:

- **Indice di redditività generale** → ROE, *Return On Equity*, indica il rendimento, al netto delle imposte, che le risorse direttamente investite dai soci producono a seguito dell'attività di gestione. Il ROE è pari a:

$$ROE = \frac{\text{Reddito netto d'esercizio}(R_n)}{\text{Patrimonio netto (PN)}}$$

Il valore che scaturisce dal quoziente è molto importante perché solo investitori sufficientemente remunerati continueranno ad investire nell'azienda e solo aziende con un ROE soddisfacente potranno attrarre nuovi investitori.

Spesso per effettuare un'analisi più approfondita e individuare le cause che hanno determinato il valore assunto dal ROE, quest'ultimo viene scomposto in altri fattori.

Il ROE è legato ad altri tipi di indici, in particolare, è la risultante algebrica di altri tre indici: Indice di indebitamento indiretto, TIGEC e ROI.

Il TIGEC (Tasso di Incidenza della Gestione Extra-Caratteristica) segnala il contributo fornito dalla gestione non caratteristica alla determinazione del Reddito d'esercizio. Esso è pari a:

$$TIGEC = \frac{\text{Reddito Netto } (R_n)}{\text{Reddito Operativo } (R_o)}$$

Tale indice è realisticamente compreso tra zero e uno in caso di utile, o inferiore a zero in caso di perdita perché il Reddito Netto è più basso del Reddito Operativo, in quanto dal Reddito Netto vengono sottratte le tasse e gli interessi passivi. Dunque, più il TIGEC è elevato, minore è l'incidenza della gestione extra-caratteristica.

L'Indice di Indebitamento indiretto è un indicatore di tipo finanziario che misura il grado di indebitamento dell'azienda ed è espresso dal seguente rapporto:

Indice di indebitamento = Capitale Investito (CI)/Patrimonio Netto (PN) indiretto

L'aumento dell'indice, a parità di Patrimonio Netto, dipende dall'aumento del capitale di terzi. Questo indice è sempre maggiore di uno perché il Capitale Investito, che corrisponde al totale dell'attivo, sarà sicuramente maggiore del Capitale Proprio.

- **Indice di redditività operativa** → ROI, *Return On Investment*, permette di valutare il rendimento generato dal core business dell'azienda per gli investitori, siano essi soci o soggetti terzi. È dato dal rapporto tra:

$$ROI = \text{Reddito Operativo } (R_o) / \text{Capitale Investito } (CI)$$

Per quanto riguarda il numeratore, possono essere considerate due configurazioni di Reddito Operativo, a seconda dell'obiettivo dell'analista o a seconda del peso della gestione accessoria, in particolare possiamo avere: Reddito Operativo Caratteristico (ROC), e Reddito Operativo Globale (ROI Globale). Per quanto riguarda il denominatore, possono essere anche qui considerate due configurazioni: Capitale Investito Caratteristico e Capitale Investito Globale. Per questo motivo, si distinguono due tipi di ROI:

$$ROI \text{ Caratteristico} = \frac{\text{Reddito Operativo Caratteristico } (ROC)}{\text{Capitale Investito Caratteristico } (CI_{caratt.})}$$

$$ROA \text{ (Return on Assest)} = \frac{\text{Reddito Operativo Globale } (ROG)}{\text{Capitale Investito Globale } (CI_{globale})}$$

Il ROI può essere scomposto in due indicatori:

- 1) ROS (Return On Sales): è un indicatore di marginalità delle vendite, in quanto rappresenta il tasso di rendimento sulle vendite e permette di misurare la redditività delle vendite e la capacità remunerativa dei flussi di ricavi tipici dell'impresa. È dato da:

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

- 2) Indice di rotazione del Capitale Investito, o Turnover degli Investimenti, è l'indicatore dell'efficienza dell'impresa, in quanto 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. Esso è calcolato come il rapporto tra:

$$\text{Turnover degli Investimenti} = \frac{\text{Ricavi Netti di Vendita}}{\text{Capitale Investito (CI)}}$$

Questo indice sarà tanto più elevato quanto più elevata è la rapidità dell'impresa nel completamento del ciclo aziendale connesso all'attività operativa.

Quindi, il ROI è funzione della marginalità sulle vendite (ROS), ma anche della produttività del capitale (Turnover degli Investimenti).

3.2. L'ANALISI PATRIMONIALE

L'analisi patrimoniale consiste nella capacità dell'impresa di operare con un'equilibrata struttura degli impieghi e delle fonti. Quest'analisi fornisce degli indici che vengono calcolati dallo Stato Patrimoniale riclassificato.

L'indagine sullo Stato Patrimoniale deve essere orientata in due direzioni:

- Analisi strettamente patrimoniale → permette di effettuare un'analisi di tipo “verticale”, nel senso che viene condotta mediante il calcolo di indici che mettono a confronto, da un lato, singole tipologie di attività con il valore complessivo degli impieghi, e, dall'altro, singole tipologie di passività e netto con il valore complessivo delle fonti di finanziamento. Pertanto, si formano due categorie distinte di INDICI DI COMPOSIZIONE:

1. *Indici dell'attivo*, che consentono di capire il grado di elasticità della struttura patrimoniale, ovvero la capacità dell'impresa di sostituire con rapidità ed efficienza i fattori produttivi non più adeguati al contesto in cui l'azienda opera.

Gli indici più rilevanti sono:

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

Assume un valore compreso tra zero e uno. Tanto più si avvicina ad uno, tanto più l'azienda è rigida, e quindi dovrà approvvigionarsi di mezzi finanziari di pari durata;

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

È un indice complementare a quello precedente e misura quanto “pesa” l'attivo corrente sul totale degli impieghi.

1. *Indici del passivo*, che consentono di comprendere il grado di autonomia finanziaria dell'impresa, ossia se il capitale a disposizione dell'azienda è costituito prevalentemente da mezzi propri oppure se quest'ultima dipende dalle risorse di finanziatori esterni. Tale analisi è in grado di mostrare il livello di patrimonializzazione che caratterizza l'impresa e, in via complementare, la sua dipendenza dalle risorse finanziarie esterne.

I due principali indicatori che forniscono il grado di patrimonializzazione (e di indebitamento) sono:

$$\circ \text{Indice di Autonomia finanziaria} = \frac{\text{Patrimonio Netto}}{\text{Totale Fonti}}$$

Tanto più il Patrimonio Netto è alto, tanto più l'impresa sarà autonoma finanziariamente;

$$\circ \text{Indice di Dipendenza finanziaria} = \frac{\text{Capitale Terzi}}{\text{Totale Fonti}}$$

Esprime il peso dei debiti a breve e a medio-lungo termine sul totale delle fonti. Più è elevato questo indice, più l'impresa dipende da terzi.

- Analisi finanziaria → della quale ci occuperemo nel paragrafo successivo, permette di effettuare un'analisi di tipo “orizzontale”.

3.3. L'ANALISI FINANZIARIA

L'analisi finanziaria riguarda le correlazioni tra le diverse aree che compongono gli impieghi e le fonti, la quale consente di evidenziare le modalità con cui le diverse fonti di finanziamento (capitale proprio e capitale di terzi) concorrono alla soddisfazione del complessivo fabbisogno finanziario dell'impresa.

Tale analisi dà luogo agli INDICI DI CORRELAZIONE, i quali possono anche essere espressi sotto forma di margini. In particolare, abbiamo:

1. *Indici di struttura*, caratterizzati dal fatto che troviamo al numeratore una fonte e al denominatore un impiego e, ad ogni indicatore, corrisponde il rispettivo margine.

In primo luogo, possiamo considerare:

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

Dovrebbe essere maggiore di uno, perché significa che l'Attivo fisso è coperto da finanziamenti a lungo termine. In generale, dovrebbe essere sufficientemente elevato da garantire non solo la copertura dell'attivo fisso, ma anche di parte dell'attivo circolante.

Solitamente, questo indice è integrato dal calcolo di un altro quoziente che va ad approfondire la composizione del numeratore:

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

Tale indice, definito anche “indice di auto-copertura dell'Attivo Fisso”, consente all'analista di misurare la capacità dell'impresa di finanziare i propri investimenti in beni durevoli senza ricorrere a finanziatori esterni.

Se il quoziente primario di struttura è maggiore di uno, significa che l'impresa è in grado di finanziare l'Attivo Fisso ricorrendo soltanto ai mezzi propri, ma è una situazione poco verosimile. Infatti, nella prassi il valore è spesso minore di uno.

Nel caso degli indici di correlazione, è possibile calcolare anche gli Indici-Differenza, che vengono chiamati Margini. Dunque, avremo:

$$\text{Margine secondario di Struttura} = \left(\text{Capitale Proprio} + \text{Passività Consolidate} \right) - \text{Attivo Fisso}$$

$$\text{Margine primario di Struttura} = \text{Capitale Proprio} - \text{Attivo Fisso}$$

Le risultanze dei margini hanno il pregio di evidenziare la “materialità” delle differenze riscontrate tra fonti e impieghi di medio-lungo termine.

2. *Indici di liquidità*, caratterizzati dal fatto che troviamo un impiego al numeratore e una fonte al denominatore.

Questi indici sono fondamentali per poter verificare se l'azienda riesce a sostenere le uscite nel breve termine. In primo luogo consideriamo il seguente:

$$\text{Quoziente di disponibilità} = \frac{\text{Attivo Corrente}}{\text{Passivo Corrente}}$$

Se questo quoziente fosse espresso sotto forma di margine, ossia come differenza tra attività correnti e passività correnti, l'indicatore in esame assumerebbe la denominazione di Capitale Circolante Netto e, come vedremo, esso coincide con il Margine secondario di struttura.

Il Quoziente di disponibilità, anche definito “*current ratio*”, è l'indice più significativo, ma l'effettiva liquidità aziendale è indagata anche mediante altri due indici:

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

$$\text{Quoziente primario di tesoreria} = \frac{\text{Liquidità Immediata}}{\text{Passivo Corrente}}$$

Il Quoziente secondario di tesoreria non considera il magazzino, perché le rimanenze hanno una capacità solo parziale di essere liquidate nel breve termine.

Il Quoziente primario di tesoreria, invece, è ancora più specifico del precedente, ed esprime la capacità dell'azienda di far fronte ai debiti di breve termine ricorrendo esclusivamente alle risorse liquide già disponibili.

Anche in questo caso ad ogni indice è affiancato il corrispondente margine:

$$\text{Margine secondario di Tesoreria} = \left(\text{Liquidità immediate} + \text{Liquidità differite} \right) - \text{Passivo Corrente}$$

$$\text{Margine primario di Tesoreria} = \text{Liquidità immediate} - \text{Passivo Corrente}$$

L'Analisi Finanziaria può essere ulteriormente approfondita attraverso il calcolo di due ulteriori indici: Indici di Rotazione e Indici di Durata.

→ Indici di Rotazione: quantificano il numero di volte in cui, nel corso di ciascun periodo amministrativo, le risorse investite sono recuperate attraverso lo svolgimento dell'attività aziendale.

$$\text{Indice di Rotazione del Capitale Investito} = \frac{\text{Vendite}}{\text{Capitale Investito}}$$

Maggiore sarà questo indice di Rotazione, più l'azienda sarà veloce a completare il ciclo aziendale in modo efficiente.

Questo indice di Rotazione generale deve poi essere opportunamente disaggregato in indici di secondo livello, per calcolare la velocità di rotazione di specifiche classi dell'Attivo:

- $\text{Indice di Rotazione del Capitale Circolante} = \frac{\text{Vendite}}{\text{Attivo Corrente}}$
- $\text{Indice di Rotazione dei Crediti vs. Clienti} = \frac{\text{Vendite}}{\text{Crediti vs. Clienti}}$
- $\text{Indice di Rotazione del Magazzino} = \frac{\text{Vendite}}{\text{Magazzino}}$

Lo stesso tipo di Indici di Rotazione può essere calcolato anche per le classi del Passivo:

$$\text{Indice di Rotazione dei Debiti vs. Fornitori} = \frac{\text{Acquisti}}{\text{Debiti vs. Fornitori}}$$

→ Indici di Durata: indicano l'arco di tempo che mediamente intercorre tra le uscite monetarie per l'acquisto dei fattori produttivi e le entrate monetarie conseguenti la vendita dei beni prodotti. In sostanza, sono i reciproci degli indici di rotazione e vengono espressi in termini di giorni.

$$- \text{Indice di Durata del Capitale Circolante} = \frac{\text{Attivo Corrente}}{\text{Vendite}} * 365$$

Tale indice misura il tempo necessario affinché il capitale circolante investito nell'attività caratteristica dell'azienda si rinnovi mediante il realizzo dei ricavi;

$$- \text{Indice di Durata dei Crediti vs. Clienti} = \frac{\text{Crediti vs. Clienti}}{\text{Vendite}} * 365$$

$$- \text{Indice di Durata del Magazzino} = \frac{\text{Magazzino}}{\text{Vendite}} * 365$$

Questi ultimi due indicatori forniscono all'analista informazioni utili sulla politica delle vendite dell'azienda e sulla gestione del magazzino.

Lo stesso tipo di indici di Durata, così come per gli indici di Rotazione, può essere calcolato anche per il Passivo:

$$\text{Indice di Durata dei Debiti vs. Fornitori} = \frac{\text{Debiti vs. Fornitori}}{\text{Acquisti}} * 365$$

Analogamente a quanto avviene per l'indice di Durata dei Crediti vs. Clienti, tale rapporto consente di quantificare la durata media delle dilazioni concesse all'impresa dai propri fornitori e, di conseguenza, fornisce anche un elemento di valutazione utile per esprimere un giudizio sulla politica degli acquisti adottata dall'azienda.

Quindi, gli indici di rotazione e gli indici di durata, nella sostanza, forniscono informazioni fra loro analoghe e, seppur seguendo prospettive diverse, permettono di ottenere un quadro completo e dettagliato sulla tempistica nella gestione dei flussi in entrata e in uscita dell'area operativa.

Capitolo Quarto

IL CASO REALE: ANGELINI INDUSTRIES



4.1. LA STORIA DELL'ANGELINI INDUSTRIES

Angelini Industries è un gruppo industriale multinazionale con oltre cento anni di storia, le cui origini risalgono al 1919, quando il farmacista italiano Francesco Angelini, insieme a due soci, costituisce una società per la produzione e vendita di medicinali con sede ad Ancona, dove si trova la sua farmacia.

Nel 1922 la società prende il nome di ANFERA e si distingue sul mercato per lo sviluppo di una rete di consegna diretta dei medicinali alle farmacie dell'Italia centro-meridionale, tanto da diventare, nel 1939, il primo distributore italiano del settore. Nel 1941 la società viene sciolta e Angelini fonda l'ACRAF, acronimo di Aziende Chimiche Riunite Angelini Francesco.

Gli anni Cinquanta anni segnarono le tappe fondamentali per l'espansione dell'azienda guidata da Angelini, perché essa riesce ad ottenere un prospero sviluppo industriale grazie al suo primo successo commerciale: il farmaco Dobetin. Inoltre, nel dopoguerra l'azienda sposta gli uffici direzionali a Roma, iniziarono la commercializzazione della Tachipirina, che ancora oggi è uno tra i farmaci più venduti in Italia, e acquisisce la FATER, azienda di produzione di beni di largo consumo.

Negli anni Settanta vengono messi in commercio Tantum Verde e Trittico, e Angelini esce dai confini italiani per iniziare un processo di espansione internazionale a partire da Spagna e Portogallo.

Nel 1985, grazie all'intuizione di Angelini sulle potenzialità dell'ibuprofene, lancia un farmaco di automedicazione specifico contro il mal di testa, il Moment, che fu il primo esempio di marketing applicato a prodotti farmaceutici.

Negli anni Novanta Angelini consolida ulteriormente la sua posizione nel settore igienico-sanitario, entrando anche nel settore vitivinicolo.

Negli anni Duemila il Gruppo acquisisce le aziende italiane Amuchina, Farmamed e altre aziende, sempre nel settore farmaceutico; inoltre, diventa sempre più globale, diffondendosi anche in Cina e in Nord America.

Nel 2019 Angelini festeggia il suo centesimo anniversario guardando al futuro con un rinnovato impegno imprenditoriale; nel 2020, anno che segna l'inizio di una nuova era, crea la definizione di una nuova governance di Gruppo, che coniuga una Holding di tipo industriale con l'autonomia delle aziende operative, fino ad arrivare al 3 dicembre 2021, giorno in cui nascono un nuovo nome e una nuova identità visiva: il Gruppo Angelini diventa Angelini Industries.

Inoltre, il 2021 è anche l'anno della più grande acquisizione della storia del Gruppo Angelini Industries, quella della biotech Arvelle Therapeutics.

4.2. IL BILANCIO D'ESERCIZIO DI ANGELINI INDUSTRIES

Di seguito sono riportati i prospetti riclassificati di Conto Economico e di Stato Patrimoniale degli esercizi 2023 e 2022, che saranno fondamentali per effettuare poi un'analisi esaustiva di alcuni indici e valutare l'andamento della gestione.

4.2.1. IL CONTO ECONOMICO RICLASSIFICATO

CONTO ECONOMICO RICLASSIFICATO (Migliaia di Euro)

	2023	2022
Ricavi delle vendite e delle prestazioni	2.149.594	1.998.039
Produzione interna	7.023	3.013
Altri ricavi e proventi	48.188	58.594
VALORE DELLA PRODUZIONE	2.204.805	2.053.620
Costi esterni operativi	1.424.064	1.351.599
Oneri diversi di gestione	48.070	50.371
Costo del personale	428.995	396.911
MARGINE OPERATIVO LORDO (EBITDA)	303.676	254.739
Ammortamenti, accantonamenti e svalutazioni del CCN	212.513	215.468
RISULTATO OPERATIVO (EBIT)	91.163	39.271
Rettifiche nette di attività finanziarie	1.775	9.034
Risultato della gestione finanziaria	46.738	61.479
RISULTATO PRIMA DELLE IMPOSTE	136.126	91.716
Imposte sul reddito	37.810	11.670
RISULTATO NETTO	98.316	80.046

Dall'analisi del Conto Economico possiamo notare come il Gruppo Angelini Industries ha chiuso l'esercizio 2023 con un utile netto pari a 98.316 migliaia di Euro, in aumento del 22,82% rispetto al 2022.

Si evince una crescita del valore della produzione del 7,4% anno su anno e una crescita più che proporzionale dell'EBITDA pari al 19,2%.

Inoltre, il miglioramento della marginalità si osserva anche con riferimento all'EBIT, in aumento di 51.892 migliaia di Euro rispetto all'esercizio precedente, grazie al contributo fornito dalla contrazione degli ammortamenti, degli accantonamenti e delle svalutazioni del periodo.

4.2.2. LO STATO PATRIMONIALE RICLASSIFICATO

STATO PATRIMONIALE RICLASSIFICATO (Migliaia di Euro)

ATTIVITÀ			PASSIVITÀ		
	2023	2022		2023	2022
ATTIVO CIRCOLANTE	2.669.974	2.286.794	PASSIVITÀ CORRENTI	883.984	769.699
Liquidità immediate	698.160	458.609	PASSIVITÀ CONSOLIDATE	780.494	618.090
Liquidità differite	1.598.234	1.466.932	FONDI RISCHI E ONERI E FONDO TFR	90.898	102.729
Rimanenze	373.580	361.253	PATRIMONIO NETTO	3.014.113	2.989.015
ATTIVO IMMOBILIZZATO	2.099.515	2.192.739			
Immobolizzazioni immateriali	1.313.593	1.426.508			
Immobolizzazioni materiali	461.604	420.894			
Immobolizzazioni finanziarie	324.318	345.337			
TOTALE CAPITALE INVESTITO	4.769.489	4.479.533	TOTALE FONTI DI INVESTIMENTO	4.769.489	4.479.533

Nel complesso, si evidenzia come l'aumento delle passività correnti e non correnti non compromette l'equilibrio e la solidità patrimoniale del Gruppo. Anche al termine dell'esercizio 2023, Angelini mantiene una totale copertura degli investimenti immobilizzati attraverso il Patrimonio Netto, oltre ad una buona corrispondenza tra attività e passività a breve termine, nonché tra fonti di finanziamento e impieghi a medio-lungo termine.

4.3. LA VALUTAZIONE DI ALCUNI INDICI DI BILANCIO

L'analisi degli indici di bilancio è uno strumento fondamentale perché permette di esaminare l'efficienza della gestione operativa, la solidità della struttura finanziaria e la capacità di produrre redditività nel lungo termine.

Questo paragrafo ha l'obiettivo di esaminare il significato di alcuni tra i principali indicatori di bilancio, sottolineandone il valore come guida per le decisioni strategiche del management aziendale e come riferimento per gli stakeholder esterni.

INDICI DI REDDITIVITÀ			
	2023	2022	
ROE	3,26%	2,68%	Reddito Netto / Patrimonio Netto * 100
ROI	1,91%	0,88%	Reddito Operativo / Capitale Investito * 100
ROS	4,24%	1,97%	Reddito Operativo / Ricavi di vendita * 100

Dalla tabella sopra riportata emerge un netto miglioramento degli indici di profittabilità. In particolare, si osserva sia un incremento del ROE, il quale spingerà gli investitori a destinare le proprie risorse ad Angelini, sia un aumento del ROI, il quale indica una maggiore redditività delle vendite e contemporaneamente una diminuzione dei costi operativi. Anche il ROS, che misura il profitto dell'azienda dopo aver coperto i costi, è aumentato del 2,27% nel 2023 e questo equivale a dire che ora l'azienda genera 4,24 centesimi per ogni euro di ricavi, migliorando la capacità di trasformare il fatturato in Reddito Operativo.

INDICI FINANZIARI DI STRUTTURA			
	2023	2022	
<i>Quoziente Primario di Struttura</i>	1,44	1,36	Patrimonio Netto / Attivo Fisso
<i>Quoziente Secondario di Struttura</i>	1,95	1,60	(Patrimonio Netto + Passività Consolidate) / Attivo Fisso

Negli indici di struttura possiamo notare un leggero aumento nel 2023 del Quoziente Primario di Struttura, il quale sta ad indicare che Angelini sta migliorando sia la sua solidità patrimoniale, sia la copertura degli investimenti a lungo termine, utilizzando il proprio Patrimonio Netto. Si registra anche un incremento del Quoziente Secondario di Struttura, che rileva la migliore capacità dell'azienda di finanziare le immobilizzazioni utilizzando sia il Patrimonio Netto che i debiti a medio-lungo termine.

INDICI FINANZIARI DI LIQUIDITÀ			
	2023	2022	
<i>Quoziente di Disponibilità</i>	3,02	2,97	Attività Correnti / Passività Correnti

<i>Quoziente Primario di Tesoreria</i>	0,79	0,74	Liquidità immediate / Passività Correnti
<i>Quoziente Secondario di Tesoreria</i>	2,60	3,12	(Liquidità immediate + Liquidità differite) / Passività Correnti

Per quanto riguarda gli indici di liquidità, possiamo osservare come il Quoziente di Disponibilità sia di gran lunga superiore ad uno in entrambi gli esercizi, ovvero pari a 3,02 nel 2023 e a 2,97 nel 2022. Ciò dimostra come Angelini abbia ottimi indicatori finanziari di liquidità in quanto le Passività Correnti sono adeguatamente garantite dalle Attività Correnti.

Inoltre, il valore del Quoziente Primario di Tesoreria è aumentato: questo sta a segnalare una maggiore attenzione alla gestione della liquidità immediata; tuttavia, il rapporto è inferiore ad uno in entrambi gli anni, suggerendo dunque che la liquidità immediata non sia sufficiente, da sola, a coprire completamente gli obblighi finanziari a breve termine.

Infine, il Quoziente Secondario di Tesoreria è in decremento rispetto all'anno precedente, evidenziando come la combinazione di liquidità immediata e crediti a breve termine sia meno ampia delle passività correnti nel 2023, rispetto al 2022.

INDICI DI ROTAZIONE			
	2023	2022	
<i>Indice di Rotazione del Magazzino</i>	5,75	5,53	Ricavi netti di vendita / Magazzino
<i>Indice di Rotazione del Capitale Circolante</i>	0,81	0,87	Ricavi netti di vendita / Attivo Circolante
<i>Indice di Rotazione del Capitale Investito</i>	0,45	0,45	Ricavi di vendita / Totale Impieghi

Dall'analisi degli indici di Rotazione si evince una maggiore efficienza nella gestione del magazzino nel corso del 2023, che presuppone una riduzione di

giorni di vendita della merce, nonché una riduzione dei costi legati alla gestione delle scorte. Dall'altro lato, si segnalano delle lievi inefficienze e/o dei cambiamenti nella gestione del Capitale Circolante complessivo, che sta ad indicare un uso meno efficiente delle risorse a breve termine o un rallentamento del ciclo operativo.

Infine, si evidenzia come l'indice di Rotazione del Capitale Investito sia rimasto invariato nei due esercizi, dimostrando che l'efficienza con cui Angelini utilizza il proprio Capitale Investito per generare ricavi non è cambiata nel periodo preso in considerazione.

INDICI PATRIMONIALI			
	2023	2022	
<i>Indice di Autonomia finanziaria</i>	63%	67%	Patrimonio Netto / Totale Fonti * 100
<i>Indice di Dipendenza finanziaria</i>	37%	33%	(Passività Correnti + Passività Consolidate) / Totale Fonti * 100
<i>Indice di Elasticità degli impieghi</i>	56%	51%	Attivo Corrente / Totale Impieghi * 100
<i>Indice di Rigidità degli impieghi</i>	44%	49%	Attivo Fisso / Totale Impieghi * 100

Dall'analisi degli indici patrimoniali, possiamo osservare come nell'esercizio corrente vi sia stato un decremento dell'indice di Autonomia Finanziaria, che segnala che l'incidenza del Patrimonio Netto si è ridotta, sia pure in modo non significativo.

Possiamo notare anche un aumento dell'indice di Elasticità degli Impieghi e una complementare diminuzione dell'indice di Rigidità degli Impieghi, che evidenziano come l'azienda stia rendendo più flessibile la propria struttura degli impieghi.

BIBLIOGRAFIA E SITOGRAFIA

G. Paolucci, *Analisi di bilancio e finanziaria. Logica, finalità e modalità applicative*, Franco Angeli, Milano, 2023

<https://farenumeri.it/analisi-di-bilancio-cosa-e/>

https://www.angeliniindustries.com/media/wsgovaj3/2024_07_16-angelini_annualreport2023-unico_web_v2.pdf

<https://www.angeliniindustries.com/su-di-noi/storia/>

https://it.wikipedia.org/wiki/Gruppo_Angelini

<https://farenumeri.it/analisi-di-bilancio-cosa-e/>