



UNIVERSITÀ POLITECNICA DELLE MARCHE
FACOLTÀ DI ECONOMIA “GIORGIO FUÀ”

Corso di laurea magistrale in economia e management

L’analisi di bilancio. Indagine sulle variazioni delle performance economico-finanziarie della GEL S.p.A. conseguenti alla quotazione in borsa.

Financial statement analysis. Investigation on the changes in the economic and financial performance of GEL S.p.A. following its listing on the public stock market.

Relatore: Chiar.mo

Prof. Sergio Branciarì

Tesi di laurea di:

Francesco Vallesi

Anno Accademico 2020 – 2021

*Ringrazio tutte le persone
che mi sono state vicine
in questo percorso*

Indice

Introduzione	1
1. Il bilancio e la sua analisi	3
1.1. Gli obiettivi dell'analisi di bilancio	3
1.2. L'efficace analisi e le recenti modifiche normative	6
1.3. Il bilancio di esercizio dopo la riforma del D.lgs. 139/2015	7
1.4. La lettura critica del bilancio di esercizio	9
2. La riclassificazione del bilancio	15
2.1. Premessa	15
2.2. Riclassificazione dello stato patrimoniale secondo il criterio finanziario	16
2.3. La riclassificazione dello stato patrimoniale secondo il criterio di pertinenza gestionale	24
2.4. La riclassificazione del conto economico	30
2.5. Conto economico a valore aggiunto	34
2.6. Conto economico a margine di contribuzione	37
3. Analisi per indici	41
3.1. Premessa	41

3.2. Analisi della solidità patrimoniale	41
3.3 Analisi della redditività	49
3.4 Analisi della liquidità	54
4. Analisi sui bilanci della GEL	57
4.1. Introduzione	57
4.2. Presentazione dell'azienda	57
4.3. Riclassificazione	59
4.4. Analisi patrimoniale	71
4.5. Analisi reddituale	76
4.6. Analisi della liquidità	83
4.7. Conclusioni	84
Bibliografia	87

Introduzione

Lo scopo di questo lavoro è di illustrare la materia dell'analisi di bilancio e di applicarla al caso aziendale della GEL S.p.A. La società è quotata nel mercato borsistico dal 2017. Analizzando il quadriennio 2016-2019, si sono volute indagare le performance economico-finanziarie registrate prima, durante e dopo un'operazione straordinaria come la quotazione e valutarne così gli impatti.

Per analisi di bilancio si intende quell'insieme di metodologie e strumenti attraverso i quali il bilancio d'esercizio diviene realmente esplicativo della situazione aziendale, sotto il profilo patrimoniale, economico e finanziario.

In particolare, il presente lavoro è focalizzato sull'analisi per indici, sviluppata da una prospettiva esterna, ossia dai soggetti esterni all'impresa.

Il primo capitolo presenta in maniera generale la disciplina dell'analisi di bilancio. Successivamente, dopo aver riportato le recenti modifiche normative in tema di bilancio, si descrivono gli elementi su cui soffermarsi in modo da poter esprimere un giudizio in merito alla capacità informativa e all'attendibilità del bilancio, dimensioni dalle quali dipende l'efficacia dell'analisi economico-finanziaria.

Nel secondo capitolo vengono esaminati gli schemi di riclassificazione dello stato patrimoniale e del conto economico, prestando maggiore attenzione a quelli concretamente applicabili nell'analisi esterna.

Il terzo capitolo tratta gli indici che consentono di valutare la gestione nelle sue tre dimensioni.

A chiusura del lavoro, come detto in precedenza, si analizza l'azienda GEL S.p.A. durante il quadriennio 2016-2019, per valutare come sia cambiata la situazione economico-finanziaria, a seguito della quotazione.

1. Il bilancio e la sua analisi

1.1. Gli obiettivi dell'analisi di bilancio

Il bilancio di esercizio è lo strumento con cui differenti tipologie di soggetti possono acquisire informazioni riguardo ad una determinata realtà economica. Nel corso del tempo, sotto la spinta dei cambiamenti avvenuti nell'ambiente economico, la platea di soggetti interessati ad avere informazioni riguardo ad una data impresa è aumentato notevolmente. In questo senso si è accompagnata una sempre maggiore ricchezza informativa dei bilanci. Tuttavia, affinché un bilancio possa descrivere in maniera più analitica quelle che sono le caratteristiche economico-patrimoniali-finanziarie di una azienda, è necessario che venga analizzato con strumenti e metodologie adeguati. L'insieme delle attività necessarie a tale fine prende il nome di analisi di bilancio.

L'obiettivo dell'analisi di bilancio quindi è l'analisi della gestione aziendale nelle sue tre dimensioni: economica, patrimoniale e finanziaria. Per la dimensione economica si intende la relazione tra ricavi generati e costi sostenuti, analizzata per valutarne l'equilibrio economico ossia la capacità di remunerare in maniera adeguata i fattori produttivi, capitale compreso. La dimensione patrimoniale concerne la relazione tra le risorse impiegate nella gestione e le fonti di tali

risorse, studiata per verificarne l'equilibrio nella composizione e nella tipologia delle stesse. Infine, la dimensione finanziaria riguarda la relazione tra entrate e uscite monetarie e finanziarie, osservata al fine di valutarne l'equilibrio tra le due componenti generate dallo svolgimento dell'attività economica¹.

I soggetti interessati a svolgere indagini sulle performance di una realtà economica possono essere molteplici: possono essere i finanziatori, che in fase di decisione sulla concessione del finanziamento, vogliono avere più elementi a supporto della decisione; il management interno, che vuole conoscere le performance raggiunte per verificarne la coerenza con gli obiettivi prefissati; i soggetti interessati a valutare l'acquisizione di quote del capitale sociale, sia di società non quotate che di società quotate.

Generalizzando, i soggetti interessati alle analisi possono essere divisi in base alla prospettiva di analisi che può essere interna oppure esterna. La distinzione risulta fondamentale poiché l'analisi interna, quella svolta da soggetti che hanno accesso alla struttura organizzativa dell'azienda, risulta chiaramente avere una base informativa a supporto, di maggiore ampiezza rispetto a quella esterna. L'analisi di bilancio esterna si basa sulle informazioni, che il legislatore ha previsto come obbligatorie, contenute nel bilancio di esercizio. L'analisi interna

¹ G. LOMBARDI STOCCHETTI, *Valutazioni e analisi di bilancio. Aggiornato ai nuovi principi OIC*, Pearson, Milano, 2015, pp. 293-295

ha accesso, oltre al bilancio di esercizio, ad altre informazioni come ad esempio la contabilità analitica che permettono di interpretare quello che nel bilancio pubblico può talvolta essere difficilmente interpretabile.

Come si è precedentemente spiegato l'analisi di bilancio è un processo che permette di valutare le performance economico-patrimoniali-finanziarie di un'impresa. Come ogni processo si articola in fasi per raggiungere il risultato finale. Nello specifico e nell'ordine cronologico in cui si pongono in essere tali attività troviamo²:

- la lettura critica dei bilanci
- la riclassificazione dei prospetti di bilancio
- l'analisi di tipo statico basata su analisi per indici e/o l'analisi di tipo dinamico basata sull'analisi per flussi
- analisi delle serie storiche o prospettive

La lettura critica dei bilanci serve a valutarne la potenza informativa e l'attendibilità. La riclassificazione dei prospetti consiste nella riallocazione delle poste di bilancio, attività utile alla fase successiva di analisi per indici volta al confronto di valori provenienti dai prospetti riclassificati. Nell'analisi per flussi di

² G. PAOLUCCI, *Analisi di bilancio. Logica, finalità e modalità applicative*, Franco Angeli, Milano, 2016.

tipo dinamico si analizza il rendiconto finanziario oppure lo si costruisce per le imprese non soggette all'obbligo di redazione di tale documento.

L'analisi delle serie storiche o prospettiche è utile ad apprezzare i trend evolutivi della gestione nelle sue dimensioni. Risulta limitante infatti analizzare attraverso indici o flussi soltanto un esercizio o due, poiché non si riuscirebbe a valutare la presenza o meno di trend nelle variabili gestionali.

Un ulteriore elemento da considerare nello studio del profilo economico-patrimoniale-finanziario è l'oggetto dello studio stesso: si possono analizzare i bilanci di una stessa impresa per effettuare dei confronti temporali oppure i bilanci di più imprese per effettuare un confronto spaziale, utile a vari fini come ad esempio l'analisi delle aziende operanti in un settore, l'analisi di un determinato competitor o altri raggruppamenti specifici.

1.2. L'efficace analisi e le recenti modifiche normative

Il processo di analisi economica, patrimoniale e finanziaria di un'azienda parte dal bilancio di esercizio destinato a pubblicazione. Questo in particolar modo vale per l'analista esterno poiché è l'unica fonte informativa di cui può disporre, al contrario dell'analista interno le cui fonti informative sono maggiori e permettono un'analisi di un livello più approfondito.

Il giudizio sullo stato di salute dell'impresa, ottenuto attraverso l'analisi per indici, può essere influenzato, fino a farne venir meno l'efficacia, da criticità in

relazione alla trasparenza e alla chiarezza del bilancio. Si pensi al caso dell'effetto che le politiche di bilancio strumentali attuate da parte degli amministratori hanno sui bilanci della stessa. Oppure alla informativa di bilancio semplificata e non certificata delle imprese di minori dimensioni.

Maggiore sarà la qualità e l'attendibilità delle informazioni di partenza, maggiore sarà l'efficace dell'analisi per indici. In merito a tale dimensione risulteranno di aiuto all'analista la certificazione dei bilanci da parte di un soggetto esterno indipendente e una nota integrativa dettagliata.

I recenti cambiamenti alla normativa in tema di bilancio hanno introdotto novità rilevanti che configurano un nuovo modello di bilancio su cui è opportuno soffermarsi.

1.3. Il bilancio di esercizio dopo la riforma del D.lgs. 139/2015

Nel percorso di evoluzione del quadro normativo in tema di bilancio assume particolare rilevanza il recente D. Lgs. 139/2015 del 18 agosto 2015.

Le disposizioni del D. Lgs. 139/2015, attraverso il quale è stata recepita la Direttiva 2013/43/UE, sono entrate in vigore il 1° gennaio 2016 e si sono applicate ai bilanci relativi agli esercizi finanziari aventi inizio a partire da quella data.

Dopo le modifiche introdotte nel 2015 si è reso necessario da parte dell'Organismo Italiano di Contabilità (OIC), una revisione dei Principi contabili nazionali. I primi risultati del lavoro di riesame sono stati pubblicati nel 2016 e poi successivamente fra la fine del 2017 e l'inizio del 2018, in modo da integrare le esperienze maturate in occasione della predisposizione dei bilanci di esercizio secondo quanto previsto dalle nuove disposizioni. Il lavoro dell'OIC di revisione dei Principi contabili nazionali è stato fondamentale poiché le modifiche introdotte al quadro normativo nazionale implicano il riferimento alle indicazioni dei Principi contabili IAS/IFRS, allineando sempre di più il modello di bilancio civilistico al modello di bilancio IAS/IFRS³.

Le principali novità del D.lgs. 139/2015 (Tieghi, del Sordo, 2018, p. 32) sono:

“- l’inserimento del Rendiconto finanziario di liquidità fra i documenti obbligatori componenti il bilancio di esercizio redatto in forma ordinaria, di cui al primo comma dell’articolo 2423

- l’introduzione del principio della “rilevanza” in seno all’articolo 2423;

- la riformulazione del principio della “prevalenza della sostanza sulla forma”, nell’ambito dell’articolo 2423-bis

³ M. TIEGHI, C. DEL SORDO, *Il bilancio di esercizio. Un’analisi critica dopo le modifiche introdotte dal D. Lgs. 139/2015 e la revisione dei principi contabili OIC*, FrancoAngeli, Milano, 2018, p. 11.

- il contenuto dello Stato patrimoniale previsto dall'articolo 2424, anche a seguito della nuova disciplina delle azioni proprie che ha comportato modifiche agli artt. 2357-ter e 2424-bis

- il contenuto e l'articolazione del Conto economico previsto dall'articolo 2425;

- rilevanti modifiche ai criteri di valutazione di cui all'articolo 2426

- la revisione ed il riallineamento del contenuto della Nota integrativa previsto dall'articolo 2427

- l'introduzione della disciplina per le "micro-imprese", così come definita con l'inserimento dell'articolo 2435-ter"

L'orientamento della direttiva è stato quello di semplificare la redazione del bilancio per le imprese di minori dimensioni e prevedere degli ulteriori obblighi per le imprese più grandi. Gli obblighi informativi di bilancio infatti sono correlati alla grandezza della realtà economico-produttiva, definita dal codice attraverso indicatori quantitativi e temporali.

Si determinano così tre forme di bilancio:

- il bilancio in forma ordinaria per le imprese di grandi dimensioni

- il bilancio in forma abbreviata per le imprese di piccole dimensioni

- il bilancio in forma semplificata per le micro-imprese

1.4. La lettura critica del bilancio di esercizio

L'inizio del processo che porta a valutare il profilo economico, patrimoniale e finanziario di un'impresa parte da una lettura critica dei bilanci. In questo modo si potrà formulare un giudizio riguardo alla capacità informativa e all'attendibilità delle informazioni disponibili. Queste valutazioni preliminari risultano utili per identificare il quadro di riferimento dell'impresa oggetto di studio e svolgere in maniera corretta le successive fasi di analisi e interpretazione dei risultati ottenuti.

La fase di lettura critica può essere così suddivisa⁴:

- lettura dei documenti e degli allegati di cui si compone il bilancio, soffermandosi sulla relazione del revisore legale e sulla nota integrativa
- analisi delle principali variazioni delle singole voci di bilancio
- analisi dei criteri di valutazione e dei loro eventuali cambiamenti
- identificazione di eventuali operazioni straordinarie
- identificazione degli eventuali componenti straordinari
- analisi in logica di gruppo
- determinazione del grado di discrezionalità
- giudizio complessivo

⁴C. TEODORI, *Analisi di bilancio. Lettura e interpretazione*, Giappichelli, Torino, 2017, p. 24

La relazione del revisore legale

La certificazione dei bilanci da parte di un soggetto indipendente, che sia obbligatoria o volontaria, aiuta notevolmente l'analista poiché certifica l'attendibilità dei dati su cui verranno sviluppate le analisi.

Lettura della nota integrativa

La nota integrativa è un documento costitutivo del bilancio la cui funzione è quella di spiegare e integrare le informazioni contenute nei documenti contabili di sintesi. Il contenuto del documento è disciplinato dal Codice civile articoli 2427 e 2427-bis e da altre norme di legge. Dalla lettura della nota integrativa e dalla quantità e qualità delle informazioni in essa contenute, dipenderà il livello di profondità e di significatività di analisi sulla situazione economica, patrimoniale e finanziaria, in particolare per l'analista esterno essendo l'unica fonte di informazioni di cui dispone.

Analisi delle principali variazioni nelle singole voci di bilancio

Analizzando i documenti contabili di sintesi si possono apprezzare eventuali variazioni significative nelle singole voci, poiché in bilancio sono esposti i valori del periodo precedente. Tali variazioni riflettono l'impatto di eventuali operazioni aziendali sullo stato patrimoniale e sul conto economico di cui si dovrà tenere conto in fase di analisi e interpretazione.

Analisi dei criteri di valutazione e dei loro eventuali cambiamenti

La situazione patrimoniale, economica e finanziaria di un'impresa dipende anche dai criteri di contabilizzazione e di valutazione adottati, per questo occorre verificare se l'azienda li ha modificati da un periodo all'altro. Un eventuale cambiamento degli stessi può rendere meno significativo il confronto temporale tra bilanci.

Identificazione di eventuali operazioni straordinarie

Verificare l'eventuale presenza di operazione straordinarie nel corso dell'esercizio e gli effetti che queste hanno avuto sui bilanci.

Identificazione degli eventuali componenti straordinari

Il D.lgs.139/2015 ha eliminato l'area E del conto economico in cui erano classificati i componenti straordinari del reddito. Si dà così meno rilevanza informativa ai componenti estranei alla gestione ordinaria che vengono inseriti nelle voci A.5 e B.14. Le modifiche alla normativa prevedono che secondo il punto 13 dell'art 2427, vengano indicate in nota integrativa "l'importo e la natura dei singoli elementi di ricavo e costo di entità o incidenza eccezionali", indipendentemente dalla loro appartenenza alla gestione ordinaria o straordinaria. Questo cambiamento può essere ricondotto al processo di convergenza dei

principi contabili nazionali con quelli IAS/IFRS che non prevedono l'esistenza di componenti straordinari del reddito⁵.

Analisi in logica di gruppo

L'appartenenza di un'impresa ad un gruppo ha grossi effetti sul bilancio e la riduzione del grado di autonomia della stessa rispetto al gruppo aziendale, potrebbe compromettere la significatività dei valori del bilancio, che andrebbe integrato con l'analisi del bilancio consolidato di gruppo.

Determinazione del grado di discrezionalità

Analisi degli effetti sul risultato economico che può aver prodotto la discrezionalità tecnica riconosciuta agli amministratori.

Giudizio complessivo

In base alle operazioni precedenti l'analista perviene ad un giudizio sulla capacità informativa e l'attendibilità della documentazione disponibile, da cui dipenderà la significatività dell'analisi successiva. Tale fase è particolarmente

⁵ G. PAOLUCCI, *Analisi di bilancio. Logica, finalità e modalità applicative*, Franco Angeli, Milano, 2016, p. 81

importante per le imprese che redigono il bilancio in forma semplificata e con minori obblighi informativi.

2. La riclassificazione del bilancio

2.1. Premessa

Il processo finalizzato ad analizzare gli aspetti economico, patrimoniali e finanziari di un'impresa attraverso l'utilizzo di indici richiede un lavoro a monte di riclassificazione degli schemi di bilancio predisposti secondo la normativa.

Bisogna cioè riordinare i valori di bilancio secondo un criterio diverso da quello del codice civile.

La riclassificazione svolta dall'analista dipende dagli obiettivi di studio che il soggetto vuole perseguire ma anche dalle informazioni di cui dispone. Queste due variabili possono indirizzare l'analista verso l'adozione di uno schema riclassificatorio piuttosto che un altro. Per esempio, soffermandosi sulla dimensione delle informazioni a disposizione, l'analista interno rispetto a quello esterno ha maggiori informazioni riguardo all'impresa che possono portarlo a scegliere criteri di riclassificazione delle poste di bilancio più dettagliati rispetto all'analista esterno che dispone del solo fascicolo di bilancio. Per quanto riguarda gli obiettivi di studio, questi possono portare l'analista a evidenziare delle grandezze rispetto ad altre.

Il lavoro di riclassificazione quindi non è standardizzabile. Tuttavia, la dottrina e la prassi professionale hanno definito dei modelli di riclassificazione largamente utilizzati nelle loro caratteristiche principali e nelle loro logiche ispiratrici, ai quali possono affiancarsi gli obiettivi propri dell'analista.

Per l'analista esterno, inoltre, si presenta anche la scelta tra costi e benefici riguardo alla riclassificazione delle poste. Se le voci per cui il costo, in termini di tempo di ricerca delle informazioni utili alla riclassificazione, è maggiore rispetto alla significatività della voce rispetto all'analisi che si vuole perseguire, l'analista provvederà a riallocare la posta secondo criteri più standardizzati e generali¹.

Nel prosieguo si analizzeranno gli schemi di riclassificazione utilizzati per lo stato patrimoniale e per il conto economico, concentrandosi su quelli ritenuti generalmente più utili e praticabili dall'analista esterno.

2.2. Riclassificazione dello stato patrimoniale secondo il criterio finanziario

Il criterio finanziario classifica le poste dell'attivo e del passivo dello stato patrimoniale secondo la loro scadenza, suddivisa in breve termine e medio-lungo termine se è rispettivamente inferiore o superiore a 12 mesi.

¹ . TEODORI, *Analisi di bilancio. Lettura e interpretazione*, Giappichelli, Torino, 2017, p. 49.

In dettaglio, le voci dell'attivo sono ordinate secondo un grado decrescente di liquidabilità, intesa come loro attitudine a tradursi di nuovo in forma liquida, le voci del passivo sono ordinate secondo un grado decrescente di esigibilità, ossia dei tempi per il loro rimborso, e secondo la natura interna/esterna all'impresa dei soggetti che hanno messo a disposizione tali risorse.

Paolucci (2016, pp. 50-51) struttura lo stato patrimoniale secondo il criterio finanziario nelle seguenti classi di voci:

“Attivo corrente: comprende i fondi liquidi a disposizione dell'impresa e le risorse impiegate in investimenti che torneranno in forma liquida (future entrate) nel breve termine, ossia entro un arco temporale di 12 mesi.

In relazione alla loro attitudine a tradursi in moneta, le attività correnti possono essere ulteriormente ripartite in:

- liquidità immediate: denaro prontamente disponibile presso l'azienda o a vista presso istituti finanziari;

- liquidità differite: crediti e altre attività caratterizzati da una prevedibile liquidabilità entro i 12 mesi

- disponibilità: giacenze di magazzino di materie prime, semilavorati, prodotti finiti e merci.

Attivo fisso: investimenti destinati ad essere recuperati finanziariamente (future entrate) nel medio-lungo termine, ossia in un arco di tempo superiore ai 12 mesi

Passivo corrente: debiti e altre passività destinate ad essere rimborsati entro i 12 mesi.

Passivo consolidato: debiti e altre passività che generano esborsi oltre i 12 mesi.

Patrimonio netto: parti ideali del capitale di proprietà che, per definizione, è permanentemente legato all'azienda, al netto degli importi per i quali sono stati già deliberati la distribuzione o il rimborso e del valore delle azioni proprie in portafoglio.”

ATTIVITÀ		PASSIVITÀ e NETTO	
ATTIVO CORRENTE	Liquidità immediate	Passività correnti	CAPITALE DI TERZI
	Liquidità differite	Passività consolidate	
	Disponibilità	Patrimonio netto	CAPITALE PROPRIO
ATTIVO FISSO	Immobilizzazioni nette		

Fonte: G. Paolucci

Nel prosieguo si analizzeranno le classi di valori nell'ordine dello stato patrimoniale civilistico, indicandone la posizione nello schema riclassificato secondo il criterio finanziario. Inoltre, si evidenzieranno anche gli effetti sulle voci di bilancio provocati dall'entrata in vigore del D.lgs. 139/2015.

Attivo

Crediti verso soci per versamenti ancora dovuti

È necessario separare la quota richiamata dal residuo non richiamato. La quota già richiamata va inserita nelle liquidità differite, poiché verrà incassata dall'impresa nel corso dell'esercizio successivo, mentre il residuo non richiamato viene portato a decurtazione del patrimonio netto, in modo da rappresentare l'effettiva consistenza del patrimonio netto.

Immobilizzazioni materiali, immateriali e finanziarie

Le immobilizzazioni materiali e immateriali sono inserite nell'attivo fisso ed esposte al netto dei fondi di ammortamento e svalutazione, come accade nello stato patrimoniale civilistico. Le modifiche introdotte dal D.lgs. 139/2015 hanno eliminato dallo stato patrimoniale civilistico i costi di ricerca e i costi di pubblicità, in modo da migliorare la rappresentazione della sostanza patrimoniale dell'impresa.

Anche le immobilizzazioni finanziarie sono esposte al netto dei relativi fondi svalutazione e sono inserite nell'attivo fisso. Le suddette innovazioni normative hanno, in tale classe di valori, previsto che gli strumenti finanziari attivi siano indicati in maniera separata.

Attivo circolante- Rimanenze

Le rimanenze sono considerate investimenti che torneranno in forma liquida entro 12 mesi. Vengono collocate fra le disponibilità e sono esposte al netto dei fondi svalutazione. Allo stesso modo vengono classificati gli anticipi a fornitori per il magazzino, mentre gli acconti da clienti, che nello schema civilistico sono collocati tra i debiti, nella riclassificazione secondo il criterio finanziario vengono collocate con il segno meno tra le disponibilità nell'attivo corrente.

Attivo circolante-Crediti

Vanno inseriti nelle liquidità differite, poiché torneranno in forma liquida nell'arco di 12 mesi, ed esposti al netto dei relativi fondi svalutazione. Nel caso presentino una scadenza maggiore i 12 mesi vanno inseriti nell'attivo fisso.

Attivo circolante-Attività finanziarie che non costituiscono immobilizzazioni

Sono iscritte nelle liquidità differite a meno che non si tratti di strumenti finanziari quotati nei mercati regolamentati. In quest' ultimo caso devono essere

classificati tra le liquidità immediate. Come per le immobilizzazioni finanziarie la normativa ora prevede che vengano indicati distintamente gli strumenti finanziari derivati attivi.

Attivo circolante-Disponibilità liquide

Tutte le voci all'interno della classe sono inserite nelle disponibilità immediate.

Ratei e risconti attivi

I ratei attivi sono crediti in corso di formazione alla fine dell'esercizio che si manifesteranno numericamente negli esercizi successivi. Sono iscritti nelle liquidità differite o nelle immobilizzazioni finanziarie se le relative entrate si manifesteranno entro o oltre i 12 mesi.

I risconti attivi sono storni di quote di costi che sono di competenza di uno o più periodi. Sono classificati tra le disponibilità se si riferiscono a costi di pertinenza dell'esercizio successivo o nelle immobilizzazioni immateriali se i relativi costi sono di competenza di più esercizi.

Patrimonio netto

Capitale sociale, riserve e utile netto d'esercizio

È necessario solamente prestare attenzione a eventuali rimborsi o distribuzioni dei valori appartenenti a tale classe. In questo caso si deve decrementare il capitale proprio e si devono iscrivere i relativi importi come poste del passivo corrente, in particolare tra i debiti verso i soci.

In caso di utili e perdite portati a nuovo si andrà ad aumentare o diminuire il capitale proprio.

Le modifiche normative del 2015 prevedono che sia indicata una nuova riserva nel patrimonio netto denominata RISERVA PER OPERAZIONI DI COPERTURA DEI FLUSSI FINANZIARI ATTESI, in cui ad ogni chiusura di bilancio viene iscritta la variazione di valore registrata degli strumenti derivati di copertura valutati al fair value.

La nuova normativa ha previsto anche un diverso trattamento delle azioni proprie che ora non sono più collocate nell'attivo ma in una riserva negativa all'interno del patrimonio netto.

Passivo

Fondi per rischi e oneri

Sono inseriti nelle passività a breve o in quelle consolidate rispettivamente se le relative uscite monetarie si manifesteranno entro o oltre i 12 mesi.

All'interno di questa classe, sempre per effetto delle modifiche introdotte nel 2015, troviamo rappresentati isolatamente gli strumenti finanziari derivati passivi.

Trattamento fine rapporto di lavoro subordinato

È iscritto nelle passività consolidate poiché è destinato ad essere rimborsato oltre i 12 mesi. La parte di debito che dovrà essere rimborsata nell'immediato futuro invece sarà iscritta nelle passività correnti.

È utile dire che dal 2007, data in cui venne istituita la previdenza integrativa, tale classe può essere ridimensionata con il connesso aumento dei debiti verso istituti di previdenza, di sicurezza sociale o verso altri enti.

Debiti

Le quote in scadenza entro l'esercizio successivo sono classificate nelle passività correnti mentre le parti con una scadenza nel medio-lungo periodo sono iscritte nelle passività consolidate.

I debiti verso soci per finanziamenti se non prevedono oneri finanziari e il rimborso nel breve periodo devono essere riclassificati nel patrimonio netto.

Per quanto riguarda gli anticipi ricevuti da clienti, come si è già sottolineato, se si riferiscono a beni già in magazzino vanno rettificati dai debiti e portati in deduzione delle rimanenze.

Ratei e risconti passivi

I ratei passivi sono debiti in corso di formazione alla fine dell'esercizio che si manifesteranno numerariamente negli esercizi successivi. Sono iscritti nelle passività correnti o consolidate dipendentemente se le relative uscite si manifesteranno entro o oltre i 12 mesi.

I risconti passivi sono storni di quote di ricavi che sono di competenza di uno o più periodi. Sono classificati nel passivo corrente se si riferiscono a ricavi di pertinenza dell'esercizio successivo o nel passivo consolidato se i relativi ricavi sono di competenza di più esercizi.

2.3. La riclassificazione dello stato patrimoniale secondo il criterio di pertinenza gestionale

La riclassificazione dello stato patrimoniale secondo il criterio di pertinenza gestionale è generalmente utilizzata dagli analisti interni all'impresa, poiché sono necessarie numerose informazioni per classificare le attività e le passività. L'analista esterno potrà utilizzare questa riclassificazione accettando un margine di errore nella sua elaborazione e a patto di avere una nota integrativa ricca e dettagliata.

Le attività e le passività vengono suddivise secondo le aree della gestione aziendale. In particolare, si classificano le attività e passività secondo un duplice criterio: l'appartenenza o meno alla gestione caratteristica, intesa come attività

tipica dell'impresa, e l'essere correnti o meno (cioè immobilizzate) in relazione al ciclo operativo². Si individuano i seguenti aggregati di voci:

- attività operative caratteristiche, divise in correnti e fisse
- attività operative accessorie
- passività operative caratteristiche correnti
- passività finanziarie
- patrimonio netto

Lo stato patrimoniale a pertinenza gestionale:

Attività Operative Caratteristiche Correnti	Passività Operative Caratteristiche Correnti
Attività Operative Caratteristiche Fisse	Passività finanziarie

² G. LOMBARDI STOCCHETTI, *Valutazioni e analisi di bilancio. Aggiornato ai nuovi principi OIC*, Pearson, Milano, 2015, p. 325.

Attività Operative Accessorie	Patrimonio Netto
--------------------------------------	-------------------------

Fonte: G. Stocchetti

All'interno delle classi si trovano, in dettaglio, le seguenti voci³:

Attività Operative Caratteristiche Correnti

- Crediti verso clienti
- (Fondo svalutazione crediti)
- Magazzino
- Anticipi a fornitori correnti
- Ratei e risconti attivi (riconducibili alla gestione caratteristica)

Attività Operative Caratteristiche Immobilizzate

- Immobilizzazioni materiali nette

³ G. LOMBARDI STOCCHETTI, *Valutazioni e analisi di bilancio. Aggiornato ai nuovi principi OIC*, Pearson, Milano, 2015, p. 326.

- Immobilizzazioni immateriali nette
- Anticipi a fornitori di impianti
- (-debiti vs fornitori di impianti)

Attività Operative Accessorie

- Disponibilità liquide
- Titoli azionari e obbligazionari
- Partecipazioni
- Crediti finanziari
- Investimenti immobiliari non strumentali alla gestione caratteristica

Passività Operative Caratteristiche correnti

- Debiti verso fornitori correnti
- Debiti verso dipendenti
- Debiti verso enti previdenziali e assistenziali
- Debiti per TFR
- Ratei e risconti passivi (riconducibili alla gestione caratteristica)
- Fondi rischi e spese future
- Debiti tributari

Passività finanziarie

- Debiti verso banche
- Mutui passivi
- Ratei e risconti (della gestione finanziaria)
- Debiti per obbligazioni

La riclassificazione secondo il criterio di pertinenza gestionale permette di evidenziare due importanti grandezze: Il CAPITALE CIRCOLANTE NETTO OPERATIVO e LA POSIZIONE FINANZIARIA NETTA.

Il CAPITALE CIRCOLANTE NETTO OPERATIVO corrisponde alle attività operative caratteristiche correnti da cui si sottrae il valore delle passività operative caratteristiche correnti. Tale aggregato rappresenta gli investimenti netti conseguenti all'attività commerciale e ne misura il fabbisogno finanziario⁴.

La POSIZIONE FINANZIARIA NETTA è determinata dalla differenza tra le attività operative accessorie, escludendo gli investimenti immobiliari non strumentali alla gestione caratteristica, e le passività finanziarie. È una grandezza

⁴ G. PAOLUCCI, *Analisi di bilancio. Logica, finalità e modalità applicative*, Franco Angeli, Milano, 2016, pp. 72-75.

molto utilizzata nella prassi professionale e rappresenta l'indebitamento finanziario netto complessivo dell'impresa⁵.

Evidenziando queste due grandezze, il prospetto di stato patrimoniale viene rappresentato in questa configurazione:

CAPITALE CIRCOLANTE NETTO CORRENTE	POSIZIONE FINANZIARIA NETTA
ATTIVIT OPERATIVE CARATTERISTICHE IMMOBILIZZATE	
IMMOBILIZZAZIONI ACCESSORIE	CAPITALE NETTO

Risulta evidente come la riclassificazione secondo il criterio di pertinenza gestionale, suddividendo le componenti patrimoniali in base alle aree della

⁵ G. PAOLUCCI, *Analisi di bilancio. Logica, finalità e modalità applicative*, Franco Angeli, Milano, 2016, pp. 72-75.

gestione aziendale, permetta un'indagine sulla loro struttura. Inoltre, insieme al conto economico riclassificato, si possono analizzare la performance di un'area gestionale in relazione ai propri valori patrimoniali.

2.4. La riclassificazione del conto economico

La dottrina economico-aziendale e la prassi professionale hanno definito più tipologie di modelli riclassificatori del conto economico. Tuttavia, la caratteristica comune ai diversi schemi è quella di distinguere i costi e ricavi in base all'area gestionale a cui si riferiscono⁶. In questo modo, attraverso una struttura scalare, si evidenzieranno i risultati delle diverse gestioni, in modo da comprendere in maniera più chiara l'influenza delle diverse operazioni sul reddito netto.

Una prima distinzione si basa sull'appartenenza dei componenti di reddito alla gestione operativa o alla gestione straordinaria. È una classificazione importante poiché permette di verificare la stabile capacità dell'impresa di produrre reddito. L'area straordinaria infatti comprende tutti quei costi e ricavi che non fanno parte del core business e quelli che si manifestano in maniera non frequente. L'inclusione degli elementi dell'area straordinaria in quella operativa

⁶ U. SOSTERO, P. FERRARESE, *Analisi di bilancio. Strutture formali, indicatori e rendiconto finanziario*, Giuffrè, Milano, 2000, p. 25.

influenzerebbe la significatività dell'analisi riguardo l'equilibrio economico di medio-lungo periodo⁷.

Come si è precedentemente sottolineato, le modifiche introdotte dal D. lgs. 159/2015 hanno eliminato la rappresentazione nel conto economico civilistico degli elementi reddituali aventi carattere di straordinarietà, che saranno ora inserite nelle voci A.5 "Altri ricavi e proventi" e B.14 "Oneri diversi di gestione". Nel caso l'analista esterno disponga delle informazioni che qualificano la straordinarietà di alcune voci/operazioni, potrà comunque evidenziare la gestione straordinaria all'interno del proprio conto economico riclassificato. A tale scopo, come si è detto nel corso del testo, risulta discriminante la qualità e la quantità delle informazioni presenti in nota integrativa.

Ora che si è menzionata la criticità della separazione di eventuali voci straordinarie e le innovazioni normative in questo tema, si elencheranno tutte le aree in cui può essere scomposta la gestione e in cui si aggregheranno le voci reddituali.

⁷ V. CODA, "Il concetto di "reddito operativo" nell'analisi economica d'impresa", *Rivista dei Dottori Commercialisti*, n. 5, 1980.

Area della gestione operativa caratteristica

Comprende tutte le voci del conto economico che provengono dall'attività che caratterizza l'impresa nel suo ambiente economico, quindi tutti i costi necessari per ottenere la sua produzione tipica e il valore della stessa.

Area della gestione operativa accessoria

Per la gestione accessoria si intende tutte quelle operazioni che sono estranee all'attività istituzionale dell'impresa. Tale area è separata dalla caratteristica, in modo da permettere l'analisi sulle performance di ognuna delle due aree, con particolare interesse per la caratteristica, i cui risultati sono fondamentali per un equilibrio economico dell'impresa nel medio-lungo periodo.

Considerando un'impresa industriale, si considerano accessori i proventi e i costi degli investimenti immobiliari non impiegati nel processo produttivo, e quelle voci positive e negative che riguardano investimenti finanziari nelle sue diverse forme.

Area della gestione finanziaria

L'area della gestione finanziaria comprende gli oneri finanziari connessi al capitale di terzi di natura finanziaria, utilizzato sotto forma di prestiti bancari, obbligazionari e altre forme.

In questa area non vengono collocati invece i proventi finanziari che sono compresi nella gestione accessoria.

Area gestione straordinaria

Qui vengono classificati i componenti che risultano essere imputati all'esercizio ma che si riferiscono anche a esercizi precedenti e soprattutto proventi e oneri che non sono ricorrenti o prevedibili in relazione all'attività specifica d'impresa. Alcuni esempi delle voci di bilancio classificate come straordinarie sono:

- “-le plusvalenze e le minusvalenze;
- le sopravvenienze attive e passive;
- le insussistenze dell'attivo e del passivo;
- le svalutazioni e le rivalutazioni ritenute straordinarie;
- i valori (comunque denominati) derivanti da errori di stima o di altra specie compiuti in anni precedenti ma la cui manifestazione temporale è avvenuta nel periodo o avverrà in periodi futuri;
- i valori derivanti da fenomeni non controllabili o casuali.”⁸

⁸ C. TEODORI, *Analisi di bilancio. Lettura e interpretazione*, Giappichelli, Torino, 2017, p. 65

Area gestione tributaria

Include i componenti che fanno riferimento alle imposte sul reddito di competenza del periodo. Precisamente tali voci originano da operazioni delle diverse aree in cui è suddivisa la gestione⁹, ma per semplicità vengono collocate in una sezione distinta, in modo da non rendere troppo complicata l'analisi reddituale.

Accanto alla suddivisione dei costi e ricavi in aree gestionali, i diversi schemi riclassificatori definiti dalla dottrina e dalla prassi si possono differenziare per il criterio con cui vengono ripartiti le componenti appartenenti all'area della gestione caratteristica. Gli schemi che si tratteranno nelle parti successive del testo sono quello a valore aggiunto e quello a margine di contribuzione. Il primo è quello utilizzato dagli analisti esterni sia per le informazioni di cui dispongono sia per l'obiettivo conoscitivo che perseguono, connesso alla valutazione delle performance economico-finanziarie. Il conto economico a margine di contribuzione invece è utilizzato dai soggetti interni all'impresa.

⁹ R. SILVI, *Analisi di bilancio. La prospettiva manageriale*, McGraw Hill, Milano, 2012, p. 74

2.5. Conto economico a valore aggiunto

Lo schema di conto economico a valore aggiunto assume la seguente configurazione:

Valore della produzione
- Consumi di materie
- Consumi di servizi
= Valore aggiunto
- Costo del lavoro
= Margine operativo lordo (MOL o EBITDA)
- Ammortamenti e accantonamenti
= Reddito operativo caratteristico (ROC)
+ Ricavi accessori
- Costi accessori
+ Proventi finanziari
= Risultato operativo globale (EBIT o ROG)
- Oneri finanziari
= Reddito di competenza
+ Proventi straordinari
- Oneri straordinari
= Reddito ante imposte

- Imposte
= Reddito netto

Partendo nella descrizione della prima voce, ossia “Valore della produzione” vengono inclusi i ricavi di vendita, le rimanenze in attesa di essere vendute, i lavori in corso su ordinazione, i beni prodotti in economia e i ricavi caratteristici presenti nella v^{10} . I costi operativi invece sono ripartiti in base al carattere interno o esterno rispetto alla combinazione aziendale. Sono considerati costi interni tutti quelli che si riferiscono a fattori produttivi già presenti “all’interno” della combinazione aziendale, ossia le strutture tecniche (gli impianti) e le strutture organizzative (il personale dipendente); mentre sono classificati come costi esterni tutti quelli che si riferiscono a fattori esterni alla combinazione aziendale: le materie e i servizi¹¹.

Sottraendo i costi esterni al valore della produzione si ottiene un primo risultato parziale: il *valore aggiunto*.

Il valore aggiunto è da considerarsi come il valore incrementale che l’impresa, attraverso il proprio processo produttivo, conferisce ai fattori produttivi

¹⁰ U. SOSTERO, P. FERRARESE, *Analisi di bilancio. Strutture formali, indicatori e rendiconto finanziario*, Giuffrè, Milano, 2000, p. 34.

¹¹ C. CARAMIELLO, F. DI LAZZARO, G. FIORI, *Indici di bilancio. Strumenti per l’analisi della gestione aziendale*, Giuffrè, Milano, 2003, p. 268.

esterni. Tale valore incrementale dovrà remunerare i fattori produttivi interni all'azienda che hanno contribuito a crearlo e coprire gli oneri delle altre aree della gestione¹²: l'area della gestione accessoria (che in caso di saldo positivo contribuisce al reddito netto), le risorse finanziarie di terzi impiegate, l'area della gestione straordinaria, il prelievo fiscale, e l'eventuale parte rimanente remunera gli apportatori del capitale di rischio.

Sottraendo dal valore aggiunto il costo dei fattori interni, il costo del lavoro e quello della struttura tecnico produttiva (costituito di ammortamenti e accantonamenti) si giunge al risultato della gestione operativa caratteristica (**ROC**).

Un aggregato intermedio tra il valore aggiunto e il risultato operativo è il margine operativo lordo (**MOL**), che considera tutti gli elementi positivi e negativi della gestione operativa caratteristica senza considerare gli ammortamenti e gli accantonamenti. Il MOL quindi è un valore importante poiché a differenza del ROC non risente della discrezionalità relativa agli ammortamenti e accantonamenti, inoltre considera solo i costi di natura monetaria, permettendo così di comprendere quale è stato il contributo in termini di risorse finanziarie della gestione operativa caratteristica.

¹² C. CARAMIELLO, F. DI LAZZARO, G. FIORI, *Indici di bilancio. Strumenti per l'analisi della gestione aziendale*, Giuffrè, Milano, 2003, p. 269.

2.6. Conto economico a margine di contribuzione

Lo schema di conto economico a margine di contribuzione classifica i costi della gestione operativa caratteristica in costi fissi e costi variabili. Tale riclassificazione è utile per le analisi riguardo all'efficienza della struttura interna e può essere applicata solo disponendo delle informazioni della contabilità analitica.

Il risultato intermedio evidenziato all'interno dell'area della gestione operativa caratteristica è il ***margine di contribuzione***. Si ottiene sottraendo i costi variabili dai ricavi netti di vendita e permette di evidenziare quanto reddito rimane per coprire i costi fissi di struttura, che si manifestano indipendentemente dal volume di produzione e vendita¹³.

Ricavi netti di vendita
- Costi variabili
= Margine di contribuzione
- Costi fissi
= Risultato operativo caratteristico (ROC)

¹³ R. SILVI, *Analisi di bilancio. La prospettiva manageriale*, McGraw Hill, Milano, 2012, p. 88.

Il rapporto tra il margine di contribuzione e il ROC viene denominato *leva operativa* e misura l'elasticità del reddito operativo caratteristico rispetto ai ricavi netti di vendita¹⁴.

$$\text{Leva operativa} = \frac{\text{Margine di contribuzione}}{\text{Risultato operativo caratteristico}}$$

Moltiplicando la variazione percentuale dei ricavi di vendita per il valore della leva operativa si ottiene la variazione percentuale del ROC.

Il conto economico a margine di contribuzione si basa su informazioni di cui l'analista esterno non dispone. Inoltre, non evidenzia informazioni che gli sono utili come la struttura dettagliata dei costi dell'area caratteristica che permette di collegare la dimensione economica con quella finanziaria. Lo schema invece è utilizzato dai soggetti interni all'impresa per valutare la propria efficienza e prendere decisioni strategiche e gestionali.

¹⁴ G. LOMBARDI STOCCHETTI, *Valutazioni e analisi di bilancio. Aggiornato ai nuovi principi OIC*, Pearson, Milano, 2015, p. 311.

3. Analisi per indici

3.1. Premessa

Gli indici, di cui di seguito si tratterà, utilizzati per valutare la situazione economica, patrimoniale e finanziaria di un'impresa, si basano sullo stato patrimoniale riclassificato secondo il criterio finanziario e il conto economico riclassificato a valore aggiunto. Questi due schemi, con i relativi indicatori, sono quelli concretamente utilizzabili dall'analista esterno in base alle informazioni di cui dispone e agli obiettivi dell'analisi.

3.2. Analisi della solidità patrimoniale

L'analisi patrimoniale è volta a verificare la solidità della struttura del patrimonio aziendale, ossia la presenza delle condizioni che permettono all'azienda di operare in equilibrio finanziario nel medio-lungo termine. Le condizioni necessarie a tal fine sono:

“1) la correlazione tra gli impieghi a medio-lungo termine e le fonti a medio-lungo termine;

2) la struttura dei finanziamenti.”¹

L’analisi patrimoniale parte dagli indici di composizione degli impieghi e delle fonti, ottenuti rapportando le diverse tipologie di attività/passività individuate dal criterio finanziario sul totale della sezione a cui appartengono. Moltiplicando i valori dei rapporti per 100 si ottiene il valore percentuale.

Gli indici di composizione dell’attivo permettono di evidenziare quello che è il grado di elasticità/rigidità degli impieghi di capitale². Gli indici in questione sono:

$$\text{Indice di rigidità degli impieghi} = \frac{\text{Attivo fisso}}{\text{Totale impieghi}}$$

$$\text{Indice di elasticità degli impieghi} = \frac{\text{Attivo corrente}}{\text{Totale impieghi}}$$

Il valore registrato dai quozienti dipende sia dalle caratteristiche del settore in cui l’impresa opera sia dalle scelte strategiche e gestionali poste in essere

¹ C. CARAMIELLO, F. DI LAZZARO, G. FIORI, *Indici di bilancio. Strumenti per l’analisi della gestione aziendale*, Giuffrè, Milano, 2003, p. 132.

² G. FERRERO, F. DEZZANI, P. PISONI, L. PUDDU, *Analisi di bilancio e rendiconti finanziari*, Giuffrè, Milano, 2006, p. 193.

dall'impresa³. In termini assoluti una struttura elastica permette di riorganizzare in maniera veloce ed economica gli impieghi. Tuttavia, come si è detto la rigidità degli impieghi dipende anche dall' esigenze operative del settore di appartenenza. Ci sono settori in cui le immobilizzazioni pesano maggiormente rispetto alle attività correnti. Inoltre, un valore basso dell'indice in questione non può considerarsi in assoluto un elemento positivo. Si pensi al caso di immobilizzazioni quasi totalmente ammortizzate a bilancio; se è dovuto al mancato investimento in tale tipologia di beni, potrebbe tradursi in una minore futura capacità di produrre reddito.

Gli indici di composizione delle fonti evidenziano come vengono ripartite le fonti sia tra il capitale proprio e quello di terzi, sia tra la componente a breve e quella a lungo periodo⁴. Questi sono:

$$\text{Indice di indebitamento a breve termine} = \frac{\text{Passivo corrente}}{\text{Totale fonti}}$$

$$\text{Indice di indebitamento a medio lungo termine} = \frac{\text{Passivo consolidato}}{\text{Totale fonti}}$$

³ G. FERRERO, F. DEZZANI, P. PISONI, L. PUDDU, *Analisi di bilancio e rendiconti finanziari*, Giuffrè, Milano, 2006, p. 194.

⁴ M. FAZZINI, *Analisi di bilancio. Metodi e strumenti per l'interpretazione delle dinamiche aziendali*, IPSOA, Milanofiori Assago (Mi), 2011, p. 121.

$$\text{Indice di autonomia finanziaria} = \frac{\text{Patrimonio netto}}{\text{Totale fonti}}$$

$$\text{Indice di dipendenza finanziaria} = \frac{\text{Capitale di terzi}}{\text{Totale fonti}}$$

Sia per gli impieghi che per le fonti è possibile calcolare il peso percentuale, sul totale della sezione corrispondente, di ogni voce o aggregati di voci ottenendo ulteriori indici di composizione, di cui si ritiene importante la conoscenza.

Gli indici di composizione trattati sin qui, consentono di rappresentare la struttura delle fonti e degli impieghi, fornendo subito informazioni utili e dando una visione d'insieme. Tuttavia, affinché si possa esprimere un giudizio in merito alla solidità patrimoniale dell'impresa è necessario utilizzare degli indici strutturali composti, che mettano a rapporto diverse classi di voci dello stato patrimoniale finanziario. Gli indici impiegati a tal fine sono: il rapporto indebitamento, il quoziente di copertura dell'attivo fisso e il quoziente di autocopertura dell'attivo fisso.

Il **rapporto di indebitamento**, che è l'indicatore da cui parte l'analisi della solidità patrimoniale, è dato da:

$$\text{Rapporto di indebitamento} = \frac{\text{Capitale di terzi}}{\text{Capitale proprio}}$$

L'indice evidenzia la proporzione esistente fra mezzi di terzi e mezzi propri e misura la dipendenza finanziaria dell'impresa. Seppure non sia possibile determinare un valore ottimale del quoziente che valga per tutte le aziende e in tutte le condizioni, valori alti corrispondono a situazioni di forte dipendenza finanziaria da terze economie. Il capitale di terzi, infatti, necessita di essere rimborsato e quindi un ricorso sproporzionato a tale fonte rispetto al capitale proprio, che al contrario non deve essere rimborsato, aumenta il rischio che possano verificarsi tensioni finanziarie⁵. Oltre ai rischi di natura finanziaria connessi all'elevato indebitamento, si pongono almeno altre due problematiche. Se l'impresa non riuscisse più, per qualsiasi motivo, a mantenere gli apporti di terzi (si pensi con riferimento al capitale di terzi di natura finanziaria, ad un momento di stretta creditizia), dovrebbe inevitabilmente ridurre gli investimenti anche se profittevoli. Un'altra criticità riguarda il fatto che un livello alto del quoziente di indebitamento, aumenta le pressioni dei creditori che condizionano inevitabilmente l'impresa nella sua gestione, sia strategica che operativa.

Un'ulteriore configurazione dell'indice è il *rapporto di indebitamento finanziario* che mette in relazione il capitale di terzi di natura finanziaria con i mezzi propri. In formula:

⁵ C. CARAMIELLO, F. DI LAZZARO, G. FIORI, *Indici di bilancio. Strumenti per l'analisi della gestione aziendale*, Giuffrè, Milano, 2003, p. 167.

$$\text{Rapporto di indebitamento finanziario} = \frac{\text{Debiti finanziari}}{\text{Mezzi propri}}$$

Il quoziente sopra esposto è una variabile da considerare nell'equazione della leva finanziaria, aspetto che sarà analizzato successivamente all'interno dell'analisi della redditività.

Riguardo al valore ottimale che il quoziente di indebitamento finanziario debba avere si è ampiamente espressa la letteratura di finanzia aziendale, studiando le variabili che maggiormente influiscono sul rapporto. Tuttavia, è certo il fatto che livelli elevati del rapporto aumentino il costo medio dell'indebitamento, visto che cresce il rischio di insolvenza dell'azienda ossia il rischio che l'impresa non riesca a rimborsare la quota capitale e la quota interessi connessa al debito⁶.

Un altro modo per misurare il grado di dipendenza da terze economie è dato dal rapporto tra i mezzi propri e il capitale investito:

$$\frac{\text{Mezzi propri}}{\text{Capitale investito}}$$

Alcuni analisti hanno cercato di stabilire dei valori del rapporto che possano orientare il giudizio in merito alla struttura patrimoniale:

⁶ O. DOMENICHELLI, *Le determinanti della struttura finanziaria delle imprese. Profili teorici ed empirici*, Giappichelli, Torino, 2013, p. 56.

- valori tra 0 - 0,33 zona di pericolo, la struttura finanziaria è assai fragile e precaria

- valori tra 0,33 – 0,50 zona di vigilanza, la struttura finanziaria deve essere sorvegliata

- valori tra lo 0,55 – 0,66 zona normale, struttura equilibrata

- valori tra lo 0,66 – 1 zona di espansione, la struttura finanziaria denota notevoli possibilità di sviluppo⁷.

Il grado di autonomia finanziaria però non è l'unico elemento su cui valutare la solidità della struttura patrimoniale aziendale. Bisogna tener conto anche delle modalità con cui viene finanziato l'attivo immobilizzato. Affinché vi siano le condizioni per operare in equilibrio finanziario nel medio lungo periodo (solidità patrimoniale), è necessario che le fonti stabili coprano gli impieghi durevoli. Il quoziente deputato a conoscere tale dimensione è il *quoziente di copertura dell'attivo fisso*. In formula:

$$\frac{\text{Patrimonio netto} + \text{Passivo consolidato}}{\text{Attivo fisso}}$$

⁷ O. PAGANELLI, *Analisi di bilancio. Indici e flussi*, Utet libreria, Torino, 1991, p. 77.

Il valore ottimale è superiore all'unità poiché anche alcuni impieghi in attività correnti, come ad esempio il magazzino e i crediti commerciali, sono caratterizzati da un fabbisogno durevole di capitale⁸.

Un valore inferiore all'unità evidenzia delle criticità, poiché quando le fonti a breve scadranno, se non sarà possibile il rinnovo, l'impresa per rimborsarle sarà costretta a liquidare elementi dell'attivo fisso in maniera anticipata, operazione che può non essere realizzabile nel breve termine e sicuramente molto onerosa in quanto influenza la futura capacità di produrre reddito.

Si può anche misurare quale sia la capacità dell'impresa di coprire l'attivo fisso attraverso i mezzi propri con il *quoziente di autocopertura dell'attivo fisso*:

$$\text{Quoziente di autocopertura dell'attivo fisso} = \frac{\text{Patrimonio netto}}{\text{Attivo fisso}}$$

Un valore pari ad uno delinea una situazione in cui i mezzi propri coprono tutti gli impieghi durevoli e in cui può ritenersi soddisfacente la capitalizzazione dell'impresa. Se il quoziente presenta un valore maggiore all'unità il capitale di rischio oltre a coprire gli investimenti fissi può essere utilizzato per lo sviluppo o per fronteggiare una contrazione della redditività dovuta ad eventi inattesi⁹.

⁸ O. PAGANELLI, *Analisi di bilancio. Indici e flussi*, Utet libreria, Torino, 1991 p. 80.

⁹ C. TEODORI, *Analisi di bilancio. Lettura e interpretazione*, Giappichelli, Torino, 2017, p. 156.

3.3 Analisi della redditività

Come visto per l'analisi patrimoniale, l'analisi circa il profilo reddituale dell'impresa comincia con la percentualizzazione del prospetto economico riclassificato. Nel presente lavoro l'analisi della redditività sarà sviluppata a partire dal conto economico riclassificato a valore aggiunto.

La percentualizzazione del conto economico a valore aggiunto si ottiene rapportando il saldo delle diverse gestioni e i risultati intermedi al totale del valore della produzione. In questo si può apprezzare la struttura economica dell'azienda e comprendere la dinamica con cui le diverse gestioni hanno assorbito il valore prodotto/ i ricavi realizzati¹⁰. Inoltre, nel caso si effettui un'analisi temporale, attraverso il conto economico percentualizzato si può comprendere eventuali variazioni dell'incidenza delle gestioni o di singoli componenti reddituali.

Gli indici di redditività servono a valutare il reddito, indipendentemente dalla configurazione scelta, in relazione ad un'altra quantità, più precisamente in relazione al capitale investito che lo ha generato. Lo stesso livello assoluto di reddito può essere estremamente positivo per un'azienda che lo abbia generato da

¹⁰ L. FADDA, F. FONTANA, R. GARELLI, *Analisi di bilancio*, Giappichelli, Torino, 2008, p. 154 e seguenti.

poco capitale, mentre insoddisfacente per un'azienda che ha realizzato ingenti investimenti¹¹.

Il primo indicatore esposto è il **ROE**. È dato dal rapporto tra il reddito netto e il capitale proprio.

$$ROE = \frac{\text{Reddito netto}}{\text{Patrimonio netto}}$$

L'indice in questione misura il tasso di rendimento del capitale azionario. Il livello del rendimento dovrà essere congruo a remunerare tutte le tipologie di rischi a cui il capitale proprio è esposto.

Il denominatore del ROE, ossia il capitale proprio, è una grandezza che può subire delle variazioni durante l'esercizio amministrativo: si possono effettuare aumenti o rimborsi del capitale, distribuzioni degli utili e altre operazioni che ne variano la consistenza. Questo pone l'analista di fronte ad una scelta sul valore da porre al denominatore. Nella teoria e nella prassi si fa ricorso ad una delle tre scelte attuabili: valori iniziali, finali o medi. Ognuna delle scelte ha dei vantaggi e dei limiti.

L'altro indicatore fondamentale nell'analisi della redditività è rappresentato dal **ROI**. Mette in relazione il reddito operativo con il capitale investito nella gestione caratteristica. In formula:

¹¹ U. SOSTERO, P. FERRARESE, *Analisi di bilancio. Strutture formali, indicatori e rendiconto finanziario*, Giuffrè, Milano, 2000, p. 62.

$$ROI = \frac{\text{Reddito operativo caratteristico}}{\text{Capitale investito nella gestione caratteristica}}$$

Il ROI misura il rendimento del capitale investito nell'azienda attraverso la propria attività caratteristica, indipendentemente dalla struttura finanziaria adottata, ossia della composizione tra il capitale di rischio e il capitale di credito. È l'indicatore fondamentale della redditività. Maggiore sarà il suo valore maggiore sarà la performance economica dell'impresa e la capacità di remunerare i creditori e gli azionisti.

Nella prassi, in caso di analisi sulle performance-economico finanziarie da parte di un analista esterno risulta difficile determinare a quanto ammonti il capitale investito nella gestione caratteristica e in quella accessoria. La soluzione adottata consiste nel porre al numeratore il **ROG (EBIT)**, che il risultato operativo globale dato dalla somma del reddito caratteristico e accessorio, e al denominatore il totale del capitale investito. L'indicatore in questione è in realtà il ROA (return on asset) cioè il rendimento del capitale complessivamente investito nell'azienda, ma nella prassi viene normalmente denominato ROI¹².

¹² G. PAOLUCCI, *Analisi di bilancio. Logica, finalità e modalità applicative*, Franco Angeli, Milano, 2016 p. 129.

Analiticamente il ROI è il risultato del prodotto di due altri indicatori: il **ROS** e il **Tasso di rotazione del capitale investito**¹³.

Il ROS (Return on sale) esprime il tasso di rendimento delle vendite, ossia quanto reddito operativo caratteristico è stato prodotto dal fatturato. In formula:

$$ROS = \frac{\text{Reddito operativo caratteristico}}{\text{Vendite}}$$

Il tasso di rotazione del capitale è dato da:

$$\text{Tasso di rotazione} = \frac{\text{Vendite}}{\text{Capitale investito nella gestione caratteristica}}$$

Misura quanti ricavi ha prodotto il capitale investito nella gestione caratteristica.

Dall'analisi delle i due componenti su cui si basa il ROI è possibile comprendere quale la strategia adottata dall'azienda nel proprio ambiente. Si può perseguire una politica di bassi margini sulle vendite (ROS ridotto) ma di elevato volume delle stesse (Tasso di rotazione elevato). Oppure al contrario puntare su un minore volume delle vendite ma più profittevole.

Un altro indicatore importante nell'analisi della redditività di un'impresa è dato dal **ROD**, che esprime il costo medio dell'indebitamento finanziario.

¹³ M. A. REA, *L'analisi di bilancio per il controllo della gestione*, Giappichelli, Torino, 2008, p. 284.

$$ROD = \frac{\text{Oneri finanziari}}{\text{Capitale di terzi di natura finanziaria}}$$

Il capitale di terzi di natura finanziaria comprende tutti i debiti finanziari che generano interessi espliciti.

Il ROD è una variabile della *leva finanziaria*, equazione che esprime il ROE in funzione di tre variabili¹⁴. In formula¹⁵:

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

In cui:

CT = Capitale di terzi di natura finanziaria

CP = Capitale proprio

α = Aliquota fiscale media applicata all'impresa

È evidente come in caso di un differenziale positivo tra il rendimento del capitale complessivamente investito nella gestione aziendale e il costo delle risorse finanziarie, l'impresa possa aumentare il rapporto di indebitamento finanziario (CT/CP) per finanziare lo sviluppo aziendale, ed avere così anche effetti moltiplicativi sul ROE.

¹⁴ G. PAOLUCCI, *Analisi di bilancio. Logica, finalità e modalità applicative*, Franco Angeli, Milano, 2016 pp. 132-134.

¹⁵ La formula rappresentata si basa sull'ipotesi di assenza dell'area accessoria.

Tuttavia, come si è detto riguardo all'analisi della solidità patrimoniale, all'aumentare dell'indebitamento aumenta il rischio finanziario. Inoltre, a livelli elevati di indebitamento finanziario si corre il rischio di insolvenza. In tal caso fisiologicamente aumenterebbe il costo dei finanziamenti, diminuendo il differenziale tra ROI e ROD. Se poi il reddito operativo diminuisse e il differenziale ROI e ROD diventasse negativo, allora si produrrebbero effetti demoltiplicativi sul ROE. Dalla relazione precedente si capisce come la dimensione reddituale e quella patrimoniale siano collegate. Per l'azienda si pone il problema di mantenere, nel medio-lungo periodo, un equilibrio tra gli obiettivi reddituali e una struttura patrimoniale e finanziaria solida¹⁶.

3.4 Analisi della liquidità

L'analisi della liquidità riguarda la verifica delle condizioni di equilibrio tra entrate e uscite monetarie nel breve periodo. Per indagare tale dimensione è necessario confrontare quelle voci dello stato patrimoniale che genereranno o assorbiranno liquidità nei prossimi 12 mesi: l'attivo corrente e il passivo corrente¹⁷.

¹⁶ M. A. REA, *L'analisi di bilancio per il controllo della gestione*, Giappichelli, Torino, 2008, pp. 288-292.

¹⁷ F. GIUNTA, M. PISANI, *L'analisi del bilancio*, Maggioli, Santarcangelo di Romagna, 2016, p. 614.

Il primo indicatore utilizzato è il *quoziente di disponibilità*:

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

L'indicatore in questione configurato come margine, ossia come differenza tra attività correnti e passività correnti assume la denominazione di *capitale circolante netto*.

L'indicatore di disponibilità però misura una capacità di mantenersi solvibile nel breve periodo che è solo potenziale: si pensi alle materie prime che ancora devono essere trasformate in prodotti o ai prodotti finiti che ancora devono essere commercializzati. Affinché tali elementi si trasformino in risorse liquidite è necessario del tempo che può non essere coerente con i flussi monetari in uscita connessi alle scadenze a breve¹⁸.

Per tali motivi è più efficace mettere a confronto la somma tra le liquidità immediate e quelle differite con il passivo corrente, attraverso l'indice denominato *quoziente secondario di tesoreria*:

$$\text{Quoziente secondario di tesoreria} = \frac{\text{Liquidità immediate} + \text{Liquidità differite}}{\text{Passivo corrente}}$$

¹⁸ L. FADDA, F. FONTANA, R. GARELLI, *Analisi di bilancio*, Giappichelli, Torino, 2008, p. 135.

Il quoziente in esame, affinché l'impresa possa essere solvibile nel breve periodo, deve assumere valori maggiori all'unità¹⁹. In caso contrario ci sono possibilità che si manifestino tensioni di liquidità.

Qual ora si voglia verificare il profilo di liquidità dell'azienda al netto delle eventuali criticità dovute ai tempi di riscossione o eventuali insolvenze dei crediti commerciali si può utilizzare il *quoziente primario di tesoreria*:

$$\text{Quoziente primario di tesoreria} = \frac{\text{Liquidità immediate}}{\text{Passivo corrente}}$$

Questo misura la capacità di far fronte agli esborsi del breve termine con le risorse già liquide.

Seppure l'analisi del profilo della liquidità di un'azienda attraverso gli indici trattati non sia completa in quanto confronta gli stock di liquidità e non i flussi in entrata e uscita che si manifestano in maniera dinamica, i valori assunti dagli indici permettono di cogliere la struttura finanziaria dell'azienda nel breve periodo e valutarne un'eventuale inadeguatezza sia in termini di scarsa liquidità ma anche eventualmente di una eccessiva liquidità²⁰.

¹⁹ F. GIUNTA, M. PISANI, *L'analisi del bilancio*, Maggioli, Santarcangelo di Romagna, 2016, p. 618.

²⁰ G. PAOLUCCI, *Analisi di bilancio. Logica, finalità e modalità applicative*, Franco Angeli, Milano, 2016 p. 183.

4. Analisi sui bilanci della GEL

4.1. Introduzione

In questo capitolo ci si occuperà dell'analisi di bilancio per indici della GEL S.p.A. nel quadriennio 2016-2019. La ricerca è stata svolta per indagare come la quotazione ha impattato sulla situazione economica, patrimoniale e finanziaria della società. La GEL, infatti, ha completato il progetto di quotazione al mercato AIM della Borsa di Milano nel dicembre del 2017.

Prima di valutare l'andamento degli indici viene riportata una breve storia dell'impresa che permette meglio di inquadrare il periodo oggetto di studio

4.2. Presentazione dell'azienda

La GEL è un'azienda attiva nel trattamento delle acque fin dal 1979, anno della sua fondazione. Grazie alla progettazione e realizzazione di prodotti, destinati al trattamento delle acque e alla manutenzione degli impianti per il settore della casa, la società riscuote un ampio successo commerciale alla fine degli anni '80. Negli anni '90 vede crescere esponenzialmente le vendite sui mercati internazionali e successivamente utilizza il know-how aziendale per

creare la divisione industriale, che si occupa della realizzazione di impianti dedicati a trattamenti speciali delle acque, utilizzati in vari settori.

I risultati economici in forte e costante crescita nei primi anni 2000 e le prospettive favorevoli del mercato, hanno spinto la società ad effettuare ingenti investimenti per un nuovo complesso industriale, composto da fabbrica, uffici, magazzini, show room e sale per conferenze e formazione. Oltre i debiti connessi agli investimenti, si sono affiancati quelli per l'acquisizione del 50% della società da parte dell'attuale socio di maggioranza. Le previsioni però, furono smentite dalla crisi del 2008.

Successivamente nel 2012 l'azienda si trovò in una situazione di crisi di liquidità che la costrinse a sottoscrivere, nel 2014, la convenzione interbancaria di ristrutturazione del debito in esecuzione del piano di risanamento dell'esposizione debitoria, ai sensi dell'art. 67 della Legge Fallimentare. In accordo al piano di risanamento, la società ha effettuato una serie di operazioni straordinarie che l'hanno portata a trasformarsi in società per azioni nel 2016.

Tuttavia, le tensioni riguardavano solamente l'aspetto finanziario della gestione. I risultati economici positivi e in costante crescita hanno portato l'azienda a programmare e realizzare, nel 2017, la quotazione in borsa e la risoluzione anticipata della convenzione interbancaria.

La quotazione all'AIM è avvenuta a seguito del collocamento di n. 2.192.500 azioni ordinarie, corrispondenti al 30,48 % del flottante, al prezzo di 2,60 Euro

per azione, per un totale di risorse raccolte pari a Euro 5.700.500. Il progetto di quotazione rientra nel piano di sviluppo strategico dell'azienda, che si pone come principali obiettivi la crescita dei volumi di vendita e il consolidamento del brand nei mercati stranieri e locali.

L'accordo di risoluzione consensuale anticipata della convenzione interbancaria, sottoscritto nel 2017, ha vincolato la società, in caso di aumento di capitale, al rimborso anticipato dei finanziamenti a medio e lungo termine detenuti dai creditori finanziari aderenti all'accordo. Nel corso dell'esercizio 2018 la GEL ha quindi rimborsato anticipatamente debiti a medio e lungo termine agli istituti di credito coinvolti, per euro 2.360.150.

Nel 2019 la società ha costituito una società in Cina, con sede a Beijing, interamente controllata dalla Gel S.p.A., in modo da operare in maniera diretta vista la crescita del mercato cinese.

4.3. Riclassificazione

In questa introduzione si esplicitano alcune scelte riclassificatorie adottate, così da agevolare il lettore nella comprensione dell'analisi per indici sulla situazione patrimoniale, economica e finanziaria dell'azienda.

1. Nelle note integrative del quadriennio considerato non viene specificato se nelle voci A.5 ALTRI RICAVI E PROVENTI e B.14 ONERI DIVERSI DI GESTIONE siano presenti componenti della gestione accessoria. Si è

optato per un loro inserimento all'interno della gestione caratteristica, visto anche il loro scarso peso percentuale sul valore della produzione. Nella gestione accessoria sono stati inseriti gli elementi la cui appartenenza a tale area risulta chiara (proventi finanziari, rivalutazione strumenti finanziari, ecc.).

2. Per le motivazioni espresse nel punto precedente, e per l'irrilevanza delle rimanenze, nel calcolo degli indicatori il VALORE DELLA PRODUZIONE viene considerato come RICAVI NETTI DI VENDITA. Nel conto economico riclassificato invece rimane la distinzione delle voci in cui si articola il valore della produzione.
3. La gestione accessoria, evidenziata nel conto economico riclassificato, è irrilevante nella composizione del reddito. Per questo motivo insieme all'impossibilità di separare i componenti patrimoniale riferiti alla gestione accessoria, si è misurato solamente il ROI globale e non il ROI caratteristico. Il ROI globale include anche la gestione accessoria e di conseguenza si calcola come rapporto tra l'EBIT e il CAPITALE INVESTITO (totale attività).
4. Non è stata evidenziata l'area dei componenti straordinari nel conto economico riclassificato, poiché nelle note integrative del quadriennio analizzato non si riscontra la presenza di elementi reddituali straordinari, secondo quello che è il nuovo criterio di straordinarietà definito dalla

normativa. Tuttavia, si riporta per completezza informativa che il termine “straordinario” viene utilizzato con riferimento ad alcuni costi nelle relazioni sulla gestione di alcuni esercizi.

5. I fondi rischi e oneri, a meno di informazioni in nota integrativa, si è scelto di inserirli nel passivo consolidato.

ATTIVO	2016		2017		2018		2019	
	Val. Ass.	Indici di composizione	Val. Ass.	Indici di composizione	Val. Ass.	Indici di composizione	Val. Ass.	Indici di composizione
1) ATTIVO CORRENTE	7.814.826	46,7%	15.245.012	63,7%	12.230.921	61,1%	13.269.169	64,6%
1.1) Liquidità immediate	136.866	0,8%	5.001.511	20,9%	1.902.809	9,5%	4.803.359	23,4%
1) Depositi bancari e postali	135.177		4.969.941		1.899.649		4.798.193	
2) Assegni			29.544		1.743		3.598	
3) Denaro e valori in cassa	1.689		2.026		1.417		1.568	
1.2) Liquidità differite	5.443.755	32,6%	7.469.966	31,2%	7.729.720	38,6%	5.825.157	28,4%
1) Crediti verso clienti	5.112.167		7.004.844		7.102.184		5.033.869	
x) Crediti verso imprese controllate							211.194	
2) Crediti tributari	245.009		307.612		447.503		361.527	
3) Imposte anticipate	32.434		49.526		44.749		61.077	
4) Altri crediti	54.145		67.066		135.284		151.305	
6) Ratei attivi correnti			40.918		0		6.185	
1.3) Disponibilità (Rimanenze)	2.234.205	13,4%	2.773.535	11,6%	2.598.392	13,0%	2.640.653	12,9%
1) Mat. prime, sussidiarie e di consumo	1.498.128		1.686.305		1.704.610		1.830.486	
2) Prodotti in corso di lavorazione e semilav	286.713		359.935		327.980		358.493	
3) Lavori in corso su ordinazione								
4) Prodotti finiti e merci	224.601		294.270		391.523		305.917	
5) Anticipi su forniture per il magazzino			841		7.619		0	
6) Risconti attivi correnti	224.763		432.184		166.660		145.757	

2) ATTIVO FISSO	8.905.047	53,3%	8.686.338	36,3%	7.771.982	38,9%	7.262.645	35,4%
2.1) Immobilizzazioni immateriali nette	7.083.240	42,4%	7.113.371	29,7%	6.444.219	32,2%	5.819.241	28,3%
1) Costi di impianto e ampliamento			626.762		500.649		374.537	
2) Costi di sviluppo								
3) Diritti di brevetto	83.284		52.349		29.914		35.273	
4) Concessioni, licenze, marchi e diritti simili	3.665.792		3.443.392		3.220.992		2.998.592	
5) Avviamento	2.349.509		2.178.450		2.007.391		1.836.332	
6) Immobilizzazioni in corso e acconti								
7) Altre	984.655		812.418		685.273		574.507	
8) Risconti attivi oltre l'esercizio								
2.2) Immobilizzazioni materiali nette	1.741.342	10,4%	1.515.419	6,3%	1.268.494	6,3%	1.251.115	6,1%
1) Terreni e fabbricati	743.849		720.527		697.205		673.882	
2) Impianti e macchinaria	610.029		450.968		317.182		363.930	
3) Attrezzature industriali e commerciali	138.242		188.059		169.327		184.466	
4) Altri beni	249.222		155.865		84.780		28.837	
5) Immobilizzazioni in corso e acconti								
2.3) Immobilizzazioni finanziarie	80.465	0,5%	57.548	0,2%	59.269	0,3%	192.289	0,9%
x) Partecipazioni in imprese controllate							105.000	
1) Partecipazioni in altre imprese	27.176		516		905		27.565	
2) Crediti verso altri (cauzioni)	53.289		57.032		58.364		59.724	
3) Altri titoli								
4) Strumenti finanziari derivati attivi								
4) Ratei attivi oltre l'esercizio								
TOTALE ATTIVITA'	16.719.873	100,0%	23.931.350	100,0%	20.002.903	100,0%	20.531.814	100,0%

PASSIVO e NETTO	2016		2017		2018		2019	
	Val. Ass.	Indici di composizione	Val. Ass.	Indici di composizione	Val. Ass.	Indici di composizione	Val. Ass.	Indici di composizione
1) PASSIVO CORRENTE	6.704.870	40,1%	8.425.071	35,2%	7.248.470	36,2%	7.386.883	35,8%
1) Per trattamento di quiescenza e obblighi simili								
2) Per imposte, anche differite								
3) Strumenti finanziari derivati passivi								
4) Altri								
5) TFR								
1) Obbligazioni								
2) Obbligazioni convertibili								
3) Debiti verso soci per finanziamenti								
4) Debiti verso banche	1.639.416		2.306.579		2.539.119		2.951.398	
5) Debiti verso altri finanziatori								
6) Acconti			14.109		582.992		220.049	
7) Debiti verso fornitori	2.055.898		2.927.687		2.642.785		2.763.100	
8) Debiti rappresentati titoli di credito								
9) Debiti verso imprese controllate								
10) Debiti verso imprese collegate								
11) Debiti verso imprese controllanti								
11 bis) Deb. verso impr. sottoposte al control. delle controllanti								
12) Debiti tributari	915.213		877.788		183.590		222.554	
13) Debiti verso istituti di previdenza e sicurezza sociale	146.011		158.212		178.242		176.811	
14) Altri debiti	306.317		340.384		339.334		334.853	
RATEI E RISCONTI PASSIVI CORRENTI	1.642.015		1.800.312		782.408		718.118	

2) PASSIVO CONSOLIDATO	8.967.617	53,6%	7.874.318	32,9%	4.595.713	23,0%	4.837.432	23,5%
1) Per trattamento di quiescenza e obblighi simili	315.999		429.190		469.828		586.989	
2) Per imposte, anche differite	1.256.737		1.194.147		1.184.583		888.768	
3) Strumenti finanziari derivati passivi	129.504		61.803		12.384		11.562	
4) Altri	69.000		89.000		9.000		9.000	
5) TFR	306.004		301.402		263.636		263.449	
1) Obbligazioni								
2) Obbligazioni convertibili								
3) Debiti verso soci per finanziamenti								
4) Debiti verso banche	5.736.087		5.112.308		2.656.282		2.964.337	
5) Debiti verso altri finanziatori								
6) Acconti								
7) Debiti verso fornitori								
8) Debiti rappresentati titoli di credito								
9) Debiti verso imprese controllate								
10) Debiti verso imprese collegate								
11) Debiti verso imprese controllanti								
11 bis) Deb. verso impr. sottoposte al control. delle controllanti								
12) Debiti tributari	1.154.286		686.468		0		113.327	
13) Debiti verso istituti di previdenza e sicurezza sociale								
14) Altri debiti								
RATEI E RISCOINTI PASSIVI OLTRE L' ESERCIZIO								
CAPITALE DI TERZI (1+2)	15.672.487	93,7%	16.299.389	68,1%	11.844.183	59,2%	12.224.315	59,3%

3) PATRIMONIO NETTO	1.047.386	6,3%	7.631.961	31,9%	8.158.720	40,8%	8.387.499	40,7%
I) Capitale	500.000		719.250		719.250		719.250	
II) Riserva da sovrapprezzo azioni			5.481.250		5.481.250		5.481.250	
III) Riserve di rivalutazione								
IV) Riserva legale	55.784		97.372		121.605		133.044	
V) Riserve statuarie								
VI) Altre riserve, distintamente indicate								
x)riserva straordinaria	586.008		1.376.188		1.836.616		2.053.957	
x)differenza da arrotondamenti			3		-1		-2	
x)copertura della riserva da trasformazione	158.955							
VII) Riser. per operazioni di copertura dei flussi fin. attesi	-94.406		-42.102		0			
VIII) Utili (perdite) portati a nuovo	-158.955							
IX) Utile (perdita) dell'esercizio								
X) Riserva negativa per azioni proprie in portafoglio								
CAPITALE PERMANENTE (2+3)	10.015.003	59,9%	15.506.279	64,8%	12.754.433	63,8%	13.224.931	64,2%
TOTALE PASSIVITA'	16.719.873	100,0%	23.931.350	100,0%	20.002.903	100,0%	20.611.814	100,0%
Debiti finanziari (verso banche)	7.375.503		7.418.887		5.195.401		5.915.735	

CONTO ECONOMICO RICLASSIFICATO A VALORE AGGIUNTO	2016		2017		2018		2019	
	Val. ass.	Indici di composiz ione	Val. ass.	Indici di composiz ione	Val. ass.	Indici di composiz ione	Val. ass.	Indici di composiz ione
VALORE DELLA PRODUZIONE (negli indici sarà RICAVI NETTI DI VENDITA)	15.892.711	100,0%	16.545.679	100,0%	17.609.450	100,0%	17.059.494	100,0%
1) Ricavi delle vendite e delle prestazioni	15.057.657		15.842.635		16.965.720		16.554.156	
2) Var. delle rim. di prod. In corso di lav., semilav. e finiti	100.000		142.891		55.298		-55.092	
3) Var. dei lavori in corso su ordinazione								
4) Incrementi di immb.ni per lav. Intermedi								
5) Altri ricavi e proventi, con separata indicaz. contr.	735.054		560.153		588.432		560.430	
CONSUMI DI MATERIE	6.024.698	37,9%	6.223.199	37,6%	7.290.325	41,4%	7.008.679	41,1%
6) Per mat. Prime, suss., di cons. e merci	6.230.680		6.411.376		7.318.630		7.134.555	
11) Var. delle rim. di mat. prime, sussid., di cons. e merci	-205.982		-188.177		-28.305		-125.876	
CONSUMI DI SERVIZI	4.190.310	26,4%	4.445.529	26,9%	4.876.298	27,7%	5.048.407	29,6%
7) Per servizi	3.333.828		3.567.908		4.187.447		4.313.353	
8) Per godimento beni di terzi	856.482		877.621		688.851		735.054	
VALORE AGGIUNTO	5.677.703	35,7%	5.876.951	35,5%	5.442.827	30,9%	5.002.408	29,3%

VALORE AGGIUNTO	5.677.703	35,7%	5.876.951	35,5%	5.442.827	30,9%	5.002.408	29,3%
COSTO DEL LAVORO	2.577.821	16,2%	2.730.758	16,5%	3.088.040	17,5%	3.239.548	19,0%
9) Per il personale:	2.577.821		2.730.758		3.088.040		3.239.548	
9a) salari e stipendi	1.846.432		1.927.929		2.225.871		2.331.034	
9b) oneri sociali	575.773		623.757		664.029		688.857	
9c) trattamento di fine rapporto	137.418		150.741		165.123		176.961	
9d) trattamento di quiescenza e simili								
9e) altri costi	18.198		28.331		33.017		42.696	
MOL o EBITDA (Margine operativo lordo)	3.099.882	19,5%	3.146.193	19,0%	2.354.787	13,4%	1.762.860	10,3%
AMMORTAMENTI E ACCANTONAMENTI	1.520.102	9,6%	1.671.797	10,1%	1.170.171	6,6%	1.217.664	7,1%
10) Ammortamenti e svalutazioni:	1.313.016		1.124.721		1.028.702		1.126.018	
a) amm.to delle immobilizzazioni immateriali	780.861		660.794		684.001		672.697	
b) amm.to delle immobilizzazioni materiali	504.873		427.732		344.701		316.619	
c) altre svalutazioni delle immobilizzazioni								
d) svalutazioni dei crediti compresi nell' att. circ. e delle disp. liquide	27.282		36.195				136.702	
12) Accantonamenti per rischi	29.000		20.000		10.000			
13) Altri accantonamenti								
14) Oneri diversi di gestione	178.086		527.076		131.469		91.646	
ROC o MON (Risultato operativo caratteristico)	1.579.780	9,9%	1.474.396	8,9%	1.184.616	6,7%	545.196	3,2%

ROC o MON (Risultato operativo caratteristico)	1.579.780	9,9%	1.474.396	8,9%	1.184.616	6,7%	545.196	3,2%
TOTALE GESTIONE ACCESSORIA e GESTIONE FIN. ATT. [senza voce 17)of	7.368	0,0%	40.041	0,2%	70.703	0,4%	16.763	0,1%
Proventi e oneri accessori	0		0		0		0	
5) Altri ricavi e proventi								
14) Oneri diversi di gestione								
Differenze di cambio	-87		-1.022		-413		-416	
17bis) Utile e perdite su cambi	-87		-1.022		-413		-416	
Proventi finanziari	7.455		41.063		83.500		16.356	
15) Proventi da partecipazioni								
16) Altri proventi finanziari	7.455		41.063		83.500		16.356	
Rettifiche di valore di attività e passività finanziarie	0		0		-12.384		823	
18) Rivalutazioni							7.127	
19) Svalutazioni					-12.384		-6.304	
ROG o EBIT (Risultato operativo globale ante oneri finanziari)	1.587.148	10,0%	1.514.437	9,2%	1.255.319	7,1%	561.959	3,3%
ONERI FINANZIARI	321.337	2,0%	349.468	2,1%	497.264	2,8%	148.366	0,9%
17) Interessi e altri oneri finanziari	321.337		349.468		497.264		148.366	
REDDITO ANTE IMPOSTE	1.265.811	8,0%	1.164.969	7,0%	758.055	4,3%	413.593	2,4%
IMPOSTE	481.640	3,0%	333.201	2,0%	273.395	1,6%	184.812	1,1%
20) Imposte sul reddito dell'esercizio	481.640		333.201		273.395		184.812	
REDDITO NETTO	784.171	4,9%	831.768	5,0%	484.660	2,8%	228.781	1,3%

4.4. Analisi patrimoniale

INDICI DI COMPOSIZIONE				
Indice	2016	2017	2018	2019
ATTIVO				
rigidità impieghi	53,3%	36,3%	38,9%	35,4%
elasticità impieghi	46,7%	63,7%	61,1%	64,6%
PASSIVO				
passivo corrente	40,1%	35,2%	36,2%	35,8%
passivo consolidato	53,6%	32,9%	23,0%	23,5%
patrimonio netto	6,3%	31,9%	40,8%	40,7%
passività totali	93,7%	68,1%	59,2%	59,3%
composizione indebitamento sul capitale di terzi				
passivo a breve	42,8%	51,7%	61,2%	60,4%
passivo a m/l	57,2%	48,3%	38,8%	39,6%
INDICI PATRIMONIALI				
Indice	2016	2017	2018	2019
rapporto di indebitamento (capitale di terzi/mezzi propri)	14,96	2,14	1,45	1,46
CP/CI (capitale proprio/capitale investito)	0,06	0,32	0,41	0,41
copertura attivo fisso (capitale permanente/attivo fisso)	1,12	1,79	1,64	1,82
autocopertura attivo fisso (mezzi propri/attivo fisso)	0,12	0,88	1,05	1,15

Gli impieghi nell'anno prima della quotazione risultano sostanzialmente divisi in parti uguali tra la componente fissa e quella corrente.

Nel 2017, per effetto delle risorse liquide ottenute attraverso l'aumento di capitale, si riscontra un notevole aumento dell'attivo corrente che nell'anno in questione vale 63,7% delle attività. Nel dettaglio il peso delle liquidità immediate passa dallo 0,8% del 2016 al 20,9% del 2017.

La composizione percentuale dell'attivo tra la sua parte fissa e quella corrente rimarrà sostanzialmente stabile anche nei due anni successivi, mostrando come dopo la quotazione la struttura dell'attivo risulti più elastica.

L'effetto dell'aumento di capitale avvenuto tramite quotazione si riflette anche nella composizione delle fonti. Se nel 2016 il peso percentuale del capitale di terzi era pari al 93,7 % delle fonti, nel 2017 si attesta a circa il 70%. Complementare è la variazione del capitale proprio che nel 2017 arriva a rappresentare circa un terzo delle fonti di finanziamento. Nel 2018 aumenta ulteriormente l'incidenza del capitale proprio arrivando al valore del 40%. Questo è dovuto al rimborso anticipato dei debiti a medio/lungo termine con gli istituti bancari e quindi ad una riduzione del passivo consolidato nella sua componente finanziaria.

Seppure il capitale di terzi si sia ridotto dopo la quotazione (sia in valore assoluto che in quello relativo sul totale delle passività), ne è cresciuta la quota delle passività correnti; queste valevano circa il 40% del capitale di terzi nel 2016

fino ad arrivare al 60% del 2019. Questo aspetto merita di essere indagato successivamente attraverso l'analisi del profilo finanziario, anche se occorre ricordare come anche l'attivo sia aumentato nella sua componente a breve.

Nel quadriennio 2016-2019 analizzato è migliorata in maniera vertiginosa la situazione aziendale sotto il profilo della solidità patrimoniale, descritta nei prossimi indicatori esposti.

Il rapporto di indebitamento complessivo compie un salto vertiginoso dal valore di 14,96 del 2016 a 2,14 del 2017 grazie all'aumento del capitale proprio raccolto tramite quotazione. Nel 2018 scende ulteriormente a 1,45 a causa della riduzione dei debiti finanziari di medio/lungo termine. L'azienda passa da un'elevata sottocapitalizzazione ad una situazione più che sostenibile.

Il rapporto tra mezzi propri e capitale investito (totale dell'attivo) passa dallo 0,06 del 2016 allo 0,41 del 2019. Nel 2019 quindi il 40% percento dell'attivo è finanziato attraverso capitale proprio.

Il rapporto di indebitamento, che come abbiamo visto è migliorato vertiginosamente, necessita di essere accompagnato dall'analisi delle modalità con le quali si finanzia l'attivo fisso, in modo da comprendere eventuali criticità nella solidità patrimoniale.

Il quoziente di copertura dell'attivo fisso era già in equilibrio prima della quotazione in quanto era superiore all'unità, presentando quindi un equilibrio tra le fonti di finanziamento stabili e gli impieghi fissi. L'aumento del capitale

proprio insieme alla diminuzione costante delle immobilizzazioni nel quadriennio ha portato ad un aumento dell'indice fino al valore di 1,82.

Per le stesse ragioni il quoziente di autocopertura dell'attivo fisso aumenta stabilmente negli anni: 0,12 nel 2016, 1,15 nel 2019. Alla fine del quadriennio il capitale di rischio copre per intero l'attivo fisso netto con un'eccedenza che è impiegata nell'attivo corrente.

Risulta evidente come l'azienda grazie alle risorse raccolte dalla quotazione sia passata da una situazione di sottocapitalizzazione ad una struttura patrimoniale che con i soli mezzi propri riesce a coprire circa il 40% degli investimenti. L'aumento del capitale rischio è funzionale alla strategia di sviluppo che l'azienda intende percorrere.

Nel biennio post-quotazione tuttavia non si è ancora riscontrato un impiego strutturale del capitale raccolto, oltre che per il rimborso obbligato dei debiti finanziari di m/l termine, eredità del piano di risanamento. L'attivo fisso, infatti, prosegue nella costante diminuzione partita nel 2016, mentre l'attivo corrente è aumentato nella sua componente più liquida, i depositi bancari. Tra i fatti di rilievo della nota integrativa del 2019 risulta la conclusione dell'investimento relativo alla costituzione di una società in Cina, interamente controllata dalla Gel. Tuttavia, l'investimento patrimoniale non è consistente in quanto è iscritto a bilancio per soli 105 mila euro nelle partecipazioni.

Il miglioramento della solidità patrimoniale può avere effetti diversi sulla situazione reddituale. Da una parte la diminuzione del capitale di terzi di natura finanziaria, insieme all'aumento del capitale di rischio può incidere positivamente nella riduzione del costo dei finanziamenti. Dall'altra l'aumento di capitale, se il reddito rimane costante, deprime il ROE e il ROI poiché aumenta il denominatore degli indicatori. Il capitale, quindi, non dovrà riposare ma essere investito in maniera produttiva in quelli che sono gli impieghi previsti dal piano di sviluppo in modo da far crescere anche i numeratori degli indicatori reddituali.

Gli effetti del cambiamento della struttura patrimoniale sulle performance economiche saranno indagati approfonditamente di seguito.

4.5. Analisi reddituale

INDICI REDDITUALI				
indice	2016	2017	2018	2019
ROE	74,9%	10,9%	5,9%	2,7%
ROI	9,5%	6,3%	6,3%	2,7%
ROS	10,0%	9,2%	7,1%	3,3%
Indice di rotazione	95,1%	69,1%	88,0%	83,1%
ROD	4,4%	4,7%	9,6%	2,5%
extra				
debiti fin. 2020	6.951.447			
oneri fin 2020	82.758			
rod 2020	1,2%			

La prima analisi riguardo il profilo reddituale dell'impresa nel quadriennio considerato (2016-2019) è di tipo verticale. Si pongono a rapporto le classi di voci e i risultati economici parziali, individuati dal conto economico riclassificato, con il VALORE DELLA PRODUZIONE, in modo da comprenderne il peso percentuale nel processo di generazione e assorbimento del reddito.

Si ricorda che per le motivazioni indicate nell'introduzione dell'analisi, si fa coincidere il VALORE DELLA PRODUZIONE con i RICAVI NETTI DI

VENDITA. Quindi l'aggregato delle prime 5 poste economiche verrà di seguito indicato indifferentemente come valore della produzione o ricavi netti di vendita.

Il VALORE DELLA PRODUZIONE, in termini assoluti, è aumentato nel quadriennio, tranne nel 2019 in cui ha subito una leggera flessione. Tuttavia nel biennio dopo la quotazione (2018-2019) si riscontra un aumento dei costi dell'area caratteristica, ad eccezion fatta degli ammortamenti e accantonamenti, che peggiorerà la redditività aziendale.

Risulta significativo l'aumento del peso dei costi per consumi di materie prime (rispetto al valore della produzione) che passa dal 37,6 % del 2017 al 41,4% del 2018 (+ 3,8%). Il peso dei costi per consumo di servizi è aumentato tra il 2018 e il 2019 del 2,7%, rispetto al peso del 2016. A causa di questi incrementi, il valore aggiunto è passato da un peso percentuale sul valore della produzione al di sopra del 35% , sia nel 2016 che nel 2017, ad uno di circa il 29 % nel 2019, registrando una diminuzione di 6 punti percentuali.

L'incidenza dei costi per il lavoro ha subito un aumento che è stato sostanzialmente compensato dalla diminuzione dell'incidenza dei costi per ammortamenti e accantonamenti. Per questo anche il ROC non si discosta dalla variazione del peso percentuale registrata dal valore aggiunto (diminuito del 6%). Allo stesso modo, visto la irrilevanza in termini relativi del SALDO DELLA GESTIONE ACCESSORIA, l'andamento dell'EBIT coincide con i risultati parziali suddetti.

Per quanto riguarda gli oneri finanziari rimangono costanti nei primi due anni, raggiungono il picco in occasione del rimborso anticipato dei debiti di m/l termine verso gli istituti di credito, per poi diminuire significativamente nel 2019.

Il reddito netto integrato degli oneri fiscali, che seppur diminuiscono costantemente negli anni hanno uno scarso peso relativo sul totale del fatturato, valeva circa il 5% dei ricavi di vendita nel primo biennio. Peggiora nei due anni dopo la quotazione arrivando a rappresentare il solo 1,3% dei ricavi nel 2019.

Come si è evidenziato precedentemente, nella dinamica reddituale hanno influito prevalentemente gli incrementi dei costi di 3 classi di valori appartenenti all'area della gestione operativa: costi delle materie, costi dei servizi e costi del lavoro. L'aumento di tali costi, si legge nella relazione sulla gestione del 2018 e del 2019, è causato da:

- investimenti in termine di capitale umano per il rafforzamento della struttura tecnica e della R&S

- spese straordinarie per l'avviamento di una società estera

- spese straordinarie per un contenzioso legale

- fine di una commessa industriale molto profittevole

L'evoluzione delle componenti reddituali insieme a quelle patrimoniali influenzano gli indicatori di redditività, che saranno analizzati dettagliatamente qui di seguito.

Come si è evidenziando nell'analisi patrimoniale, l'aumento di capitale del 2017 ha portato ad una elevata, ma fisiologica, discesa del ROE che passa dal 74% del 2016 al 10% del 2017. Negli anni successivi scende costantemente a causa della diminuzione del reddito netto e della decisione di non distribuire gli utili, aumentando così ulteriormente i mezzi propri.

L'aumento di capitale del 2017 influisce anche sul ROI che diminuisce di 3 punti percentuali rispetto al 2016, nonostante il reddito al numeratore dell'indicatore (EBIT) sia sostanzialmente uguale. La progressiva diminuzione dell'ebit nel biennio dopo la quotazione viene neutralizzata nel 2018 grazie al rimborso dei debiti finanziari, ma scontata integralmente nel 2019; il ROI infatti misura il 6,3 % nel 2018 e il 2,7 % nel 2019.

Essendo il ROI il risultato del prodotto tra ROS e indice di rotazione del capitale investito, di seguito si analizza l'evoluzione dei due indicatori.

Per quanta riguarda il ROS valgono le considerazioni sopra espresse riguardo all' EBIT percentualizzato, poiché nella logica di riclassificazione prescelta i due quozienti coincidono. Il ROS scende progressivamente dal 9% al 3% circa, nei due anni dopo la quotazione.

L'indice di rotazione del capitale investito scende nel 2017 al 69,1% rispetto al 95,1 % dell'anno pre-quotazione. Nel 2018 risale all'88% per poi subire una leggera flessione nel 2019. L'indice di rotazione quindi è l'unico indicatore reddituale che torna a salire dopo la quotazione, poiché nel 2018 diminuisce il

denominatore del rapporto (per riduzione debiti finanziari) e aumenta il numeratore (per incremento fatturato); il rapporto subirà una leggera flessione nel 2019 dovuto ad una leggera riduzione del fatturato e un leggero aumento del capitale investito.

L'analisi dei fattori del ROI quindi conferma quanto già emerso nell'analisi di tipo verticale: nel biennio dopo la quotazione la redditività del capitale investito peggiora principalmente per la riduzione della redditività sulle vendite, visto che queste ultime continuano sostanzialmente a crescere.

Il ROD, che misura il costo medio dei finanziamenti rapportando gli oneri finanziari al totale dei debiti finanziari, da un valore stabile del 4,5% circa nel primo biennio, dopo il picco registrato nel 2018 dovuto al rimborso anticipato dei debiti bancari di m/l termine, scende al 2,5% nel 2019. Il costo medio dell'indebitamento finanziario quindi si riduce quasi della metà a seguito del rimborso.

Gli effetti del capitale raccolto attraverso la quotazione e il successivo aumento dei costi hanno necessariamente influito sugli indicatori della situazione reddituale. I quozienti delle performance economiche che al denominatore hanno grandezze patrimoniali hanno registrato un fisiologico crollo nel 2017. Da quei valori poi sono progressivamente discesi nei due anni successivi a causa dell'aumento dei costi.

Tuttavia, si possono apprezzare segnali positivi dal fatturato, dall'indice di rotazione e dal ROD.

Il fatturato prosegue nel suo trend di crescita costante per tutto il quadriennio, seppur con una leggera flessione nel 2019.

L'indice di rotazione del capitale, dopo il crollo registrato nell'anno della quotazione, ritorna quasi a livelli del 2016.

Come visto nell'analisi patrimoniale, l'aumento di capitale prima e la riduzione dei debiti a m/l termine con gli istituti bancari poi, hanno ridotto vertiginosamente il rapporto di indebitamento, permettendo di godere dal 2019 di costi inferiori per il capitale di terzi di natura finanziaria (visto il minor rischio percepito dai finanziatori in relazione al grado di patrimonializzazione dell'impresa). Si riporta, anche se non è parte dell'intervallo temporale considerato, che nell'esercizio 2020 il ROD diminuisce ulteriormente registrando un valore dell'1,2%.

L'aumento dell'incidenza dei costi può essere considerato come la traduzione operativa del piano di sviluppo che punta a far crescere i volumi di vendita e consolidare il brand, sia sui mercati in cui l'impresa già opera che in quelli in cui ambisce ad entrare. A supporto di quanto affermato, tralasciando l'aumento dei costi da imputare ad eventi più aleatori come spese legali e termine di una commessa ad alta marginalità, possono considerarsi strategici i maggiori costi connessi alle spese straordinarie per l'avviamento della società in Cina e quelli

connessi agli investimenti in capitale umano per rafforzare la funzione di R&S. Se questi costi saranno in grado di trasformarsi in maggiori ricavi come da obiettivo, l'azienda vedrà migliorare il proprio EBIT, e considerando anche i benefici provenienti dal rafforzamento patrimoniale di cui già gode in termini di minori oneri finanziari, gli azionisti vedranno aumentare il rendimento del capitale apportato.

4.6. Analisi della liquidità

INDICI DI LIQUIDITA'				
Indice	2016	2017	2018	2019
quoziente di disponibilità	1,17	1,81	1,69	1,80
quoz. secondario di tesoreria	0,83	1,48	1,33	1,44
quoz. primario di tesoreria	0,02	0,59	0,26	0,65

Gli indici di liquidità migliorano come quelli di solidità patrimoniale. I valori dei quozienti di copertura dell'attivo fisso molto superiori all'unità dopo la quotazione, mostrano che una parte dell'attivo corrente è coperta dal capitale permanente. Per questo motivo le attività correnti saranno per forza maggiori delle passività correnti, con valori del quoziente di disponibilità maggiori all'unità.

Nel 2016 c'era già una situazione di sostanziale equilibrio tra le attività correnti e le passività correnti. Dal 2017 in poi migliora notevolmente la liquidità aziendale, principalmente grazie all'aumento delle liquidità immediate, connesso alle risorse reperite dalla quotazione.

Il quoziente di disponibilità valeva 1,17 nell'anno precedente alla quotazione, per poi passare al valore di 1,8, valore che rimarrà stabile nel biennio 2018-2019 seppur con piccole variazioni.

Il quoziente secondario di tesoreria è passato dal valore 0.83 nel 2016 a valori intorno all'1,40 nel triennio 2017-2019. Quindi senza considerare gli elementi dell'attivo corrente che possono presentare delle criticità nel processo di trasformazione in risorse liquide, ossia le disponibilità (rimanenze), l'azienda è capace di far fronte alle passività correnti interamente con le liquidità immediate e le liquidità differite. L'aumento delle liquidità immediate sul totale è evidente nel quoziente primario di tesoreria che da un valore dello 0,02 del 2016, passa nel triennio successivo ad un valore intorno allo 0,6, tranne nel 2018 in cui registra un valore di circa 0,3.

4.7. Conclusioni

Il salto organizzativo e le risorse reperite tramite quotazione hanno impattato fortemente sulla situazione patrimoniale, economica e finanziaria della GEL. L'azienda presentava, prima della quotazione, un sostanziale equilibrio tra fondi e impieghi in termini di scadenze temporali, ma una situazione di scarsa capitalizzazione e di elevata dipendenza finanziaria. Tale dipendenza aveva creato problemi in passato, portando la società ad una crisi di liquidità che rese necessario il ricorso ad un piano di risanamento. Con la quotazione l'azienda è riuscita a reperire il capitale necessario a raggiungere un equilibrato livello di capitalizzazione, con i mezzi propri che coprono circa il 40% degli investimenti.

Il capitale raccolto non è stato ancora impiegato in maniera strutturale. L'attivo fisso infatti è in costante diminuzione dal 2016, mentre la voce che è aumentata notevolmente è quella dei depositi bancari, che dal 2017 al 2019 valgono circa il 20% del totale dell'attivo. L'incremento delle liquidità immediate ha migliorato la solvibilità dell'azienda nel breve periodo, ossia la capacità di far fronte alle passività correnti con le attività correnti, anche se vi era un equilibrio tra le due componenti anche precedentemente alla quotazione.

L'eredità del piano di risanamento ha vincolato la società al rimborso anticipato dei debiti finanziari di medio/lungo termine verso gli istituti di credito, riducendo, insieme all'aumento dei mezzi propri, il rapporto di indebitamento finanziario. Questo ha permesso di godere dal 2019 di una diminuzione pari alla metà del costo medio dell'indebitamento finanziario, con un'ulteriore riduzione nel 2020.

Dal punto di vista economico l'aumento di capitale tramite quotazione ha portato ad un fisiologico crollo del ROE, che passa dal valore del 74% nel 2016, al 10% nel 2017. Per gli stessi motivi anche il ROI è diminuito, passando dal 9,5% al 6,3%. Successivamente l'aumento dell'incidenza percentuale dei costi, registrata dopo la quotazione, ha ulteriormente diminuito gli indicatori. Tuttavia, segnali positivi si riscontrano nel fatturato che è in costante crescita in tutto il quadriennio osservato 2016-2019 e dalle cause alla base dell'aumento dei costi. Tali aumenti possono ritenersi strategici e traduzione operativa del piano di

sviluppo connesso alla quotazione, poiché in parte sono dovuti a spese straordinarie per la costituzione della società in Cina e agli investimenti in capitale umano per la funzione R&S. Se questi costi si trasformeranno in maggiori ricavi e l'azienda sarà capace di investire in maniera profittevole il capitale raccolto in quelli che sono gli impieghi previsti dal piano di sviluppo, crescerà il reddito operativo e di conseguenza il rendimento per gli azionisti, che già dal 2019 godono di un minor peso degli oneri finanziari dovuto al rafforzamento patrimoniale.

Bibliografia

CARAMIELLO C., DI LAZZARO F., FIORI G., *Indici di bilancio. Strumenti per l'analisi della gestione aziendale*, Giuffrè, Milano, 2003,

CODA V., “Il concetto di “reddito operativo” nell’analisi economica d’impresa”, *Rivista dei Dottori Commercialisti*, n. 5, 1980

DOMENICHELLI O., *Le determinanti della struttura finanziaria delle imprese. Profili teorici ed empirici*, Giappichelli, Torino, 2013

FADDA L., FONTANA F., GARELLI R., *Analisi di bilancio*, Giappichelli, Torino, 2008

FAZZINI M., *Analisi di bilancio. Metodi e strumenti per l'interpretazione delle dinamiche aziendali*, IPSOA, Milanofiori Assago (Mi), 2011

FERRERO G., DEZZANI F., PISONI P., PUDDU L., *Analisi di bilancio e rendiconti finanziari*, Giuffrè, Milano, 2006

GIUNTA F., PISANI M., *L'analisi del bilancio*, Maggioli, Santarcangelo di Romagna, 2016

LOMBARDI STOCCHETTI G., *Valutazioni e analisi di bilancio. Aggiornato ai nuovi principi OIC*, Pearson, Milano, 2015

MENICUCCI E., *Casi ed applicazioni di analisi di bilancio*, FrancoAngeli, Milano, 2016

PAGANELLI O., *Analisi di bilancio. Indici e flussi*. Utet libreria, Torino, 1991

PAOLUCCI G., *Analisi di bilancio. Logica, finalità e modalità applicative*, Franco Angeli, Milano, 2016

REA M. A., *L'analisi di bilancio per il controllo della gestione*, Giappichelli, Torino, 2008

SILVI R., *Analisi di bilancio. La prospettiva manageriale*, McGraw Hill, Milano, 2012,

SOSTERO U., FERRARESE P., *Analisi di bilancio. Strutture formali, indicatori e rendiconto finanziario*, Giuffrè, Milano, 2000

TEODORI C., *Analisi di bilancio. Lettura e interpretazione*, Giappichelli, Torino, 2017

TIEGHI M., DEL SORDO C., *Il bilancio di esercizio. Un'analisi critica dopo le modifiche introdotte dal D. Lgs. 139/2015 e la revisione dei principi contabili OIC*, FrancoAngeli, Milano, 2018