



## **POLITECNICO DI TORINO**

DIPARTIMENTO DI INGEGNERIA GESTIONALE E DELLA PRODUZIONE  
Corso di Laurea Magistrale in Ingegneria Gestionale  
A.A. 2017/2018

# **Analisi della crisi finanziaria del Gruppo Bialetti Industrie S.p.A.**

Tesi di Laurea Magistrale

Relatore

Prof. Franco Varetto

Candidata

Francesca Cosentino

*Ai miei genitori e a tutti  
coloro che mi hanno  
sostenuta nel mio  
percorso*

# Sommario

1. Introduzione .....	3
2. Descrizione del Gruppo Bialetti S.p.A.....	4
2.1. La storia .....	4
2.2. La struttura .....	5
2.3. Composizione azionaria .....	6
2.4. La Bialetti oggi .....	6
3. L'evoluzione della Bialetti negli ultimi anni .....	8
3.1. La ristrutturazione del debito.....	12
4. Analisi del Settore.....	15
4.1. Concorrenti principali.....	17
4.1.1. Groupe Seb Italia S.p.A. ....	17
4.1.2. Alessi S.p.A. ....	17
4.1.3. Ballarini Paolo & Figli S.p.A. ....	17
4.1.4. Alluflon S.p.A.....	18
4.2. Concentrazione del mercato .....	19
4.3. Le cinque forze competitive di Porter .....	21
4.3.1. Concorrenza interna .....	21
4.3.2. Fornitori .....	22
4.3.3. Acquirenti.....	22
4.3.4. Prodotti sostituti .....	23
4.3.5. Potenziali entranti.....	23
5. Analisi Economica e Finanziaria dei Bilanci .....	25
5.1. Analisi delle voci di bilancio.....	25
5.2. Analisi degli indici di Bilancio .....	33
5.2.1. Indici di gestione del capitale circolante.....	33
5.2.2. Indici di struttura operativa .....	35
5.2.3. Indici di liquidità.....	42
5.2.4. Indici di struttura finanziaria.....	43
5.2.5. Indici di redditività .....	51
6. Analisi delle quotazioni azionarie .....	54
7. Stima della probabilità di default .....	62

7.1. Il modello di Merton.....	62
7.2. Applicazione del modello di Merton .....	63
8. Conclusioni.....	66
9. Bibliografia .....	70
10. Sitografia .....	70

## 1. Introduzione

L'obiettivo che questa tesi si pone è quello di effettuare un'analisi del Gruppo Bialetti S.p.A., ripercorrendo la sua storia recente in chiave economico-finanziaria, ponendo particolare attenzione al periodo di crisi che ha attraversato e alle politiche attuate per uscirne.

L'inizio verterà sulla descrizione dell'azienda, che si configura come leader del suo settore e da sempre una realtà imprenditoriale italiana che ha saputo avere un suo ruolo nel mercato e nella storia del design e dell'innovazione.

Successivamente si tratterà l'azienda inserendola all'interno della sua realtà settoriale, si procederà cioè all'analisi del settore di appartenenza e al confronto con i suoi principali concorrenti.

Occorre a questo punto focalizzarsi sui dati di bilancio degli ultimi anni, verranno ripercorsi gli eventi critici che hanno interessato l'azienda e verrà posta a paragone con i propri competitors sulla base dei principali valori e indici di bilancio.

Poiché la Bialetti è una società quotata sulla Borsa Italiana, si procederà, inoltre, ad un'analisi delle quotazioni per studiare come i mercati percepiscono ed hanno percepito l'impresa.

Si produrrà inoltre una stima del merito creditizio tramite il calcolo della probabilità di default dell'impresa con l'ausilio del modello di *Merton*.

Dopo aver dipinto il quadro economico degli ultimi anni dell'impresa, si trarranno le dovute conclusioni finali.

## 2. Descrizione del Gruppo Bialetti S.p.A.

### 2.1. La storia

Il Gruppo Bialetti S.p.A. è un'azienda italiana leader nella produzione e commercializzazione di prodotti per la cucina in particolare pentolame, stoviglie, utensili e macchine per la preparazione del caffè.

L'azienda nasce nel 1919 come fonderia di prodotti in alluminio, ma la sua storia verrà stravolta nel 1933 quando il fondatore Alfonso Bialetti inventa la *Moka Express*, trattasi infatti della più celebre caffettiera, che ha rivoluzionato il modo di preparare il caffè in tutte le case italiane e all'estero.

Menzione particolare occorre per la creazione del marchio di Bialetti il cosiddetto *Omino coi baffi*, avvenuta nel 1958 ad opera di Paul Campani e che viene tuttora applicato sui prodotti e che identifica ormai l'azienda sul mercato.

Negli anni successivi l'azienda continua nella sua attività di innovazione nel campo dei prodotti per la casa sempre nello spirito della competitività e della qualità.

Nel 1998 la Bialetti si unisce con l'azienda *Rondine* specializzata in prodotti per la cottura in alluminio antiaderente.

Nel 2002 nasce Bialetti Industrie S.p.A. e amplia la sua gamma prodotti grazie ad una serie di acquisizioni, tra cui il marchio *Girmi*, leader nel settore dei piccoli elettrodomestici (PED) nel 2005, della azienda *CEM* specializzata nei prodotti per la cucina in alluminio in Turchia sempre nel 2005 e di *Aeternum*, marchio storico nella produzione di pentole ed altri strumenti per la cucina, nel 2006.

Nel 2007 Bialetti Industrie S.p.A. entra a far parte della Borsa Italiana e continua nella sua espansione e ricerca nell'ambito del design e della produzione di oggetti in metallo per la cucina e, a partire dal 2013, anche per la pasticceria.

## 2.2. La struttura

La struttura ad oggi del gruppo è così composta e viene altresì illustrata nella figura seguente:

- ☛ **Bialetti Industrie S.p.A.**, si occupa della produzione e commercializzazione di tutti i prodotti principali;
- ☛ **Bialetti Store S.r.l. a s.u.**, si occupa della gestione del commercio dei prodotti tramite i negozi monomarca italiani ed esteri;
- ☛ **Bialetti France S.a.r.l.**, gestisce in particolare il commercio sul mercato francese;
- ☛ **Cem Bialetti A.S.**, specializzata nella produzione e commercializzazione dei prodotti per il mercato turco e in generale per il Medio Oriente;
- ☛ **SC Bialetti Stainless Steel S.r.l.**, realtà presente sul territorio rumeno specializzata nella produzione delle caffettiere;
- ☛ **Bialetti Houseware Ningbo**, società cinese che si occupa dello sviluppo di una posizione di mercato in Cina ed Estremo Oriente;
- ☛ **Bialetti Store France E.u.r.l.**, gestisce i negozi monomarca sul territorio francese;
- ☛ **Bialetti Store Spain S.l.**, coordina i negozi del gruppo presenti in Spagna;
- ☛ **Bialetti Store Austria GmbH**, si occupa del commercio dei prodotti in Austria;
- ☛ **Bialetti Deutschland GmbH**, società adibita allo sviluppo del mercato dei prodotti in Germania;
- ☛ **Triveni Bialetti Industries**, società presente sul mercato indiano.

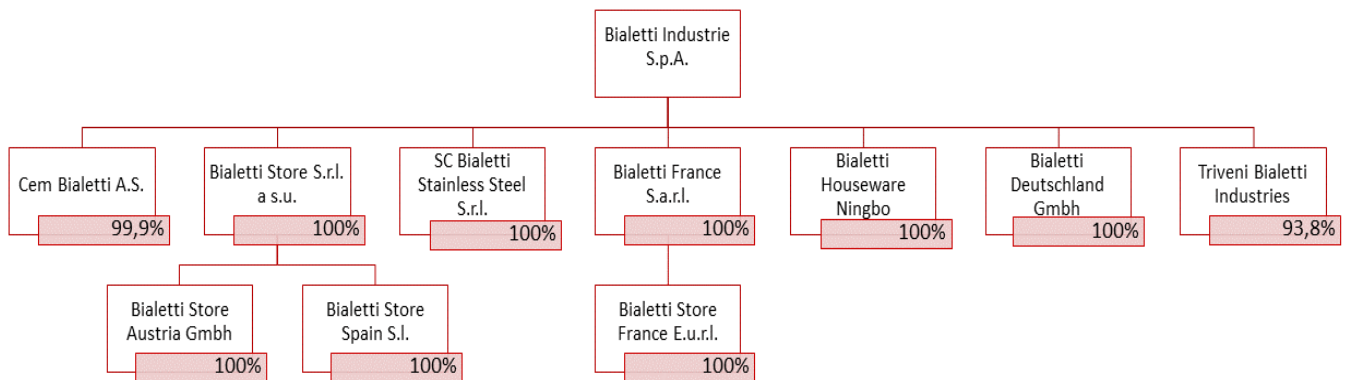


Figura 1: Struttura del Gruppo Bialetti

## 2.3. Composizione azionaria

Per quanto riguarda la composizione azionaria del Gruppo, questa risulta suddivisa come illustrato nella figura seguente. Il capitale sociale della Bialetti Industrie S.p.A. si compone di 108'063'102 azioni ordinarie prive del valore nominale, per un valore totale di 7'997'530,55 €.

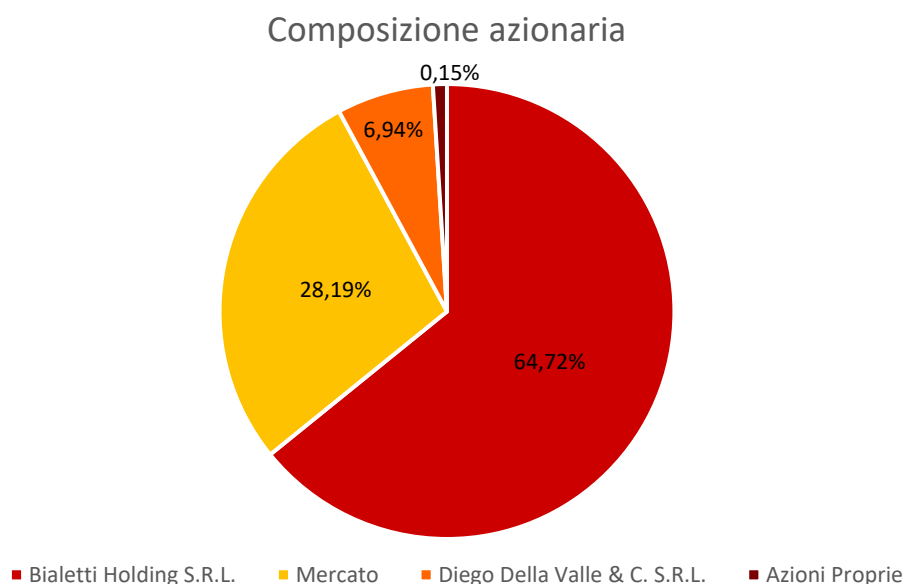


Figura 2: Composizione azionariato

## 2.4. La Bialetti oggi

I marchi che sono tuttora detenuti dall'azienda sono i seguenti:

- 🔪 **Bialetti**: si tratta del marchio principale che interessa tutta la produzione delle caffettiere, alcuni strumenti per la cottura in alluminio, i piccoli elettrodomestici e la linea di utensili per la pasticceria;
- 🔪 **Aeternum**: è il marchio della linea di pentole e strumenti di cottura e utensili generici della cucina;
- 🔪 **Rondine**: marchio specializzato negli strumenti antiaderenti in alluminio per la cottura;
- 🔪 **CEM**: segue le linee di strumenti per cucinare sia in alluminio che ceramica per il mercato turco.

La società possiede tre stabilimenti situati nelle seguenti città e con la seguente suddivisione della produzione:

- 🔪 **Izmit**, stabilimento situato in Turchia dove avviene la produzione degli strumenti di cottura sia quelli in alluminio che in ceramica e smalto;
- 🔪 **Ploeisti**, stabilimento rumeno dove avviene la produzione delle caffettiere, ad eccezione di alcune fasi finali che sono state esternalizzate ad uno stabilimento di Ornavasso;
- 🔪 **Cocccaglio**, stabilimento italiano della produzione delle capsule per la linea caffè.



Una suddivisione che traspare dai bilanci e dalle politiche aziendali in generale riguarda le categorie di prodotto di cui si occupa l'azienda, in particolare la Bialetti decide di suddividere in due parti la propria area di riferimento:

- ☛ **Mondo Casa**: riunisce tutti gli strumenti per la cucina come pentolame, utensili e i PED, la loro gestione e la profittabilità vengono organizzate insieme;
- ☛ **Mondo Caffè**: sapendo che si tratta del punto distintivo della Bialetti, particolare attenzione viene rivolta agli strumenti per la produzione del caffè, in questo ambito vengono raggruppate le caffettiere, le macchine del caffè, le capsule e tutti gli accessori per la preparazione e il consumo della bevanda.

### 3. L'evoluzione della Bialetti negli ultimi anni

Lo studio oggetto di questo lavoro si concentra sull'andamento della azienda negli ultimi anni, a partire dalla crisi per arrivare quasi al giorno d'oggi. Il periodo di cui sono presenti i dati di bilancio va dal 2008 al 2017, quindi si parte con l'azienda in piena crisi e verrà osservato come questa evolve nel tempo. Prima di affrontare i numeri, è utile ripercorrere gli eventi principali che hanno interessato l'azienda.

Come detto precedentemente, la Bialetti in senso moderno è nata nel 2002 e nel corso di 5 anni l'azienda ha avuto una notevole crescita, un ingente sviluppo sul territorio ed ha messo in atto una rilevante espansione grazie alle acquisizioni illustrate precedentemente; dato il clima positivo, nel 2006 è stato messo a punto un piano aziendale triennale 2007/2009 che, sulla base di una errata previsione di crescita della domanda, si focalizzava su tre principi:

- 📌 **Internazionalizzazione:** spinta dai buoni risultati conseguiti in casa, l'azienda puntava ad espandersi sul mercato estero in particolare Medio ed Estremo Oriente;
- 📌 **Posizionamento:** per rafforzare la presenza sul mercato, si è previsto un piano per l'apertura di punti vendita monomarca;
- 📌 **Incremento della capacità produttiva:** dato che era previsto che continuasse il trend crescente, la Bialetti voleva farsi trovare preparata, aumentando la capacità produttiva dei propri stabilimenti e tramite l'apertura anche di uno nuovo.

Nel 2007 in linea con il piano aziendale, iniziano le prime manovre di internazionalizzazione, viene attuata una joint venture con un'azienda indiana, originando la *Triveni Bialetti Industries Private Limited* adibita alla produzione di strumenti per la cucina, che comportava l'apertura di uno stabilimento a Mumbai, e alla commercializzazione sul territorio; è stata costituita anche la società *Bialetti Hong Kong Ltd* per gestire il commercio dei prodotti nella zona asiatica. Nello stesso anno inizia l'attività di vendita al dettaglio e vengono aperti 7 negozi monomarca in alcune città italiane, la gestione di questo ramo aziendale era stata affidata alla società *RFF Store S.r.l.*, in seguito questa è stata incorporata ed è divenuta la *Bialetti Store S.r.l.* durante il 2008, da allora è la società che si occupa interamente del commercio *Retail* dei prodotti. Dal lato del lancio dei nuovi prodotti, si annovera la *Mokona*, la prima macchina per il caffè elettrica a sistema trivalente, l'originale caffettiera *Cuor di Moka* e la nuova linea di *Aeternum Calore&Colore*, questi prodotti vengono ben accolti sul mercato, dimostrando che l'innovazione e il design dell'azienda sono apprezzati dalla clientela e dovrebbero essere i punti di forza su cui l'azienda dovrebbe puntare.

A partire dal secondo semestre del 2007 per poi divampare nel 2008, nel mondo è scoppiata la ben nota Crisi che, a partire dal settore immobiliare e bancario, ha poi coinvolto l'intero sistema economico; è cominciato un profondo periodo di recessione su tutta l'economia reale ed i settori dei beni di consumo hanno registrato un forte calo degli acquisti, in particolare il settore dei casalinghi e dei PED, non rientrando tra quelli di prima necessità, ha subito un forte arresto dei consumi, il quale è andato inevitabilmente ad intaccare negativamente la Bialetti e non solo.

Tutte le mire espansionistiche della società si scontrano con la realtà, si iniziano a registrare i primi forti decrementi di vendite, in breve tempo l'azienda si ritrova con altissimi livelli di scorte date dalla merce invenduta e da alti livelli di capacità produttiva inutilizzata, il piano aziendale non è più

adatto alle nuove condizioni di mercato, la sua applicazione viene subito interrotta e inizia una nuova fase decisionale, che interesserà anche gli anni successivi, in cui l'obiettivo principale è il controllo dei costi, la gestione attenta dei magazzini e la riduzione del personale. A causa di questa contrazione generale, anche l'offerta dell'azienda viene riconsiderata e pochi nuovi prodotti vengono lanciati, tra cui due nuovi modelli di macchine elettriche per il caffè. Verso la fine del 2008, lo stabilimento di Mumbai, dopo aver subito notevoli ritardi (circa 9 mesi) ed aver portato via circa 10 MI€, diventa operativo e le vendite sul territorio indiano iniziano a partire da gennaio 2009.

Nel 2009 la Crisi ancora è impervia, i consumi sono ancora minimi, di conseguenza le vendite sono molto basse, la società continua la sua riorganizzazione generale per evitare ulteriori perdite e limita moltissimo gli investimenti ad eccezione del ramo Retail. Alla fine del 2009 il nuovissimo stabilimento indiano verrà chiuso perché non profittevole, segnando un fallimento di tutta la manovra indiana che ha comportato una perdita operativa di circa 2 MI€ oltre ad una svalutazione di circa 3,5 MI€ data da tutti gli impianti, fabbricati e macchinari che sono stati rivenduti. Si procede quindi ad un taglio notevole delle spese in seguito ad un'analisi approfondita dei costi che si rivelano più alti delle necessità effettive e continua la riduzione del personale ad eccezione delle assunzioni per l'apertura di alcuni negozi monomarca. Viene inoltre spostata la produzione in Romania per decrementare i costi operativi e viene chiuso lo stabilimento di Ornavasso per la diminuzione sostanziale delle vendite delle caffettiere. Sul fronte nuovi prodotti sono state lanciate una linea di padelle in ceramica di Aeternum e la prima macchina elettrica a sistema chiuso *Mokespresso* Bialetti con la propria linea di cialde brevettate, per puntare sul mondo caffè da sempre il core della società.

Nel 2010 l'azienda continua ad avere una prestazione negativa, diminuisce la sua quota di mercato, procede con un riassetto dei costi spostando la produzione all'estero dove sono presenti costi di manodopera più bassi e lascia in Italia solo le fasi di ricerca e sviluppo e la creazione del design dei prodotti.

Nel 2011 il fatturato continua a scendere ma il taglio dei costi ha portato alcuni benefici visibili nel margine operativo, procede l'attenzione verso una riorganizzazione più efficiente delle risorse e degli stabilimenti.

Nei due anni successivi iniziano, anche se di poco, a risalire alcuni valori di bilancio ma il clima generale è sempre di attenzione ai costi e di una maggiore concentrazione verso il settore del caffè, che ha rappresentato un paracadute negli anni.

Nel 2014 il bilancio offre finalmente dei valori in crescita anche se modesta, nonostante ciò il clima è ancora teso e non si placa l'interesse verso una maggiore efficienza della catena produttiva e un controllo sui costi. Nel tentativo di rilanciare la società nel mercato asiatico, viene costituita la società cinese *Bialetti Houseware Ningbo* con il compito di creare per il futuro un mercato orientale per il commercio dei prodotti della società. L'offerta di prodotti viene ampliata grazie al lancio di qualche nuovo modello di caffettiera tra cui *Mokina*, in grado di produrre esattamente la quantità di caffè pari ad una tazzina, e alla macchina elettrica a sistema chiuso *Cuore* caratterizzata dal design elegante e da un sistema automatico di erogazione del caffè.

Il 2015 presenta ancora un miglioramento delle performance dell'impresa, soprattutto grazie al settore mondo casa e alle vendite aumentate nel settore Retail. A partire dal mese di gennaio è iniziata una manovra per un aumento del capitale sociale, conclusasi con un controvalore di quasi 14 MI€, le nuove azioni sono state emesse ordinarie con esercizio d'opzione; ad aumento avvenuto, la composizione azionaria era pressoché invariata, in particolare la maggior parte delle azioni è stata acquisita dalla Bialetti Holding S.r.l. che ha versato quasi 9 MI€ grazie a versamenti in conto futuro aumento di capitale, le azioni che non sono state acquisite tramite opzione sono state poi vendute in Borsa come da regolamento ed interamente acquistate; il capitale sociale e la composizione azionaria sono divenuti come illustrati precedentemente.

Durante l'anno è cresciuta enormemente l'attività della Bialetti Store S.r.l.: sono stati aperti 43 nuovi negozi monomarca, di cui 41 in Italia, determinando un aumento consistente delle vendite e delle nuove assunzioni per la gestione dei negozi.

Per quanto riguarda l'offerta di prodotti, la Bialetti vanta una ricca gamma di modelli di caffettiere elettriche e non, caratterizzate da varie forme e utilizzi, in modo da posizionarsi in varie fasce di mercato; inoltre ha arricchito la linea capsule con un caffè biologico, diversi preparati per tè e tisane e una linea di capsule compatibili con le macchine del marchio Nespresso; anche per il mondo casa ha ampliato l'offerta grazie a varie linee di pentole e porcellane e ideato nuovi PED tra cui l'estrattore di succo e lo spremiagrumi.

Grazie ad una trattativa iniziata verso la fine del 2015, il 2016 si apre con la cessione, da parte di Bialetti, del marchio storico di elettrodomestici *Girmi* alla azienda *Trevidea S.r.l.* incassando un totale di 3 MI€, questa decisione è scaturita dal desiderio della Bialetti di concentrarsi sui rami aziendali che sono più caratteristici della sua storia, ovvero il mondo del caffè, e ambiti che sono attualmente per essa più redditizi, come il canale Retail.

Nell'ottica di una maggiore e più efficiente attenzione ai singoli ambiti aziendali, il 2016 ha visto la messa in atto di una nuova organizzazione interna che si basa sulle *Business Unit* scelte in base al marchio o alla funzione aziendale, come illustrato dalla seguente figura:

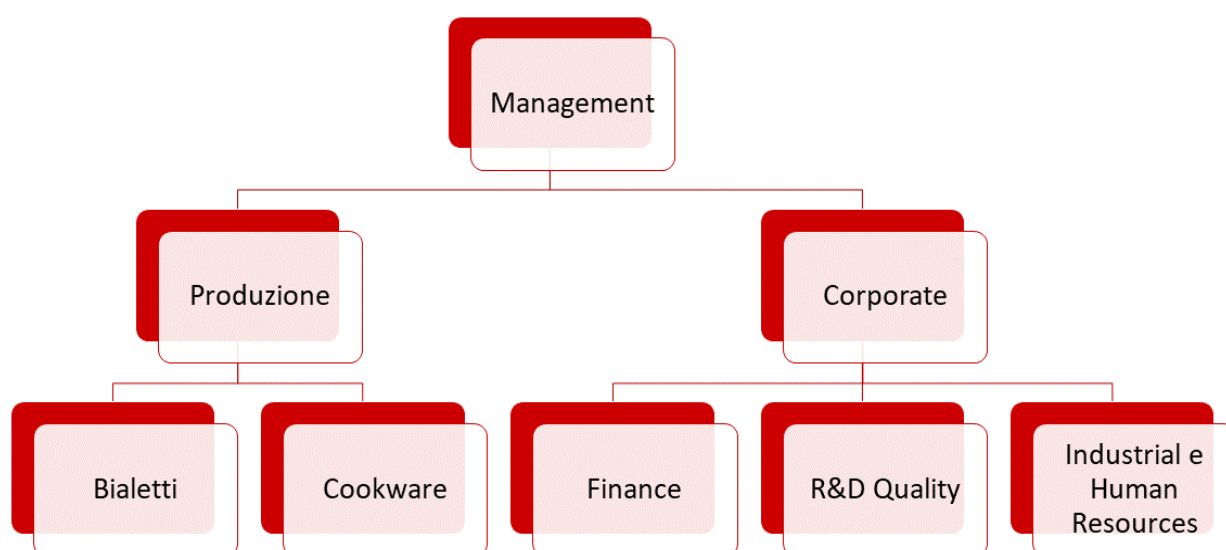


Figura 3: Organigramma Aziendale

Il ramo aziendale del commercio al dettaglio continua nella sua espansione grazie all'apertura di 51 nuovi punti vendita, di cui 33 in Italia, 4 in Spagna e 13 in Francia, ognuno di essi gestito dalla Bialetti Store del territorio di competenza.

Per quanto riguarda l'offerta dei prodotti, questa continua ad essere molto ampia e posizionarsi su varie fasce di mercato, essa conta infatti di 31 linee di caffettiere e una nuova linea di accessori per la preparazione del caffè all'americana, vengono inoltre messi sul mercato la nuova linea di macchine per il caffè *Smart* disponibile in 5 colori, una nuova miscela di caffè delicato e nuovi gusti di infusi.

Il bilancio del 2017 vede un peggioramento della performance aziendale con una diminuzione del fatturato e un risultato netto negativo, in gran parte dovuto all'aumento dei costi per servizi e del personale a causa dei numerosi nuovi negozi aperti, i quali, soprattutto in Francia, non hanno poi dato i ricavi sperati, andando ad inficiare sul fatturato finale. Si continua comunque, anche se in maniera più pacata, ad ampliare la presenza sul mercato, grazie all'apertura di 15 nuovi negozi in Italia e 17 in Francia, vengono inoltre aperti 2 nuovi negozi in Austria sotto il controllo della Bialetti Store Austria di nuova costituzione.

L'offerta della azienda rimane alquanto invariata rispetto all'anno precedente, seppur sottolineando che è già molto ricca e variegata; si menzionano soltanto due nuovi modelli della linea macchine del caffè *Smart* e due nuove miscele di caffè in capsule aromatizzate.

### 3.1. La ristrutturazione del debito

Menzione particolare occorre per la descrizione dei rapporti intercorsi negli anni tra la Bialetti e le Banche finanziatrici. Come è illustrato precedentemente, durante la crisi l'azienda ha subito forti cali delle prestazioni, trovandosi in posizioni fortemente drastiche con impossibilità di far fronte ai propri debiti nei confronti dei creditori e degli istituti bancari. Per evitare il fallimento, si sono susseguite una serie di trattative nel tempo con il ceto bancario per attuare il risanamento del debito, avvenuto poi grazie all'accordo denominato *Standstill* di cui illustreremo ora il contenuto e come si è evoluto nel corso degli anni.

Nel 2008 l'azienda, visto il calo improvviso delle performance, si ritrova in notevole difficoltà nel rimborso dei debiti e con un urgente bisogno di liquidità; nasce l'esigenza di un nuovo accordo con le banche che possa essere più conciliante verso lo sviluppo dell'azienda, che dovrebbe avvenire grazie al nuovo piano industriale redatto dopo la crisi per il triennio a venire 2009-2011.

L'accordo Standstill, dopo una serie di mediazioni, fu approvato il 30 aprile 2009 e aveva una durata di circa un anno, i punti salienti furono:

- mantenimento delle linee di credito verso il gruppo, con uno spread sui tassi di interesse fissato, che garantiva il proseguimento delle attività aziendali;
- non esigere il pagamento delle sole rate di capitale in scadenza dei finanziamenti chirografari attivi.

La Bialetti Holding S.r.l. in quanto azionista di controllo prese l'impegno per un aumento di capitale totale di circa 8 M€; per far fronte all'impegno, alla fine del 2009 vennero depositati in conto futuro aumento di capitale 3M€ da parte dell'azionista. L'esercizio si chiuse con una performance negativa, ma in leggero miglioramento rispetto all'anno precedente, grazie agli accordi che permisero minori uscite di cassa e un parziale rimborso dei debiti.

Per mantenere fede al precedente accordo, il 27 aprile 2010 la Bialetti Holding versa in conto futuro aumento di capitale i restanti 5 M€.

Il 2010 continua a presentare una situazione drammatica riguardo la posizione debitoria dell'azienda, rendendosi necessario una proroga dello Standstill per permettere un tentativo di rilancio.

La scadenza dell'accordo con le banche fu spostata al 31 dicembre 2011, prevedeva sempre il mantenimento delle linee di credito e non esigere il 50% delle sole rate di capitale dei finanziamenti in scadenza nel medio termine; in cambio occorreva il rispetto da parte della Bialetti di alcuni covenants finanziari, la cui violazione avrebbe permesso la rescissione dal contratto da parte delle banche.

Alla fine del 2010 la Bialetti non aveva rispettato il vincolo riguardante il rapporto Posizione Finanziaria Netta/EBITDA che doveva essere uguale o inferiore a 6 (il quale risultava invece più grande di un ordine di grandezza), dovette quindi riprendere le trattative per rinnovare gli accordi.

Il 2010 si chiuse inoltre con un risultato netto negativo pari a -9865000€, poiché la perdita era superiore ad un terzo del capitale sociale, si rese necessaria l'applicazione dell'articolo 2446 del codice civile ivi riportato.

*Art. 2446. Riduzione del capitale per perdite*

*Quando risulta che il capitale è diminuito di oltre un terzo in conseguenza di perdite, gli amministratori o il consiglio di gestione, e nel caso di loro inerzia il collegio sindacale ovvero il consiglio di sorveglianza, devono senza indugio convocare l'assemblea per gli opportuni provvedimenti. All'assemblea deve essere sottoposta una relazione sulla situazione patrimoniale della società, con le osservazioni del collegio sindacale o del comitato per il controllo sulla gestione. [...] Nell'assemblea gli amministratori devono dare conto dei fatti di rilievo avvenuti dopo la redazione della relazione. Se entro l'esercizio successivo la perdita non risulta diminuita a meno di un terzo, l'assemblea ordinaria o il consiglio di sorveglianza che approva il bilancio di tale esercizio deve ridurre il capitale in proporzione delle perdite accertate [...].*

Il 2011 si chiuse nuovamente con una perdita pari a -2841000€, si rese necessaria nel rispetto del suddetto articolo, la riduzione del capitale sociale in modo da assorbire le perdite, il capitale sociale fu portato a 5453000€. Nella stessa assemblea, avvenuta a metà del 2012, fu accettata la proposta di un futuro aumento di capitale da attuare entro la fine del 2013.

Il 19 gennaio 2012 venne approvato un Piano di Risanamento in accordo con le banche per sollevare le sorti della Bialetti, i punti principali erano:

- 🚩 nuove scadenze per i mutui chirografari attivi, pari a circa 13 MI€;
- 🚩 l'impegno da parte delle Banche a mantenere attive le linee di credito per un valore di 79 MI€ fino al 31 dicembre 2015;
- 🚩 la sottoscrizione di un finanziamento per 3,9 MI€, garantito da pegno di primo grado sui marchi "Girmi" ed "Aeternum" di proprietà della società, il rimborso dovrà avvenire entro il 31 dicembre 2014;
- 🚩 il rispetto di determinati covenants finanziari, legati ai livelli di rapporto tra la Posizione Finanziaria Netta/Patrimonio netto e la Posizione Finanziaria Netta/EBITDA;
- 🚩 l'impegno nella nomina di un ulteriore amministratore indipendente.

L'esercizio del 2012 presentò dei risultati positivi e in leggera ripresa, ma non sufficienti a rispettare i vincoli finanziari del piano, si rese necessario un nuovo accordo con le Banche, il cosiddetto *Waiver* con scadenza il 30 settembre 2013 che prevedeva la continuità delle linee di credito verso la società e di non richiedere la risoluzione dei benefici accordati nel precedente piano.

Dopo la scadenza dell'accordo, occorre proseguire le trattative per siglarne uno nuovo o posticiparne i termini, ma ciò ufficialmente non avvenne fino alla fine del 2014, nonostante le banche continuassero nel frattempo a finanziare la Bialetti.

Il 29 dicembre 2014 venne approvato un nuovo accordo i cui aspetti principali sono:

- 📌 la modifica delle scadenze dei mutui chirografari per un importo di circa *11 M/€* e dei mutui assistiti da pegno di valore pari a circa *4 M/€*;
- 📌 conferma delle linee di credito per un valore totale di *91 M/€*;
- 📌 rispetto dei covenants finanziari precedenti;
- 📌 nominare come amministratore indipendente una figura consigliata;
- 📌 aumento di capitale per un valore di circa *14 M/€* (avvenuto come descritto nel paragrafo precedente).

L'accordo presenta come scadenza il 31 dicembre 2017, i bilanci degli anni di riferimento di questo accordo hanno sempre presentato valori in linea con i vincoli riuscendo quindi a rispettarli e a rendere valido l'accordo senza bisogno di successive modifiche o trattative.



## 4. Analisi del Settore

Per meglio analizzare la situazione economica e finanziaria della Bialetti, occorre inserirla nel suo contesto, procedendo con un'analisi del settore di appartenenza.

La Bialetti risulta operante, secondo il codice ATECO, nel settore **25.99.19** che si occupa della fabbricazione di prodotti in metallo per la casa, la scomposizione del suddetto codice è illustrata nella figura sottostante.

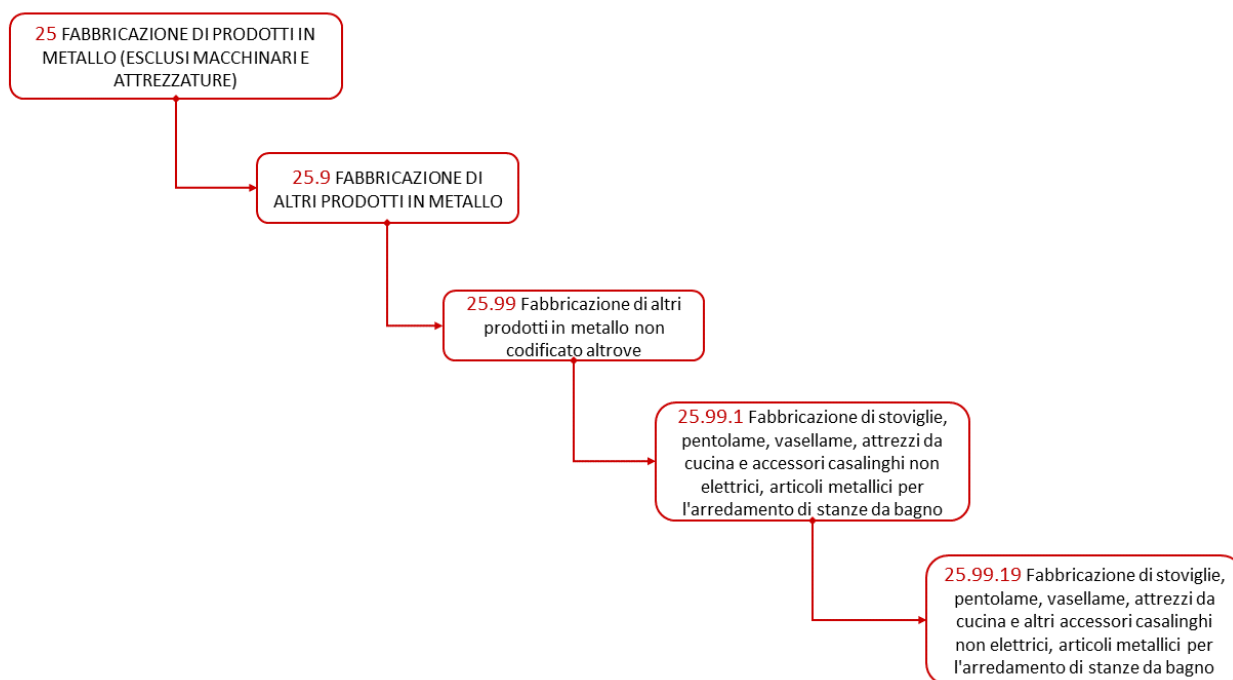


Figura 4: Struttura della classificazione ATECO di riferimento

Il settore di interesse è quello della produzione e successiva commercializzazione degli oggetti per la casa, in particolare per la cucina.

Le categorie di prodotti che rientrano nel settore sono le seguenti:

- 🔪 Pentole e padelle: comprende qualsiasi tipologia di pentola, padella e altri strumenti essenziali per la cottura degli alimenti;
- 🔪 Caffettiere e simili: presenta tutte le tipologie di strumenti idonei alla produzione non elettrica di caffè, tè, tisane, ecc.;
- 🔪 Macchine per il caffè: include tutte le tipologie di macchine elettriche a sistema chiuso o aperto in grado di preparare il caffè o altre bevande calde;
- 🔪 Utensili per la cucina: include tutti gli oggetti che sono di ausilio per la preparazione dei cibi come mestoli, coltelli, taglieri ecc.;
- 🔪 Ceramiche e simili: racchiude tutti gli accessori in porcellana, vetro o plastica per servire i cibi e bevande quali piatti, bicchieri, posate, tazzine ecc.;

- ❶ Piccoli elettrodomestici (PED): comprende strumenti elettrici di medie o piccole dimensioni in grado di svolgere un ruolo nella preparazione delle pietanze ad esempio frullatore, bilancia elettrica, tritatutto...;

Generalmente non tutte le imprese producono tutte le classi di prodotti, ma decidono di specializzarsi su alcune di esse in base alla loro preferenza o al taglio che decidono di dare al marchio o alla similitudine dei processi produttivi o delle materie prime coinvolti. Le grandi aziende col tempo provano ad ampliare la gamma di prodotti offerti includendo più varietà possibili, come nel caso della Bialetti che abbraccia tutte queste categorie.

Per identificare le aziende che rientrano in questa definizione di settore è stata adoperata la banca dati *Aida*, che comprende tutte le aziende italiane con relativi bilanci. Una prima selezione si è basata sul codice ATECO che ha restituito circa 360 aziende nel settore, tuttavia nel medesimo codice rientra anche la fabbricazione dei prodotti per l'arredamento del bagno che non sono di competenza della Bialetti e in generale dei suoi concorrenti, quindi per evitare di considerare aziende estranee al mercato di riferimento, queste sono state escluse. Un'ulteriore scrematura si è basata sulla gamma di prodotti che l'azienda offre, questa doveva racchiudere almeno un paio delle categorie sopracitate (spesso le aziende si concentrano soprattutto su pentole e utensili), inoltre l'azienda doveva possedere un proprio canale di vendita come negozi o sito web. L'elenco finale delle aziende facenti parte del settore conta 67 aziende che operano sul territorio italiano.

Come spesso accade i player principali di un settore sono un numero inferiore, generalmente nell'ordine delle unità, questo caso non fa eccezione, sono presenti infatti 2 forti aziende, la Bialetti e *Groupe Seb Italia S.p.A.*, poi vi sono altri 3 concorrenti di rilievo quali *Alessi S.p.A.*, *Ballarini Paolo & Figli S.p.A.* e *Alluflon S.p.A.* la restante parte è costituita principalmente da imprese di dimensioni minori.

Le 4 aziende, di seguito descritte brevemente, sono state quindi identificate come principali concorrenti della Bialetti, la scelta è ricaduta su queste tenendo in considerazione l'elevata analogia tra i prodotti offerti, le dimensioni e la similarità nella commercializzazione.

## 4.1. Concorrenti principali

### 4.1.1. Groupe Seb Italia S.p.A.

Groupe Seb S.p.A. è una multinazionale di origine francese leader nel settore degli elettrodomestici con un commercio presente in quasi 150 paesi. Caratterizzata da una lunga storia e dimensioni notevoli, si distingue per il grande numero di prodotti offerti e marchi che col tempo ha acquisito. Sono infatti sotto la sua proprietà 26 marchi, tra cui i molto noti Rowenta, Moulinex e Lagostina.

La sua offerta si compone di ogni genere di prodotto casalingo, il suo core aziendale riguarda i PED, ma si distingue anche per le linee di pentole e altri strumenti per la cottura degli alimenti, producendo difatti tutte le categorie di prodotti illustrate e anche altre che riguardano la cura della casa e della persona.

Il commercio dei suoi prodotti avviene principalmente tramite la grande distribuzione e negozi specializzati, oltre che tramite i siti web delle diverse marche.

### 4.1.2. Alessi S.p.A.

Alessi S.p.A. nasce nel 1921 come una casa manifatturiera per prodotti per la casa in ceramica, passa poi nel 1970 all'utilizzo del metallo e ad una produzione industriale vera e propria. Si tratta di un marchio storico per quanto riguarda la ricercatezza dei suoi prodotti. Da sempre il suo punto distintivo è stato il design: pur trattandosi di oggetti comuni, questa azienda ha sempre posto l'attenzione sull'eleganza e l'innovazione della forma e dei materiali, garantendosi una posizione da leader nella fascia medio-alta del mercato.

L'offerta di prodotti è molto ampia, infatti racchiude tutte le categorie elencate, ad eccezione delle macchine per il caffè, e comprende anche accessori per la persona, arredamento per la casa e molti oggetti originali, nati dal loro impegno nell'innovazione.

La loro commercializzazione avviene principalmente tramite negozi specializzati, data la ricercatezza dei prodotti, ed online tramite il sito ufficiale dell'azienda.

### 4.1.3. Ballarini Paolo & Figli S.p.A.

La Ballarini Paolo & Figli S.p.A. nasce a fine '800 come artigiano di prodotti in metallo, diventa nei primi decenni del '900 un produttore di pentole e altre stoviglie per la casa, ad oggi si configura come leader nel mercato delle padelle e pentole, anche ad uso professionale. Il core aziendale riguarda la produzione di pentole in alluminio, specializzandosi col tempo nella produzione di padelle e pentole con tecnologia antiaderente, l'offerta si completa poi di una linea di strumenti da cottura in rame e utensili per la cucina e per la pasticceria. Il commercio avviene prevalentemente tramite negozi, con una notevole esportazione delle linee in Europa, USA e Medio Oriente.

#### 4.1.4. Alluflon S.p.A.

Alluflon S.p.A. è un gruppo italiano che comprende 3 marchi storici nella produzione di articoli per la cucina, i quali sono:

- 🔪 Moneta: specializzato nella produzione di pentole e padelle con rivestimento antiaderente e il primo ad aver utilizzato rivestimenti in ceramica;
- 🔪 Berndes: brand di origine tedesca, si distingue per le nuove tecnologie impiegate nell'uso dell'alluminio e per la linea di strumenti da cottura per i piani ad induzione;
- 🔪 Alluflon: comprende le linee base di padelle e pentole antiaderenti si posiziona su una fascia di mercato più accessibile;

Tutte le linee sono presenti nei negozi di casalinghi, ma possono essere acquistati anche tramite il loro sito web.

## 4.2. Concentrazione del mercato

Una prima e importante valutazione sul settore riguarda l'analisi della sua concentrazione, cioè indagare sul numero e sulla forza delle imprese che attualmente sono protagoniste del mercato.

Sono stati raccolti e analizzati i bilanci delle 67 imprese, sono state separate le 5 aziende principali e le restanti sono state accorpate identificando così un cosiddetto *Aggregato* di settore, cui si farà riferimento per descrivere l'andamento generale del mercato e per effettuare i dovuti confronti tra esso e le prime aziende.

Il primo importante fattore è il calcolo delle quote di mercato: esse sono state trovate sulla base del fatturato della singola azienda rispetto il fatturato totale del settore per tutti gli anni di competenza, cioè dal 2008 al 2017. La figura seguente mostra la proporzione tra le quote delle aziende e dell'aggregato, come si evince le prime 5 aziende insieme rappresentano circa la metà dell'intero settore con una presenza maggiore di Seb e Bialetti, le quali hanno oltre il doppio delle quote delle altre imprese.

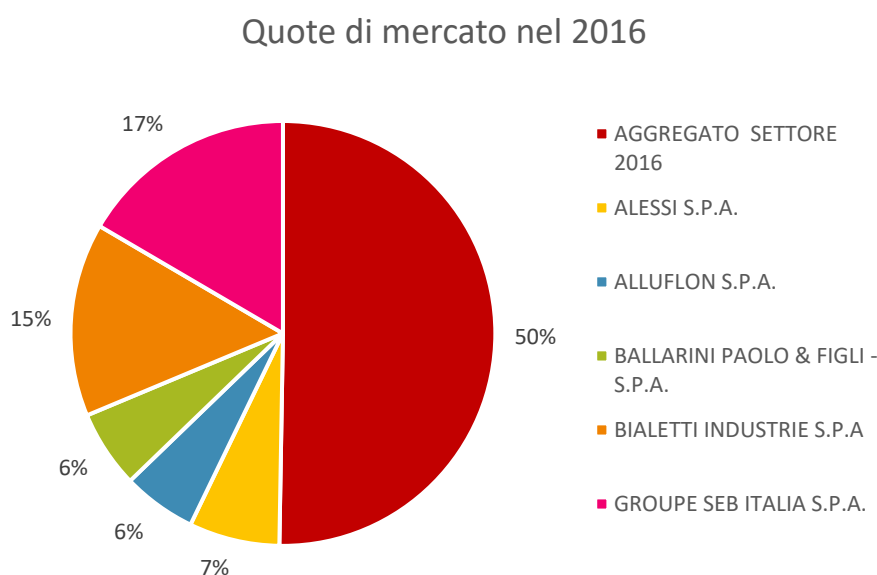


Figura 5: Quote di mercato al 2016

La figura successiva mostra invece l'andamento nel tempo delle quote di mercato delle 5 imprese: da questo grafico si può notare come le quote di Bialetti e Seb siano sempre maggiori delle altre e come, a partire dal 2013, Seb sia sempre in crescita e abbia dopo il 2014 superato la Bialetti, quest'ultima invece dal 2010 è in discesa e solo negli ultimi due anni si sta riprendendo; le quote delle altre 3 aziende sono abbastanza allineate tra loro, ad eccezione degli anni 2011 e 2012 in cui Alluflon ha una quota superiore alle altre due.

## Andamento delle Quote di Mercato

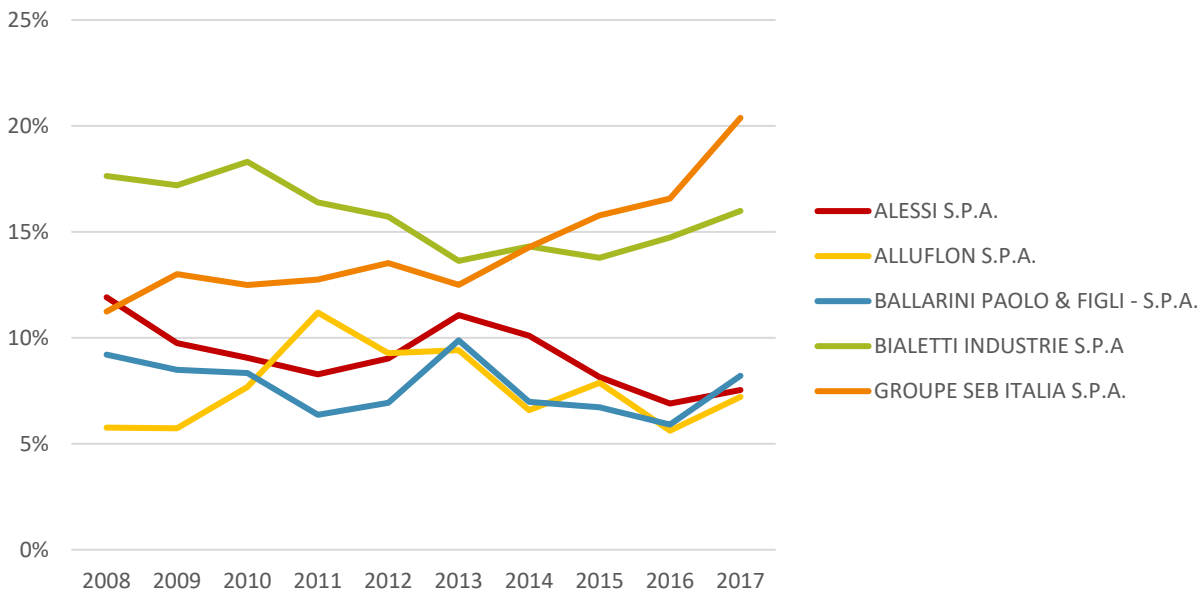


Figura 6: Grafico con le quote di mercato delle aziende principali dal 2008 al 2017

Per quanto riguarda la concentrazione del mercato è stato calcolato l'*indice di Herfindahl-Hirschman (HHI)* il cui risultato dà un'indicazione della concorrenza esistente nel settore, la formula è la seguente, dove  $q_i$  rappresenta la quota di mercato dell'impresa  $i$ -esima ed  $n$  è il numero totale di imprese:

$$HHI = \sum_{i=1}^n (q_i * 100)^2$$

Nel caso di questo settore, l'HHI del 2016 è risultato pari a 706.29 che indica un mercato poco concentrato, solitamente infatti un mercato moderatamente concentrato ha un HHI compreso tra 1500 e 2500, valori superiori a quest'ultimo indicano mercati molto concentrati.

Un altro indice di concentrazione è il *CR4* che è pari alla somma delle quote di mercato delle prime 4 aziende, nel caso di queste aziende, escludendo Alluflon che risulta l'ultima tra esse, l'indice, sempre riferito al 2016, risulta pari a 44.11% che, rientrando nella fascia tra il 40% e il 60%, fornisce un'indicazione di mercato moderatamente concentrato.

### 4.3. Le cinque forze competitive di Porter

Quando si procede all'analisi di un settore, si può fare riferimento allo schema delle *Cinque Forze Di Porter* che racchiude gli elementi essenziali che contraddistinguono un settore, esso è illustrato di seguito.

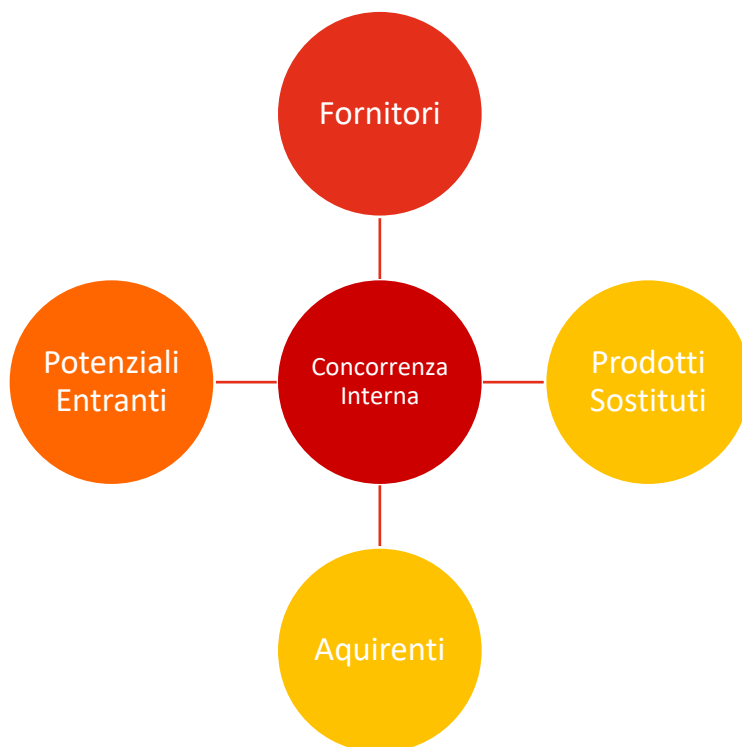


Figura 7: Schema delle 5 Forze di Porter

Analizzando ciascun elemento si riesce a compiere una descrizione completa del settore.

Aspetti di carattere maggiormente economico e finanziario verranno affrontati durante l'analisi dei bilanci aziendali.

#### 4.3.1. Concorrenza interna

Questo aspetto riguarda la difficoltà di mantenere una propria posizione sul mercato in base al potere delle altre imprese presenti. Gli elementi più rilevanti riguardano la concentrazione, la differenziazione del prodotto e la diversità tra i concorrenti.

La vera minaccia del settore dei casalinghi, esplosa a partire dagli anni 2000, è rappresentata dalla Cina: come è avvenuto anche in molti altri ambiti, sono state importate notevoli quantità di merce che sono state poi vendute a prezzi di gran lunga inferiori, riuscendo a sbaragliare la concorrenza e ad appropriarsi di tutta la clientela medio bassa. La loro forza è indubbiamente un livello di costi della produzione molto inferiori a quelli europei, in particolare italiani, ma d'altro canto si tratta di articoli di scarsa qualità.

Sapendo che è altamente difficile riuscire ad ottenere dei livelli di costo comparabili ai paesi in via di sviluppo, occorre reagire in altro modo, tramite la differenziazione del prodotto: se il cliente percepisce il prodotto in maniera diversa da quella del concorrente, il prezzo non è più la sola componente decisionale, le aziende avranno così più margini di manovra.

Le 5 aziende oggetto di trattazione hanno effettivamente fatto della loro diversità una caratteristica fondamentale; ciascuna è riuscita a personalizzare il marchio e renderlo sinonimo di una certa tipologia di prodotti: la Bialetti ha le caffettiere migliori, Seb gli elettrodomestici più affidabili, Alluflon le pentole e padelle più innovative; Ballarini gli strumenti da cottura professionali più duraturi, Alessi i prodotti più raffinati ed originali.

Il punto di forza di ciascuna è stato il focus sulla qualità: proponendo prodotti migliori è stato possibile posizionarsi sulle fasce di mercato immediatamente superiori a quella low cost, creandosi di fatto un mercato differente per clientela di riferimento.

Le caratteristiche alla base della differenziazione del prodotto, anche se implementate con diversa intensità da ciascuna azienda, sono:

- 🔪 *Design*: la ricercatezza delle forme e dei colori è alla base di prodotti che attirano i consumatori per bellezza e originalità;
- 🔪 *Innovazione*: lanciare sul mercato prodotti nuovi aiuta a personalizzare il marchio e sorprendere i concorrenti;
- 🔪 *Durabilità*: prodotti che possano durare più a lungo in modo efficiente è alla base di una buona reputazione che spinge il cliente a tornare anche per altre categorie di prodotti;
- 🔪 *Tecnologia*: mettendo la ricerca al servizio del consumatore, si ottengono prodotti sempre più funzionali e con materie prime all'avanguardia.

#### 4.3.2. Fornitori

Nel caso del settore di riferimento, le aziende fabbricano degli oggetti per uso domestico, i fornitori sono coloro che hanno il compito di procurare le materie prime utili alla produzione.

I materiali principali sono:

- 🔪 i metalli non preziosi come alluminio e acciaio, che sono alla base delle caffettiere e di tutti gli strumenti da cottura e alcuni utensili;
- 🔪 le vernici, la plastica e la ceramica che sono alla base della produzione degli accessori per la cucina e alcune componenti di altri oggetti.

Queste materie sono molto diffuse ed esistono molti fornitori di esse, quindi le aziende non sono soggette ad un potere contrattuale forte da parte di essi; più rischioso è il prezzo delle materie prime in quanto, trattandosi di materiali ampiamente utilizzati in ambito industriale, il prezzo è trattato sul mercato; per fronteggiare questa problematica, le aziende possono adottare strumenti finanziari atti a diminuire la volatilità dei prezzi, bloccandoli quando il mercato presenta condizioni favorevoli rispetto ai valori più usuali; inoltre per evitare di essere soggetti al potere dei fornitori, è buona norma servirsi da più di uno di essi per sopperire ad eventuali eventi sfavorevoli, in cui i fornitori potrebbero incorrere anche involontariamente.

#### 4.3.3. Acquirenti

Come precedentemente ribadito, le aziende del settore creano prodotti già pronti per il consumo finale, quindi gli acquirenti possono configurarsi sia come cliente finale che acquista per il proprio diretto consumo sia come distributore che si occupa poi, tramite negozio specializzato o grande distribuzione, di raggiungere il cliente finale.



Il potere contrattuale di entrambe le tipologie di acquirenti risulta limitato in quanto non esistono differenze sostanziali tra i prezzi applicati tra le diverse aziende nella medesima fascia di mercato.

In particolare verso i distributori esiste la minaccia reale dell'integrazione verticale in quanto ormai quasi tutte le aziende possiedono un canale diretto col cliente grazie alla vendita tramite sito web o, come nel caso Bialetti, di veri e propri negozi di proprietà.

Per quanto riguarda invece il cliente finale, esso non risulta avere particolare forza in relazione alle politiche di differenziazione del prodotto illustrate prima.

#### 4.3.4. Prodotti sostituti

La propensione all'acquisto di un prodotto da parte di un cliente dipende dalla presenza di un prodotto alternativo che consente di conseguire il medesimo scopo.

Il settore protagonista comprende oggetti di ideazione più o meno antica, adibiti alla preparazione dei cibi e in particolare del caffè, se volessimo preparare gli alimenti senza l'uso di padelle o utensili vari saremmo costretti a ricadere nell'uso di altri oggetti che però non rivestono completamente lo stesso scopo, un esempio è il microonde, ma per quanto versatile non riuscirebbe a ricoprire tutte le capacità di una pentola tradizionale.

Una caffettiera è uno strumento atto alla produzione di caffè, un prodotto sostituito deve essere un altro strumento in grado di produrre caffè, come la macchina a cialde inclusa però anch'essa nel settore.

Una leggera differenza può essere espressa nel caso dei piccoli elettrodomestici, i quali infatti in seguito alla crisi del settore, sono stati tra i primi a ricevere un calo dei consumi, è possibile infatti cucinare senza un tritatutto o una planetaria adoperando soluzioni manuali e quindi l'uso di taglieri o coltelli, che rientrano infatti tra gli utensili per la cucina.

#### 4.3.5. Potenziali entranti

Un settore con un elevato margine di profitto risulta attraente per delle imprese potenzialmente entranti che sperano così di ottenere dei guadagni.

Se non esistessero barriere all'entrata, un settore verrebbe sommerso di nuovi entranti fino a raggiungere il picco di concorrenzialità e a rodere completamente tutto il margine di profitto. Ciò non accade quando esistono consistenti vincoli all'entrata o all'uscita dal particolare mercato, che rendono quindi difficile alle nuove imprese potersi affermare e ottenere ricavi entrando nel settore.

In questo caso le barriere all'entrata principali riguardano la presenza di forti economie di scala e la presenza di marchi affermati con una clientela spesso fedele.

Le economie di scala costringono i nuovi entranti a forti spese iniziali e al doppio rischio o di produrre notevoli quantità di merci che, trattandosi di un marchio nuovo, rimangono invendute o per evitare ciò di produrre minori quantità trovandosi con impianti sottoutilizzati. Anche le barriere all'uscita risultano notevoli: gli impianti, anche se nuovi, possono incorrere in svalutazioni da parte del mercato, soprattutto se difficili da collocare per diverse destinazioni.

Un'importanza notevole per questo settore viene rivestita dal marchio: i beni di consumo, in particolare quelli destinati alla casa e alla cucina, sono soggetti a fidelizzazione da parte del cliente, vengono infatti prediletti quelli con una storia e una reputazione, in quanto si tratta di acquisti destinati ad un uso quotidiano che devono durare nel tempo; un nuovo entrante non ha una storia e dovrebbe investire notevolmente in marketing e pubblicità per affermarsi.

La tecnica principale che può essere adottata e che infatti è già avvenuta, è competere sul costo, appropriandosi della clientela che non ha altre esigenze se non quella del prezzo basso.

Inoltre, trattandosi di prodotti che necessitano di un canale di distribuzione, lo spazio fisico vero e proprio all'interno dei negozi è limitato e già saturato dalle vecchie imprese, difficilmente nuove imprese riuscirebbero a scalzare marchi affermati per riuscire a vendere sugli scaffali la propria merce, l'unica alternativa potrebbe essere l'uso di un canale diretto come dei negozi propri o un sito web con un aumento notevole però dei costi di servizio e/o consegna.

## 5. Analisi Economica e Finanziaria dei Bilanci

In questo capitolo si procederà con un'analisi delle principali voci dei Bilanci d'esercizio della Bialetti, confrontando questi valori con quelli dei concorrenti e delle altre imprese del settore. Occorre precisare che, se non diversamente specificato, si farà riferimento al termine *Aggregato* quando verranno considerate in un unico insieme tutte le aziende del settore ed al termine *Altre Imprese* quando all'insieme delle aziende del settore sono tolti i 5 player principali per confrontarle tra loro più dettagliatamente.

Si rammenta che i dati a disposizione ricoprono la fascia temporale che va dal 2008 al 2017. Bisogna però fornire una precisazione che varrà per le prossime considerazioni: i bilanci sono stati raccolti per 67 imprese, tuttavia i bilanci del 2017 disponibili erano un numero inferiore (circa 50), quindi le analisi che prevedono confronti rispetto l'intero settore, possono essere influenzati dal fatto che non si dispone dei dati completi, i dati delle imprese principali sono tutti presenti.

### 5.1. Analisi delle voci di bilancio

L'analisi ha come incipit il *Fatturato*, questo è stato già considerato indirettamente durante il calcolo delle quote di mercato, ma è d'uopo fare un'analisi a sé stante. Il grafico sotto riportato vuole illustrare i movimenti nel tempo dei ricavi di vendita dell'Aggregato del settore e della Bialetti sia consolidato che non: per mettere in luce se i ricavi siano nel tempo aumentati o diminuiti, i valori sono stati standardizzati rispetto ai ricavi registrati nel 2008; l'Aggregato è stato calcolato non considerando i bilanci della Bialetti perché di entità troppo preponderante e per poter confrontare come le altre aziende si siano comportate negli anni rispetto ai risultati riportati dalla Bialetti.

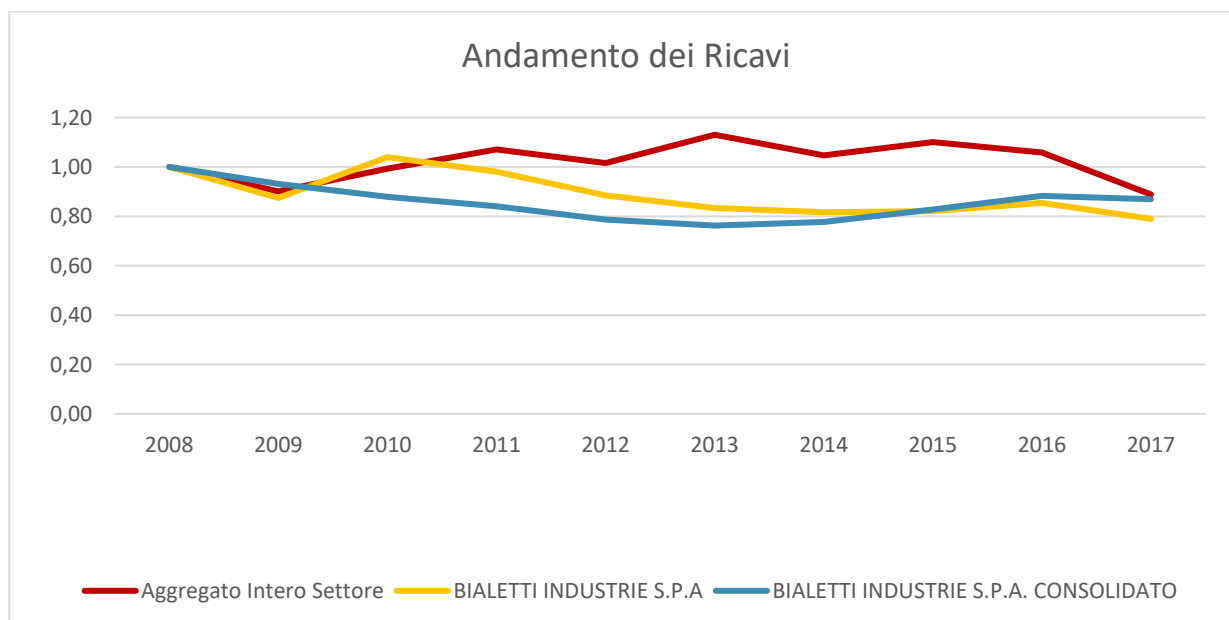


Figura 8: Andamento dei Ricavi di Bialetti e Settore con base fissa

Come si evince, i primi anni sono stati caratterizzati da una decrescita sia del settore che della Bialetti, successivamente il settore è riuscito a recuperare avendo un andamento leggermente altalenante, mantenendosi però sempre al di sopra dei ricavi del 2008, la Bialetti invece dimostra un andamento che non ha consentito di raggiungere i livelli di ricavi che aveva dimostrato poter ottenere, il consolidato mostra un andamento ancora inferiore probabilmente per le ulteriori perdite registrate dalle sottogruppo nel campo estero che non rientrano ovviamente tra le attività della capogruppo.

Ora verrà sottoposto ad analisi il grafico seguente riportante i valori del fatturato delle 5 aziende principali:

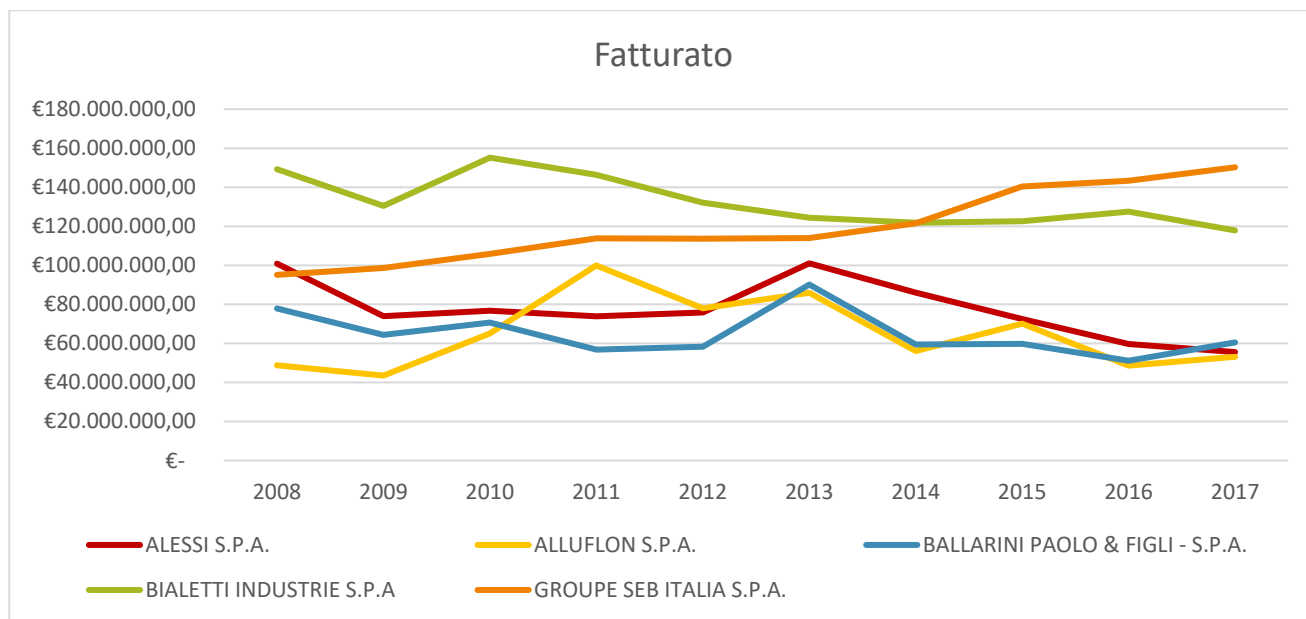


Figura 9: Andamento dei Ricavi delle aziende principali

Come visto per le quote di mercato, Seb dimostra un trend crescente al contrario delle altre aziende che mostrano con poche eccezioni una diminuzione sostanziale dei ricavi col tempo.

La prossima voce sotto analisi è l'**EBITDA**, si tratta del ben noto indicatore di redditività di un'azienda, particolarmente utile nel confronto tra aziende di uno stesso settore perché fornisce la relativa capacità di generare ricchezza grazie alla gestione caratteristica di quella impresa, poiché esso rappresenta anche la differenza tra il *Valore Aggiunto* e i costi del personale. Il grafico seguente riporta i valori del *MOL* delle aziende principali.

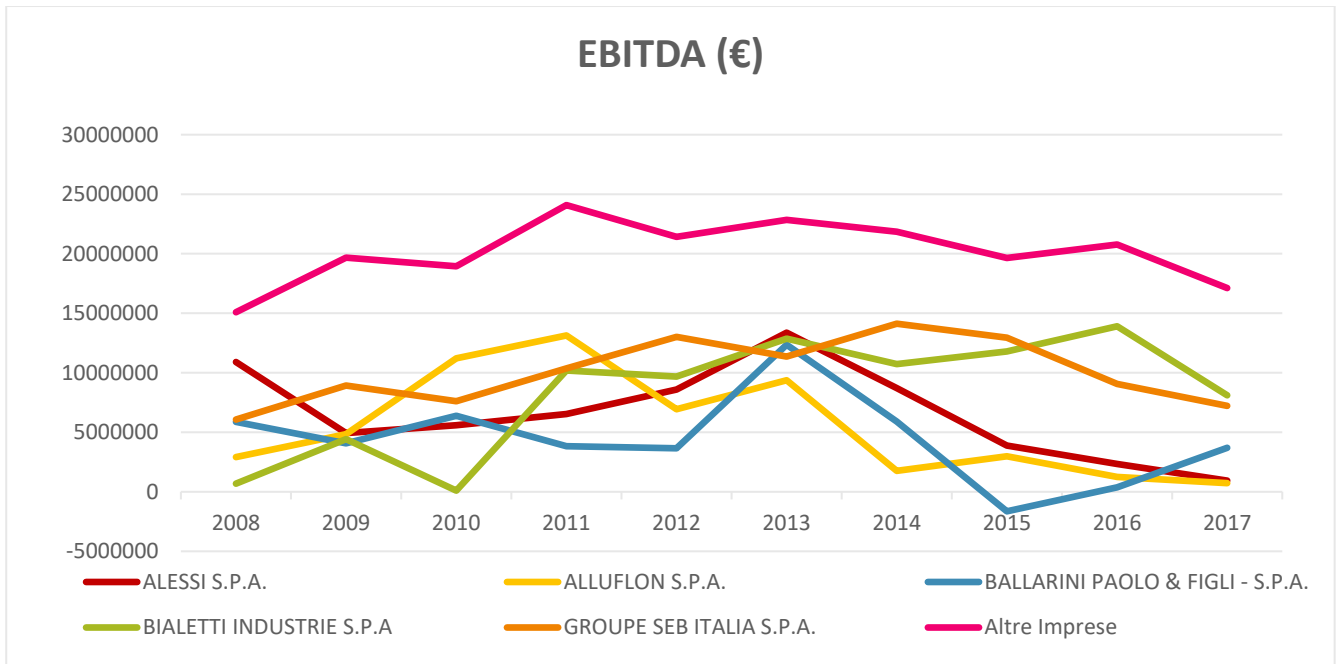


Figura 10: EBITDA delle aziende principali e del settore

Si nota subito come la Bialetti abbia subito una crisi drastica nel primo triennio di analisi con dei valori notevolmente bassi, la ripresa avvenuta nel 2011 è dovuta alle politiche di attenzione ai costi della produzione e del personale, dopo questo esercizio ha compiuto una ripresa consistente, rientrando nella fascia delle altre imprese con valori superiori alle altre; l'andamento generale delle altre imprese risulta inizialmente in crescita per poi subire dei cali dopo il 2013, in particolare la Ballarini mostra un EBITDA addirittura negativo nel 2015.

La voce di bilancio che verrà analizzata ora è l'EBIT: esso rappresenta gli utili al lordo delle imposte e degli oneri finanziari, misura quindi il reddito operativo aziendale, il grafico seguente illustra i valori assunti nel caso delle aziende protagoniste.

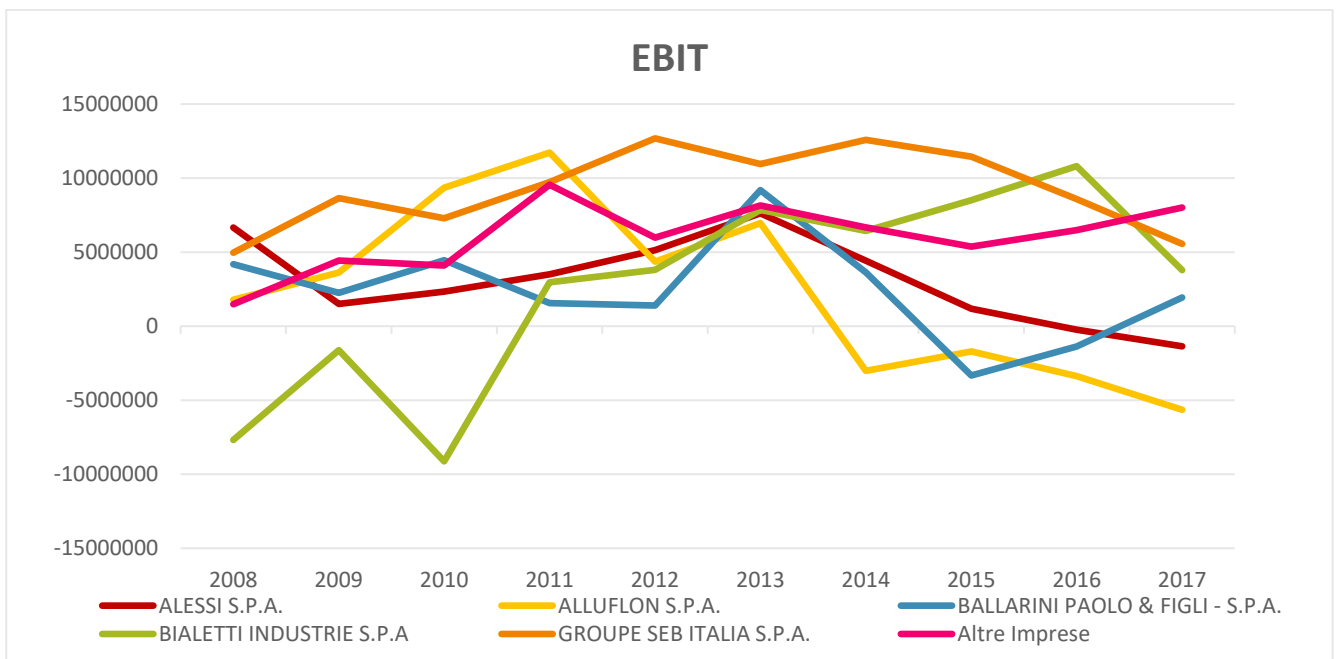


Figura 11: EBIT delle aziende principali e del settore

Anche in questo caso è evidente come la Bialetti prima abbia avuto una performance strettamente negativa, soprattutto in rapporto a quanto operato dalle altre aziende, esse si sono mantenute a livelli significativamente più alti, grazie alla ripresa dell'EBITDA del 2011 e ad una significativa riduzione dei costi non ricorrenti, la Bialetti ha proseguito in crescita raggiungendo il massimo nel 2016 con una crescita del 265% in 5 anni, al contrario di Ballarini, Alluflon e Alessi che hanno presentato valori negativi, il Groupe Seb si distingue per valori sempre positivi e spesso superiori a quelli delle altre imprese.

Un particolare dato di bilancio che ha caratterizzato negativamente la Bialetti e che necessita quindi di particolare attenzione è l'ammontare di **Oneri Finanziari** che ha gravato ogni anno sull'impresa; generalmente è un valore che preso da solo è difficile da commentare, ma il grafico seguente tramite il confronto con gli altri operatori di settore, è in grado di mostrare il peso che hanno avuto sulla storia recente della azienda.

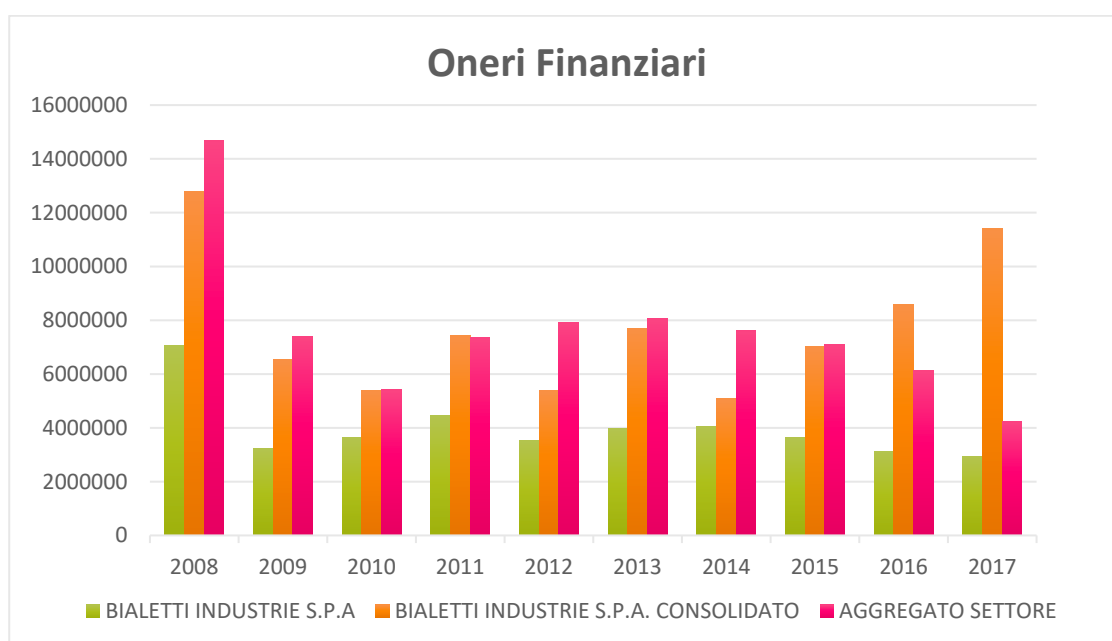


Figura 12: Oneri finanziari di Bialetti e Settore

Il grafico pone in relazione gli Oneri Finanziari della Bialetti, presi dai bilanci consolidato e non, con il totale degli Oneri Finanziari di tutte le altre aziende del settore messe assieme. Trascurando il dato del 2017 per i motivi illustrati, è sufficiente osservare come in tutti gli altri anni gli Oneri Finanziari del Gruppo Bialetti da soli siano in valore comparabili a quelli dell'Aggregato, ciò significa che l'azienda si trovava con un indebitamento difficile da amministrare per la sua mole e una gestione che prevedeva continui accordi con il ceto bancario per poter andare avanti.

Si procede ora ad un'analisi del *Risultato Netto* delle imprese. Il grafico successivo mostra gli utili conseguiti dalle imprese.

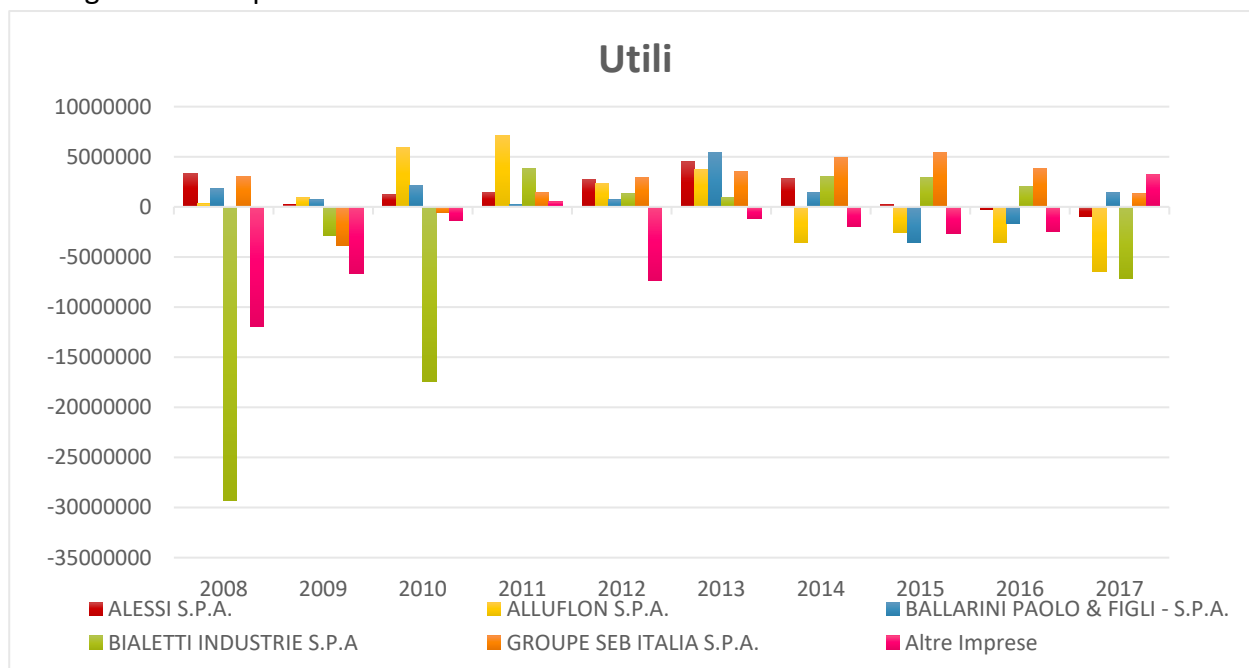


Figura 13: Risultato Netto delle aziende principali e del settore

È ben visibile come nei primi anni la Bialetti abbia risentito molto della Crisi e la mole di Oneri Finanziari, che doveva sostenere, ha peggiorato ulteriormente il risultato netto; man mano che avevano efficacia gli accordi con le banche e le politiche sul contenimento dei costi, i risultati operativi intermedi sono incrementati e con essi anche gli utili.

Dal 2012 la Bialetti è riuscita a conseguire utili positivi e in crescita fino al 2017, quest'ultimo dato mostra una chiusura dell'esercizio in notevole perdita a causa dell'effetto congiunto di una peggiore performance sul lato dei ricavi e di un aumento degli oneri finanziari correnti e delle perdite su strumenti derivati. Si nota l'effetto della recessione anche dall'andamento generale delle altre imprese che risultano piuttosto negativi nei primi anni e anche nell'ultimo biennio.

Vengono approfondite ora alcune voci dello Stato Patrimoniale della Bialetti tramite alcuni aggregati di esse, presi direttamente dalle relazioni di Bilancio Consolidato dell'impresa, riportando i valori a partire dal 2005 per analizzare questi aspetti nel periodo anteriore alla crisi.

Si analizza il *Capitale Immobilizzato* che rappresenta il totale delle immobilizzazioni materiali, immateriali e dei crediti non correnti, i valori sono riportati nel prossimo grafico.

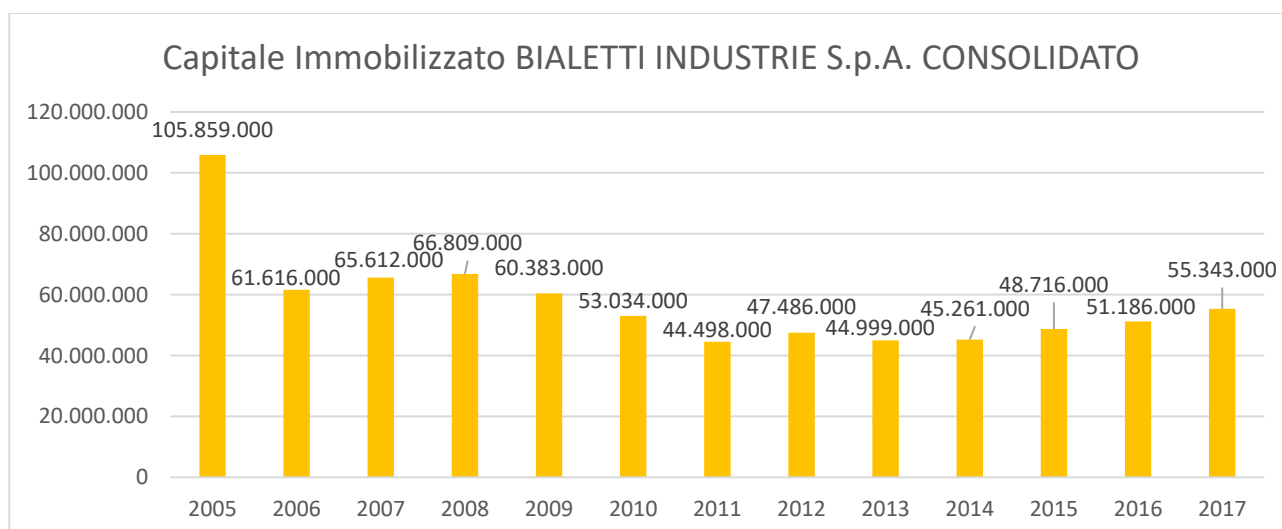


Figura 14: Capitale Immobilizzato della Bialetti

Emerge dal grafico illustrato la presenza di un valore nettamente più alto nel 2005 e un brusco calo nel 2006 ciò è dovuto al fatto che la Bialetti Industrie ha ceduto una parte considerevole degli immobili alla sua controllata Bialetti Holding S.r.l. e ha poi conseguito dei contratti di locazione con quest'ultima per l'uso degli impianti e fabbricati, i valori successivi del 2007 e 2008 sono crescenti a causa del piano industriale illustrato precedentemente che prevedeva un ammodernamento degli impianti e della loro capacità produttiva sulla base di aumento atteso della domanda, quando ciò non si è verificato per l'avvento della crisi, la società ha provveduto alla dismissione di vari immobili ed impianti sia per trarne un ricavo sia perché non più utili per il livello di domanda notevolmente inferiore alle aspettative, ciò emerge dal trend decrescente degli anni dal 2009 al 2011 che si conclude con una diminuzione del 33.39% rispetto al 2008, il valore del Capitale Immobilizzato è rimasto pressoché stabile dopo il 2012, aumentando solo nel corso degli ultimi due esercizi del 13.60% per investimenti negli impianti di Coccaglio e Ploeisti per le linee di produzione delle capsule del caffè nel 2016 e per l'apertura di 51 punti vendita nel bilancio del 2017.

Si pone sotto analisi ora il *Capitale Circolante* che corrisponde alla differenza tra due aggregati: la somma delle rimanenze, dei crediti commerciali e tributari, ed altre attività correnti e la somma dei debiti commerciali e tributari, dei fondi rischi, delle passività per imposte differite e delle altre passività correnti. Anche in questo caso riportiamo di seguito il grafico di questa grandezza.



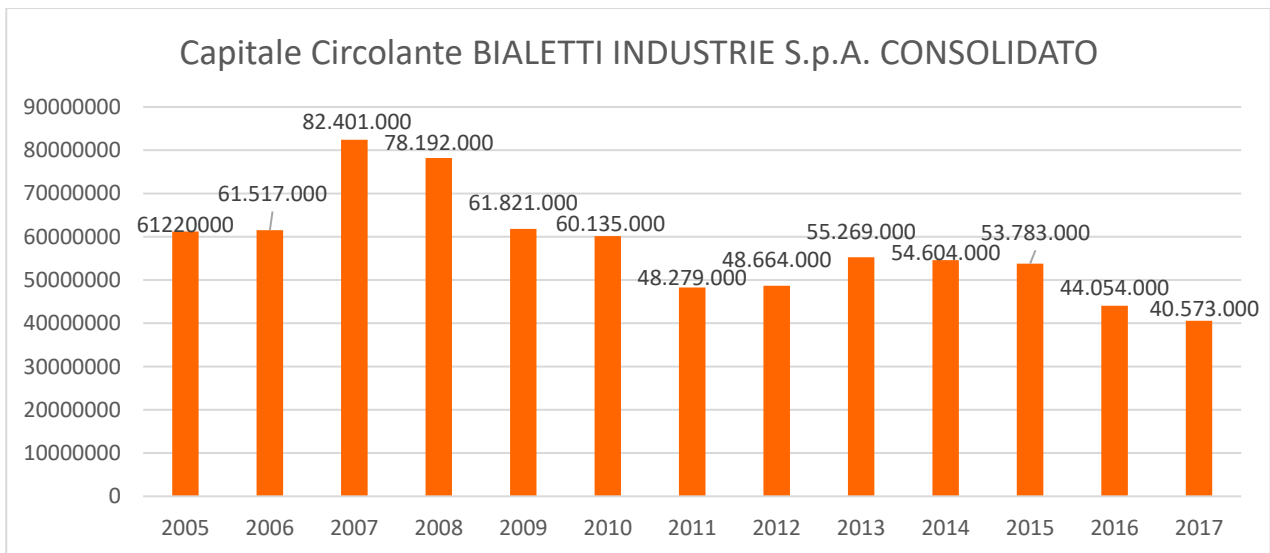


Figura 15: Capitale Circolante della Bialetti

Il primo movimento rilevante è un aumento del 33.95% avvenuto nel 2007, questo aumento è dovuto in parte all'apertura dei primi negozi monomarca e di una preparazione ad essi che ha comportato un aumento considerevole delle rimanenze bilanciate da un aumento dei debiti commerciali, in parte da un aumento dei crediti verso clienti e fornitori a causa di un rallentamento nella ricezione dei pagamenti. L'andamento decrescente degli anni successivi è dovuto alle politiche di maggiore efficienza messe in atto dopo la crisi, in particolare è avvenuta una diminuzione del 19.7% nel 2011 rispetto all'anno prima, dovuta alla migliore gestione delle scorte e dei crediti scaduti, ma anche a causa di una riduzione dei ricavi che ha portato meno crediti verso clienti. L'aumento invece avvenuto nel 2013 è dovuto a debiti che sono stati spostati nelle passività non correnti. La sostanziale differenza invece presente negli ultimi due anni non è particolarmente spiegata se non nella variazione corrispondente di crediti verso clienti e debiti verso fornitori.

Sommando queste due voci di capitale oltre che alle attività possedute per la vendita si ottiene il **Capitale Investito** che viene mostrato nel prossimo grafico.

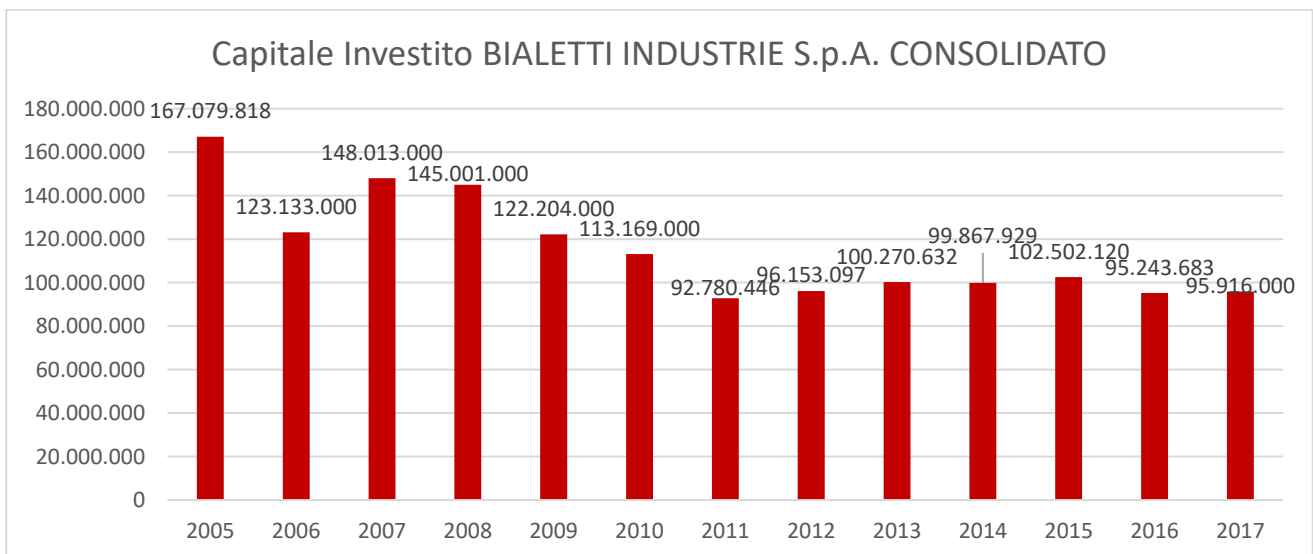


Figura 16: Capitale Investito della Bialetti

Essendo funzione delle grandezze precedenti, l'andamento di questa voce di investimento è figlia di ciò che è stato discusso finora. Di maggiore interesse è la discussione di questi termini in rapporto al fatturato per misurare il peso degli investimenti sulle entrate della società. Vengono riportati di seguito i grafici con i valori ottenuti dividendo le due voci di capitale per i ricavi di ciascun esercizio, espressi in termini percentuali.

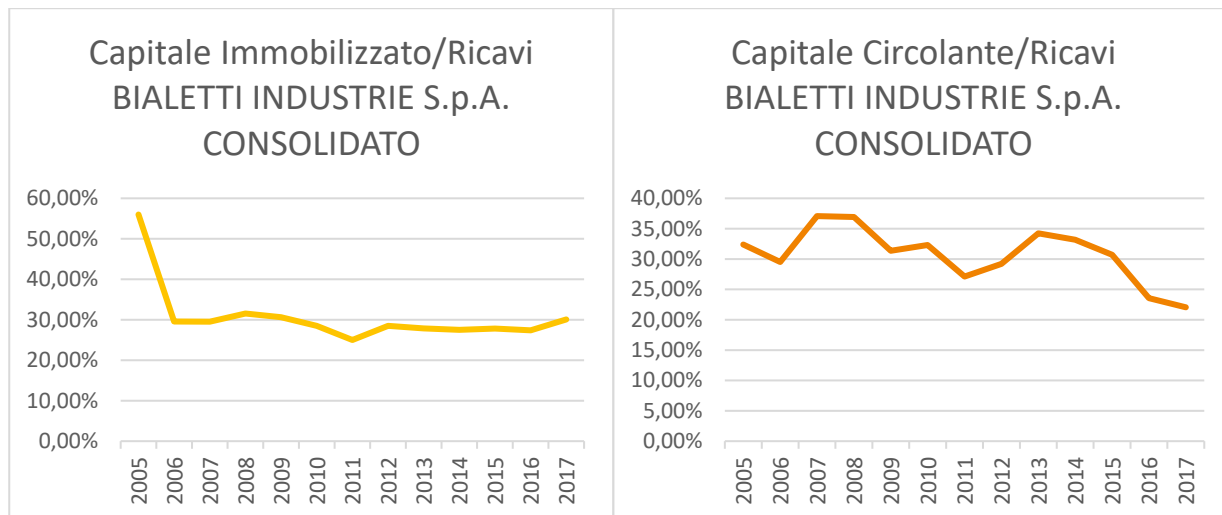


Figura 17: Rapporto Capitale Immobilizzato/Ricavi e Rapporto Capitale Circolante/Ricavi della Bialetti

La curva che rappresenta il *Capitale Immobilizzato/Ricavi* mostra un picco nel 2005 con valore pari al 56%, a partire dall'anno successivo questo valore tende a restare nell'intorno del 30%, questo dimostra che la struttura della società è mediamente rigida rispetto a variazioni del fatturato.

Al contrario la curva del *Capitale Circolante/Ricavi* è più varia: ha un trend complessivamente decrescente infatti raggiunge il minimo nel 2017 con un valore pari al 22.05%, negli esercizi intermedi avvengono due aumenti, il primo nel biennio 2007-2008 con termini vicini al 37% ed in seguito nel 2013 e 2014 con valori prossimi al 34%.

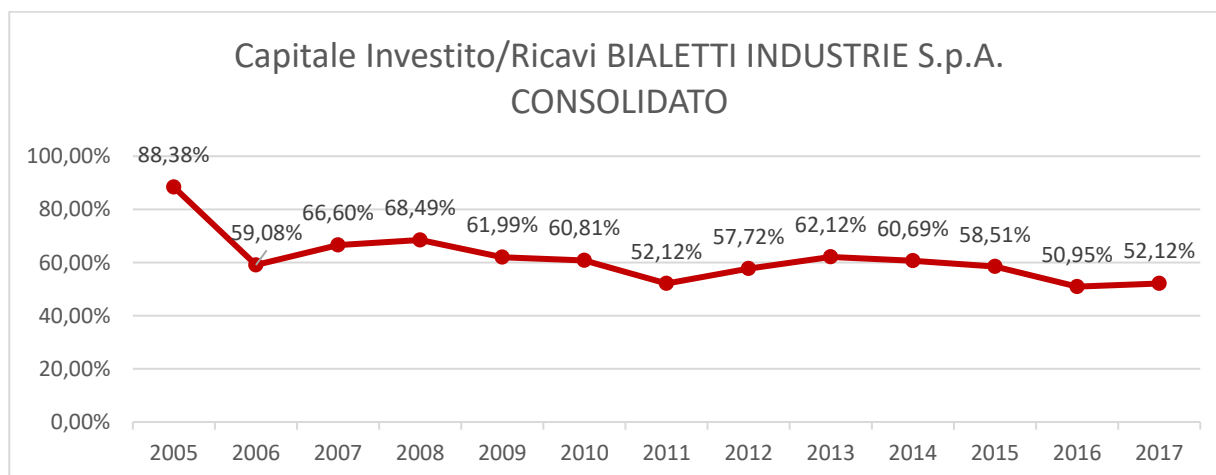


Figura 17: Rapporto Capitale Investito/Ricavi della Bialetti

Il rapporto *Capitale Investito/Ricavi* fornisce un'idea globale della elasticità con cui l'impresa può gestire gli investimenti per adattarli ai cambiamenti del fatturato, valori alti in percentuale esprimono una difficoltà di mutare la struttura aziendale nel caso di cali nei ricavi, questo caso,

non considerando il picco discusso del 2005, mostra una rigidità media con un peso degli investimenti che si aggira tra il 50% e il 60%.

## 5.2. Analisi degli indici di Bilancio

Gli indici di bilancio sono delle grandezze di tipo economico in grado di dare delle informazioni sulle principali variabili d'interesse di un'azienda, utilizzate per stabilire il modo in cui essa opera.

Esistono varie tipologie di indici in base alle voci di bilancio adoperata per il calcolo e alle informazioni che vogliamo trarne; si applicano ora i principali indici al caso in esame.

### 5.2.1. Indici di gestione del capitale circolante

Si analizzano ora le performance della Bialetti dal punto di vista del Capitale Circolante Commerciale con i seguenti indici di rotazione.

Il primo sotto analisi è il **TMR** cioè Tempo Medio di Riscossione, esso viene calcolato come segue:

$$\frac{\text{crediti verso clienti}}{\text{ricavi d'esercizio}/360}$$

Fornisce quindi il tempo medio, misurato in giorni, che intercorre tra la vendita e la riscossione del relativo pagamento, è quindi preferibile, nel confronto con altri operatori del settore, avere valori inferiori.

Il grafico seguente illustra i valori del TMR delle aziende di interesse.

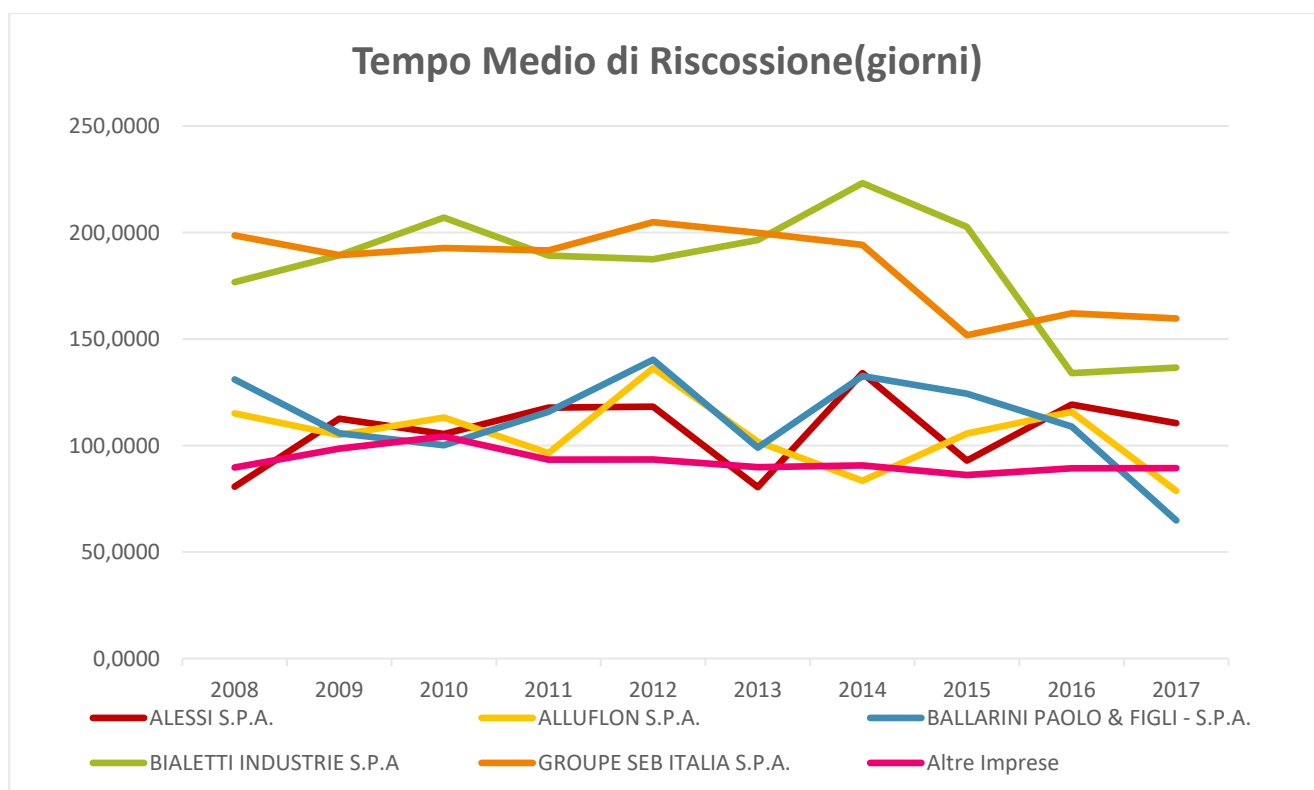


Figura 18: Tempo Medio di Riscossione delle aziende principali e settore

Si nota subito che si distinguono nettamente i valori delle maggiori imprese rispetto alle altre: Groupe Seb e Bialetti hanno valori nettamente superiori, ciò potrebbe configurarsi come un dato negativo, ma occorre ricordare che esse, rispetto alle altre, hanno grossi legami con la grande distribuzione con consegne di entità più elevate che generalmente prevedono una dilazione dei tempi di pagamento, invece la linea che traccia i valori delle *Altre Imprese* è pressoché piatta e molto più bassa in quanto è costituita da aziende spesso più piccole con consegne più contenute che vengono effettuate direttamente a negozi specializzati.

Il prossimo indice è il *TMP* ovvero Tempo Medio di Pagamento che ha la seguente formula:

$$\frac{\text{debiti verso fornitori}}{\text{acquisti}/360}$$

Questo indice calcola il numero di giorni che in media trascorrono dalla ricezione delle materie prime o altri servizi primari al momento del saldo del pagamento verso i fornitori della stessa merce; in questo caso sono preferibili valori più alti. Il grafico successivo, analogamente al primo, illustra i valori dell'indice TMP.

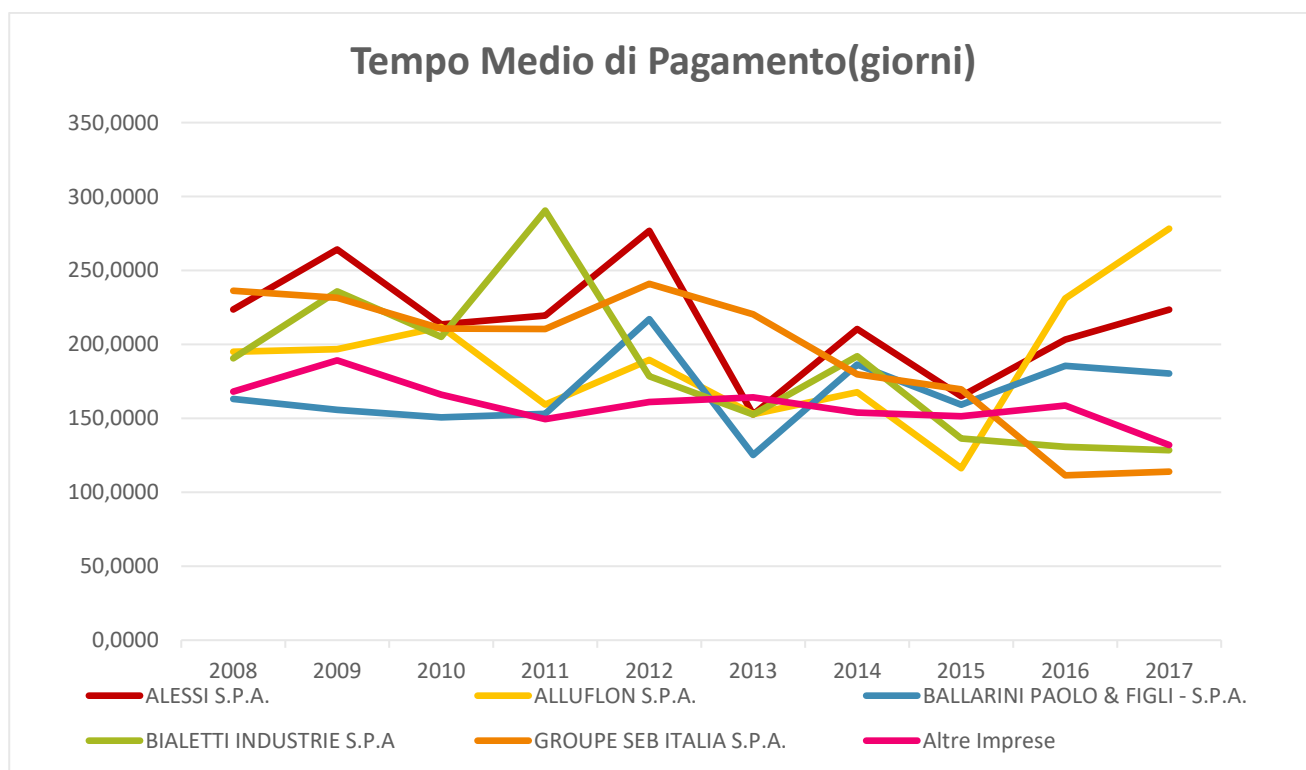


Figura 19: Tempo Medio di Pagamento delle aziende principali e settore

In questo caso gli andamenti tra le diverse imprese appaiono in linea tra loro con un moto generalmente decrescente, la Bialetti in particolare dal 2011 è riuscita progressivamente a diminuire questo indice riuscendo a dimezzarlo nell'ultimo esercizio.

In modo analogo si possono calcolare i giorni di giacenza delle scorte a magazzino, di seguito si riporta il grafico che ne illustra l'andamento per le imprese.

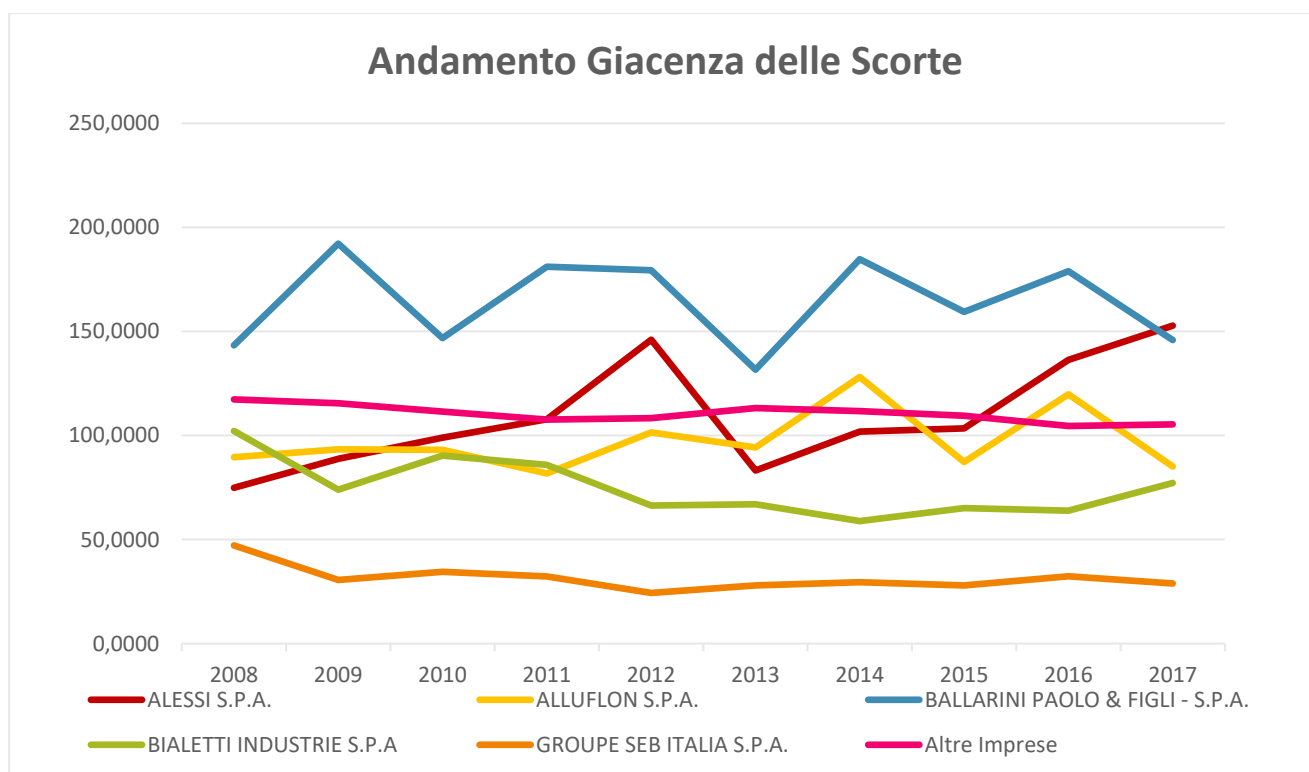


Figura 20: Andamento della giacenza delle rimanenze

Da questo grafico si evince che le due aziende maggiori possiedono indicatori di rotazione dei magazzini inferiori alle altre, probabilmente grazie alla mole maggiore di vendite che conseguono; la Bialetti negli anni ha dimostrato una migliore gestione delle scorte, riuscendo a diminuirne il valore; da sottolineare anche come questa volta ad essere lontani dai valori delle altre imprese sia la Ballarini, che mostra una giacenza sempre maggiore delle sue pari.

#### 5.2.2. Indici di struttura operativa

Ora verrà esaminata la struttura dei costi della produzione, sotto la lente si pongono i **Costi Operativi** che analiticamente assumono la seguente forma:

$$\text{Costi Operativi} = \text{Consumi} + \text{Servizi esterni} + \text{Costo lavoro} + \text{Ammortamento materiali}$$

Per analizzare la performance operativa delle imprese, è utile calcolare il peso percentuale di ciascuna voce sul totale dei costi operativi, tramite quindi quattro rapporti tra la singola voce di costo ed il totale, come di seguito descritto:

$$\frac{\text{Consumi}}{\text{Costi Operativi}} \quad \frac{\text{Servizi esterni}}{\text{Costi Operativi}} \quad \frac{\text{Costo del lavoro}}{\text{Costi Operativi}} \quad \frac{\text{Ammortamento dei materiali}}{\text{Costi Operativi}}$$

Non esistono dei valori assoluti consigliati per ciascun rapporto, poiché questi costi sono strettamente legati alla tipologia di produzione di cui si occupa l'azienda, quindi una valutazione di questi termini può essere svolta tramite il confronto tra aziende operanti nello stesso settore e quindi caratterizzate dalla stessa produzione, di seguito vi sono i grafici relativi alle aziende principali e *Altre imprese*, per ciascuna è presente un grafico che illustra per ogni anno la composizione percentuale dei suddetti costi.

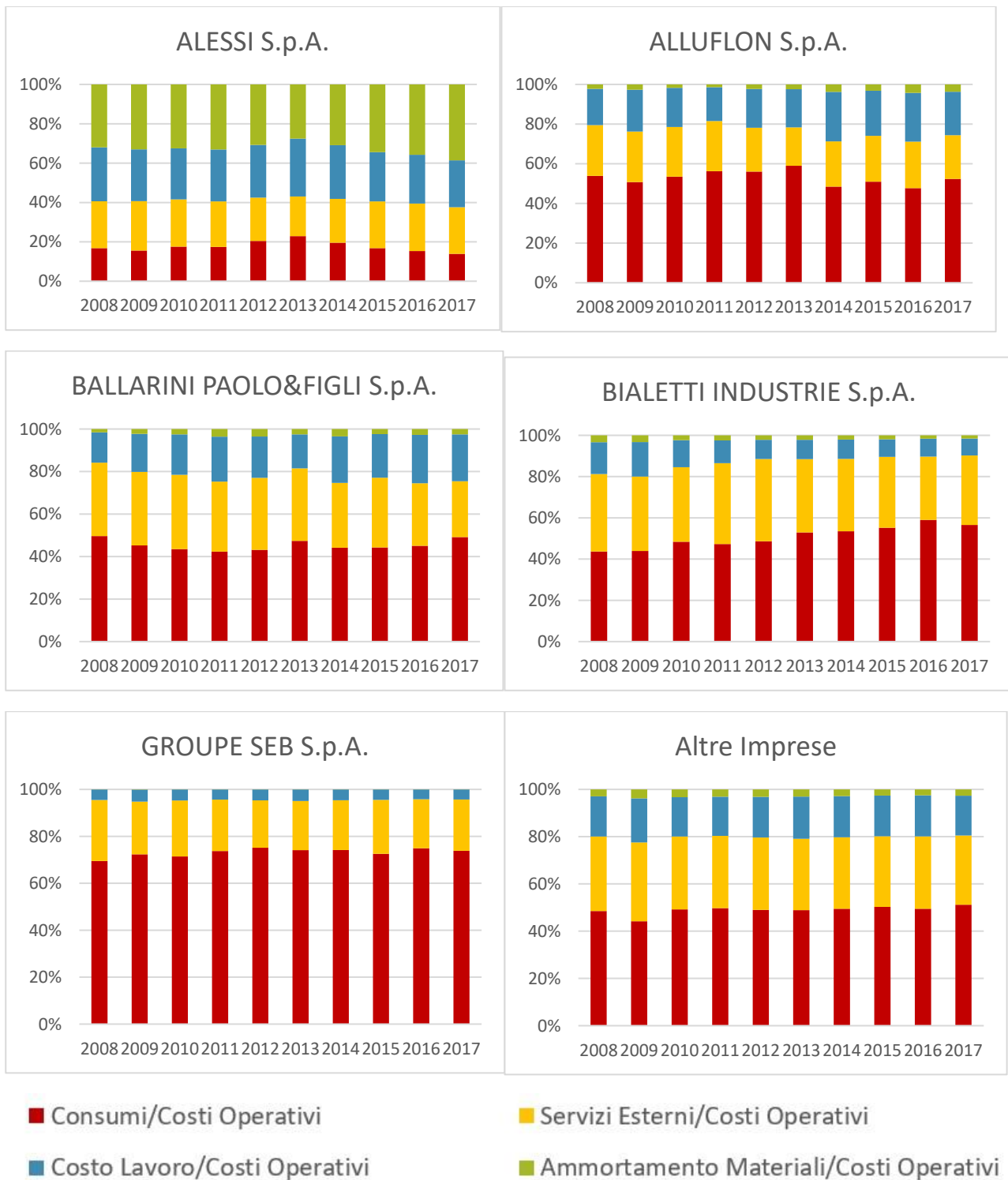


Figura 21: Andamento della composizione percentuale dei costi operativi delle aziende principali e restanti imprese

Da una rapida occhiata emerge subito come Alessi si distingua fortemente per la struttura dei costi, essa al contrario di tutti gli altri ha delle voci di ammortamento considerevoli e dei costi del lavoro di maggior rilievo, benché questo possa essere visto in maniera negativa o come mancanza di efficienza, occorre considerare che essa si pone su un mercato di alto livello rispetto alle concorrenti e si avvale di personale altamente competente nell'ambito del design e della innovazione, ciò incide sicuramente sui costi del lavoro; dal lato degli ammortamenti la causa di

questi valori nettamente più alti vanno ricercati nella produzione molto meno standardizzata rispetto ai concorrenti e nella ricerca di forme e materiali più originali che possono far lievitare i costi per la produzione fino a decidere di capitalizzarli il più possibile; in generale, a parte il caso appena descritto, tutte le aziende presentano basse percentuali di ammortamento, probabilmente perché gli impianti che possiedono non hanno subito grossi cambiamenti nella storia recente e non sono stati necessari grandi investimenti, poiché si tratta di produzioni con uno standard ormai definito. Soffermandosi sul grafico della Bialetti, emerge che nel tempo i costi del lavoro a partire dal 2010 si sono progressivamente ridotti a causa dei licenziamenti che hanno effettuato le aziende in seguito alla crisi, anche i costi relativi ai servizi sono stati contratti gradualmente nel tempo grazie alla politica di attenzione ai costi iniziata in seguito alla crisi. Particolare menzione merita il Groupe Seb che sembra avere la struttura più efficiente, in quanto i consumi sono la voce preponderante e riguardano la produzione vera e propria e che quindi non possono essere ridotti oltre un certo ammontare, mentre le altre voci sono ad un livello molto inferiore rispetto alle altre imprese. Il grafico delle *Altre Imprese* mostra la struttura generale delle restanti imprese e, considerando che si tratta però di imprese di dimensioni più ridotte, può essere usato come andamento medio del settore e come paragone per le altre, anche in questo caso la voce principale sono i consumi e secondariamente i servizi seguiti da quelli del lavoro e per ultimo gli ammortamenti.

Per verificare se le politiche riguardanti la gestione dei costi siano state messe correttamente in atto, occorre approfondire il rapporto tra le voci principali dei costi rispetto al fatturato per visionarne l'andamento nel tempo.

Si considerano dapprima i costi del personale in relazione ai ricavi tramite il grafico seguente che mostra il trend sia della sola Bialetti Industrie sia del Gruppo.

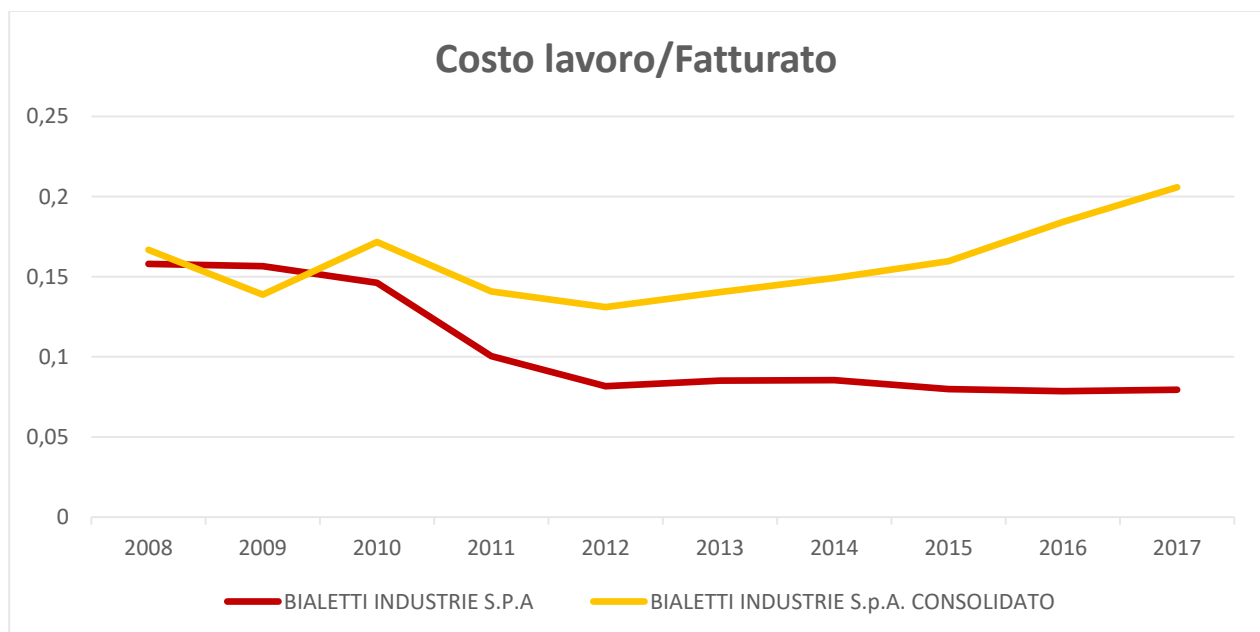


Figura 22: Rapporto Costo del Lavoro/Fatturato della Bialetti

La Bialetti mostra effettivamente un andamento decrescente nel tempo del peso che i costi del personale hanno sui ricavi, al contrario il peso che il personale assume per il Gruppo aumenta progressivamente negli anni, questo grafico apparentemente sembra fornire informazioni

divergenti riguardo le politiche aziendali, occorre analizzarlo considerandolo assieme al numero dei dipendenti del Gruppo e della Bialetti, mostrati nel grafico di seguito.

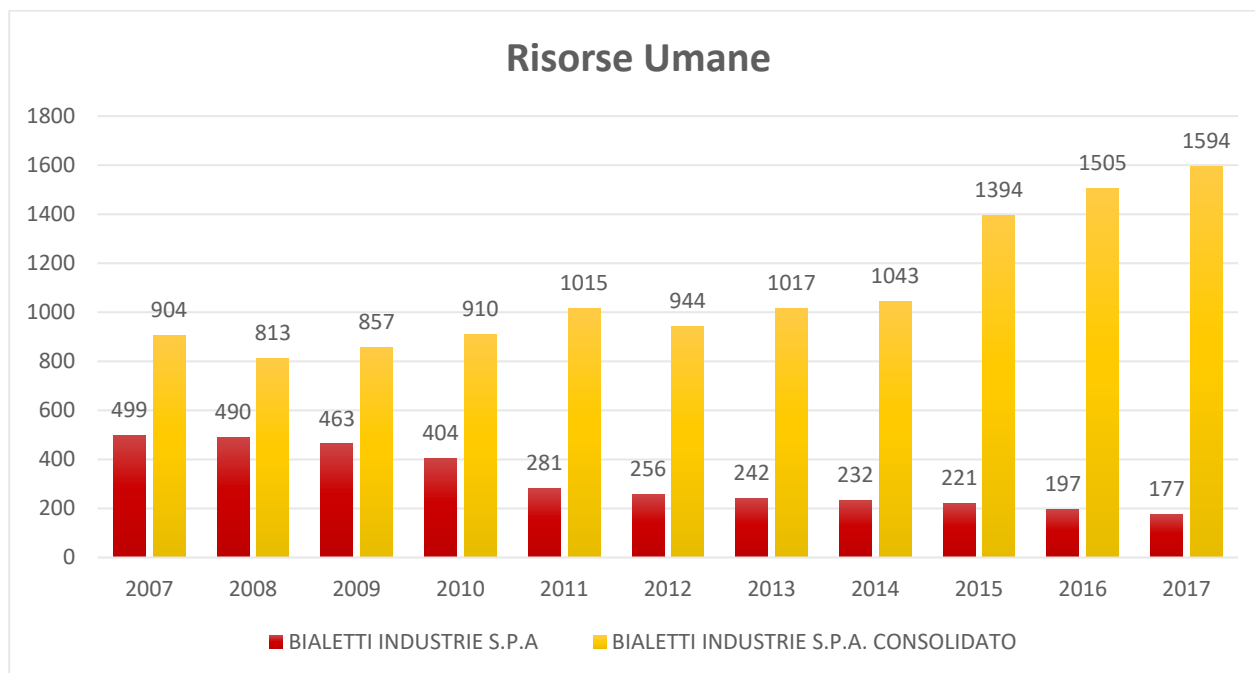


Figura 23: Numero di dipendenti della Bialetti

La Bialetti effettivamente mette in atto una riduzione massiccia del personale, in dieci anni riesce ad avere un numero di dipendenti pari a circa il 35% del valore avuto nel 2007, il Gruppo al contrario, a parte una contrazione nei primi due anni della crisi, aumenta le risorse umane attive del 76% circa; ciò è spiegabile tramite le politiche adottate negli anni.

Una parte dei dipendenti è stata effettivamente licenziata in un'ottica di maggiore efficienza produttiva, ma un'azienda non può certo fare a meno di operai e impiegati soprattutto per la produzione, questa forza lavoro è stata semplicemente spostata da Bialetti Industrie alle aziende del gruppo che operano in Turchia e Romania, in esse il numero dei dipendenti è aumentato in misura proporzionale man mano che la produzione veniva spostata in quegli stabilimenti, lasciando a Coccaglio soltanto la produzione delle cialde che necessita di minore forza lavoro (sono presenti nel 2017 infatti 67 operai nello stabilimento italiano contro i 114 della CEM e i 247 dell'azienda rumena), contemporaneamente il focus aziendale si è spostato nel tempo verso l'apertura dei negozi monomarca con il conseguente aumento del numero degli impiegati a carico di Bialetti Store che infatti ad oggi possiede 828 dipendenti, rappresentando difatti la voce preponderante delle risorse umane totali.

In conclusione si può affermare che in generale è stata adottata maggiore attenzione verso i costi del personale con una riduzione del numero e la scelta di stabilimenti produttivi in paesi in via di sviluppo, ma il numero dei dipendenti è stato anche trasferito nel caso della produzione verso i siti esteri ed arricchito per quanto riguarda invece la commercializzazione del Gruppo.

Per quanto riguarda i costi relativi ai consumi rispetto al fatturato, si fa riferimento al grafico seguente.



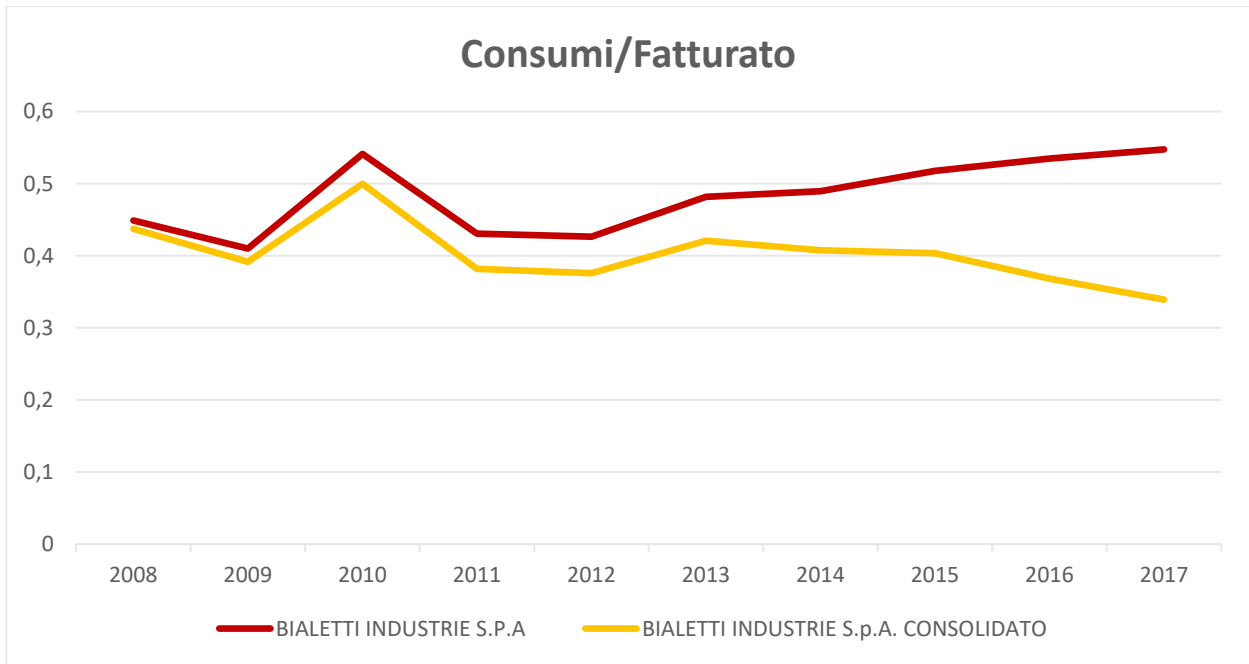


Figura 24: Rapporto Consumi/Fatturato della Bialetti

Si pongono nuovamente a confronto i due tipi di bilancio. Iniziando dalla linea rossa che rappresenta l'attività della sola capogruppo, questo rapporto risulta sempre superiore a quello del consolidato probabilmente per il valore inferiore del fatturato, i due andamenti risultano abbastanza in linea tra loro fino al 2013, quando si apre una forbice tra le rette che tendono a divaricarsi tra loro negli anni successivi; ciò è dovuto, come si vedrà di seguito, all'entità dei consumi riportati nei bilanci consolidato e non, che vengono riportati nel prossimo grafico.

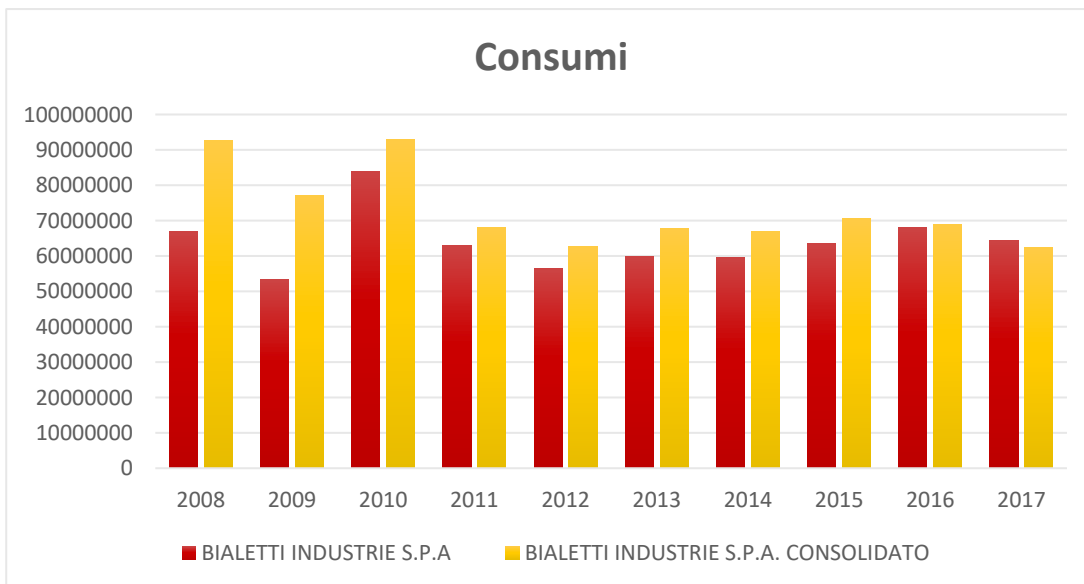


Figura 25: Ammontare dei Consumi della Bialetti

Da questo grafico si evince che i consumi della sola Bialetti dopo il 2011 tendono a restare sempre nell'intorno dei 60MI€, ciò fa sì che, dato che i ricavi invece sono progressivamente diminuiti, la curva del rapporto tra consumi pressoché stabili e ricavi decrescenti possiede un trend crescente; i consumi nel caso del consolidato sono diminuiti dopo il 2011, grazie alle politiche di

approvvigionamento modificate in seguito alla crisi e anche ad una diminuzione sostanziale delle quantità effettivamente prodotte dei vari tipi di merce per il crollo della domanda post-crisi; poiché i ricavi del consolidato sono molto più alti di quelli della sola Bialetti, quando viene effettuato il rapporto con i consumi che sono della stessa entità della sola capogruppo, la curva corrispondente mostra l'andamento decrescente divergente sottolineato prima.

Si passa ora ad un altro indice operativo, dato dal seguente rapporto:

$$\frac{\text{Valore Aggiunto}}{\text{Immobilizzazioni materiali}}$$

Questo termine indaga sulla capacità delle immobilizzazioni quali impianti, fabbricati ecc. di generare valore per la produzione, termini alti sono preferibili in quanto esprimono mediamente quanto valore ogni unità di immobile riesce a generare. Il grafico successivo mostra l'andamento dell'indice per le imprese.

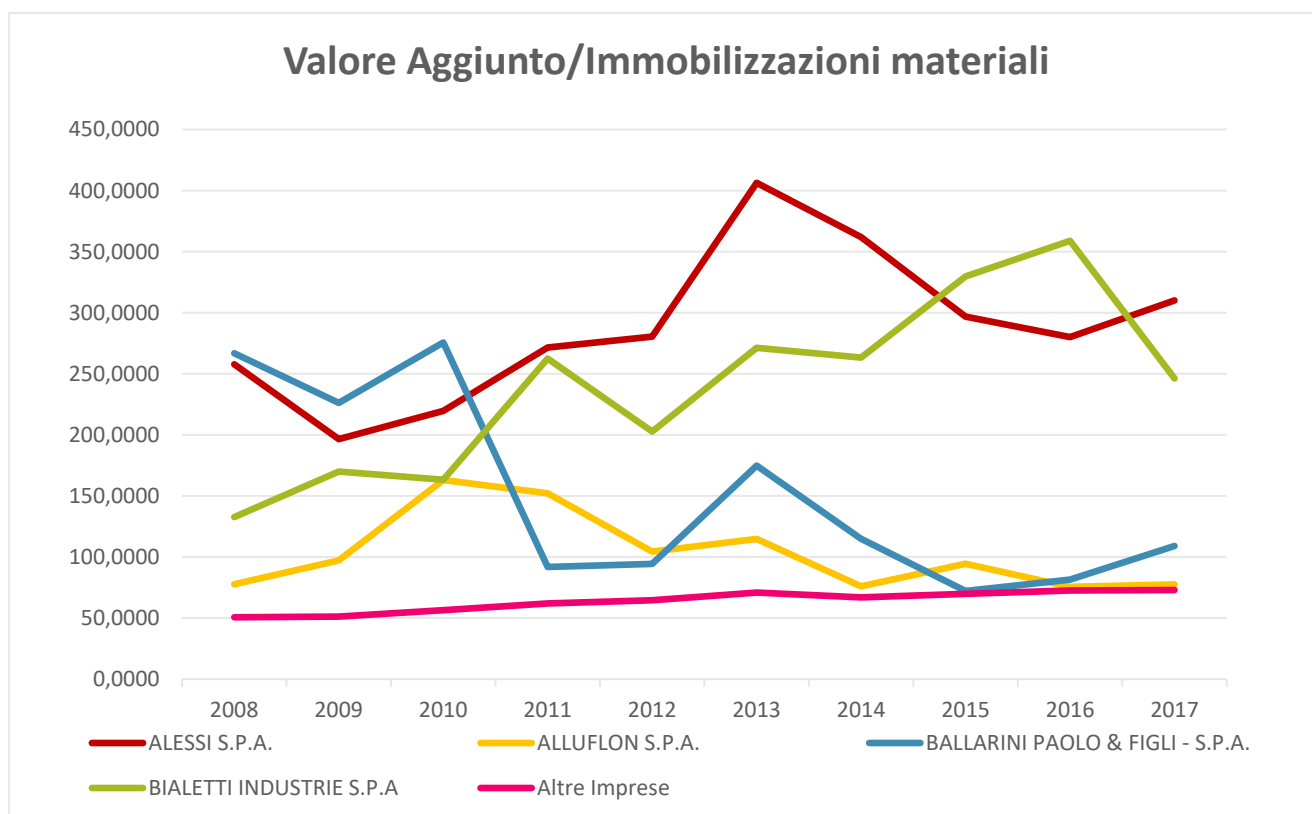


Figura 26: Rapporto Valore Aggiunto/Immobilizzazioni materiali per le aziende

Partendo dall'andamento della Bialetti, si nota subito come essa abbia avuto un andamento crescente di questo termine e quindi un miglioramento del valore generato dalle immobilizzazioni, al contrario la Ballarini ha il moto opposto, un peggioramento progressivo del rendimento delle immobilizzazioni, l'Alluflon sembra mantenere un andamento piuttosto costante, le Altre Imprese appaiono in fondo alla classifica, probabilmente perché avendo impianti di entità costosa, ma una produzione più limitata non riescono a rendere abbastanza da ottenere valore. Il Groupe Seb è stato tolto dal grafico per una migliore lettura dello stesso, in quanto possiede dei valori dell'indice estremamente alti, si attestano da un minimo di 3500 circa nel 2008 per continuare con un moto

crescente fino al picco avuto nel 2015 con circa 21000 per poi dimezzare questo termine negli ultimi due anni, restando comunque a valori di gran lunga superiori rispetto ai concorrenti.

Viene esaminato adesso l'indice di *Rotazione del Capitale Investito* così calcolato:

$$\frac{\text{Ricavi}}{\text{Attivo Netto}}$$

Esso rappresenta il ricavo che ciascuna unità di attivo riesce a generare, l'attivo può essere interpretato anche come il totale degli investimenti effettuati dall'impresa, l'indice esprime quindi quanto ciascuna unità di investimento riesce a generare in termini di fatturato; sono preferiti termini più alti a paragone tra aziende operanti nel medesimo settore.

Viene riportato il grafico riguardante questo rapporto per il caso in esame.

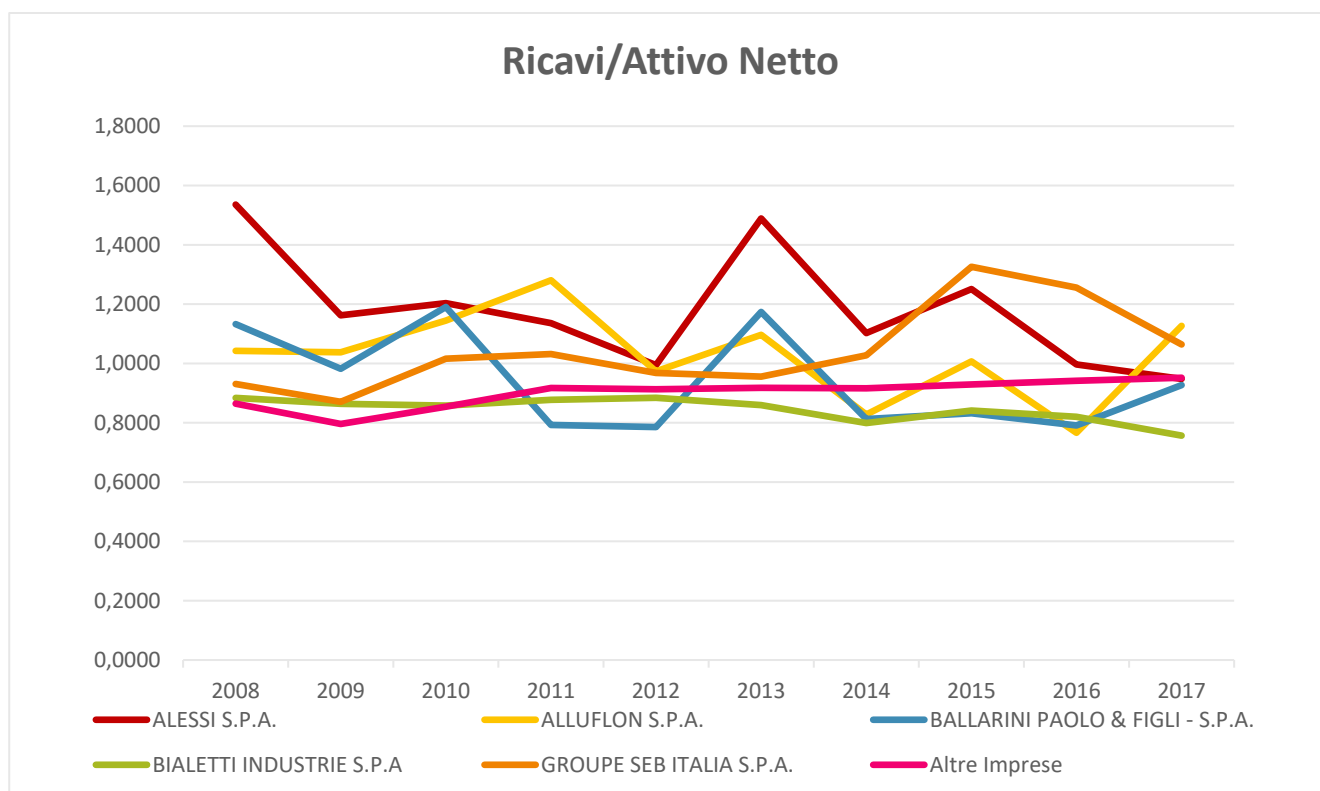


Figura 27: Rapporto Ricavi/Attivo Netto per le aziende

I valori più alti per questo indicatore sono rappresentati questa volta dall'azienda Alessi che si mantiene, ad eccezione dell'ultimo anno, con valori superiori all'unità e generalmente superiori a quelli delle altre imprese, il Groupe Seb mostra un andamento crescente di questo indice fino al 2015, la Bialetti invece si posiziona nella fascia bassa di questo grafico con un trend quasi costante nell'intorno del valore di 0.80, la Ballarini in ultimo mostra valori altalenanti della grandezza in esame.

### 5.2.3. Indici di liquidità

Questa categoria vuole indagare sulla capacità dell'impresa di far fronte ai propri debiti nel breve periodo grazie alla disponibilità di risorse immediatamente convertibili in denaro.

Viene adoperato l'indice di liquidità primaria, noto come *Acid Test* per via della rigidità con cui viene calcolato, la formula è la seguente:

$$\frac{\text{attività a breve termine} - \text{rimanenze di magazzino}}{\text{passività a breve termine}}$$

Questo rapporto indica se le risorse maggiormente liquide detenute dall'impresa sono sufficienti a soddisfare i debiti dello stesso periodo con l'accortezza però di detrarre le scorte in quanto non così facilmente traducibili in cassa nel brevissimo periodo. Valori confortanti di questo termine devono essere vicini o superiori a 1. Il prossimo grafico analizza i valori assunti dalle imprese.

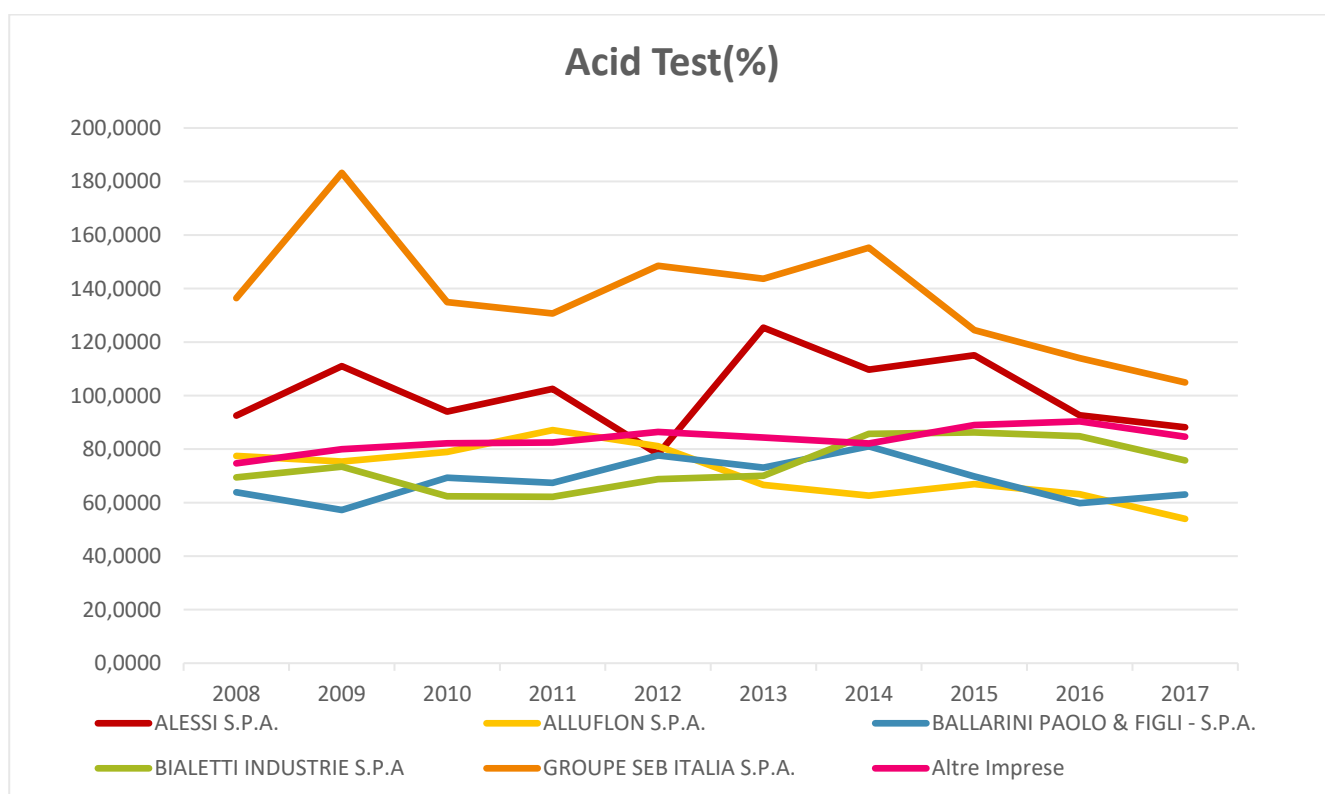


Figura 28: Indice di Liquidità primaria delle aziende

Dal grafico salta subito all'occhio la performance estremamente positiva del Groupe Seb che anche se con un movimento decrescente si mantiene sempre al di sopra del 100%, anche l'azienda Alessi mostra un andamento migliore restando sempre a cavallo della linea corrispondente all'unità del rapporto, le altre imprese, tra cui la Bialetti, invece mostrano dei rapporti appartenenti alla fascia inferiore di valori, un'indicazione di possibili difficoltà nel reperire cassa nel breve periodo.

#### 5.2.4. Indici di struttura finanziaria

Questa classe di indici si occupa di stabilire la capacità dell'impresa di riuscire a sostenere rapporti proficui con i finanziatori, sia interni che esterni, nel medio lungo periodo.

Questa analisi inizia tramite l'uso dell'indicatore *Posizione Finanziaria Netta (PFN)*, esso viene calcolato come mostrato di seguito:

$$PFN = \text{Debiti Finanziari} - \text{Liquidità}$$

Questo indice riesce ad esprimere la capacità dell'impresa di far fronte ai propri debiti tramite le disponibilità maggiormente traducibili in cassa, se questo termine assume un valore positivo esso indica un peso più rilevante dei debiti, se invece risulta negativo, indica una totale copertura delle passività tramite le disponibilità, naturalmente quest'ultimo caso è alquanto difficile da ottenere, al contrario valori positivi sono molto più frequenti, infatti questo valore viene spesso indicato anche come *Indebitamento Finanziario Netto*.

È stata calcolata questa grandezza per le aziende oggetto di analisi, il grafico successivo ne riporta i risultati.

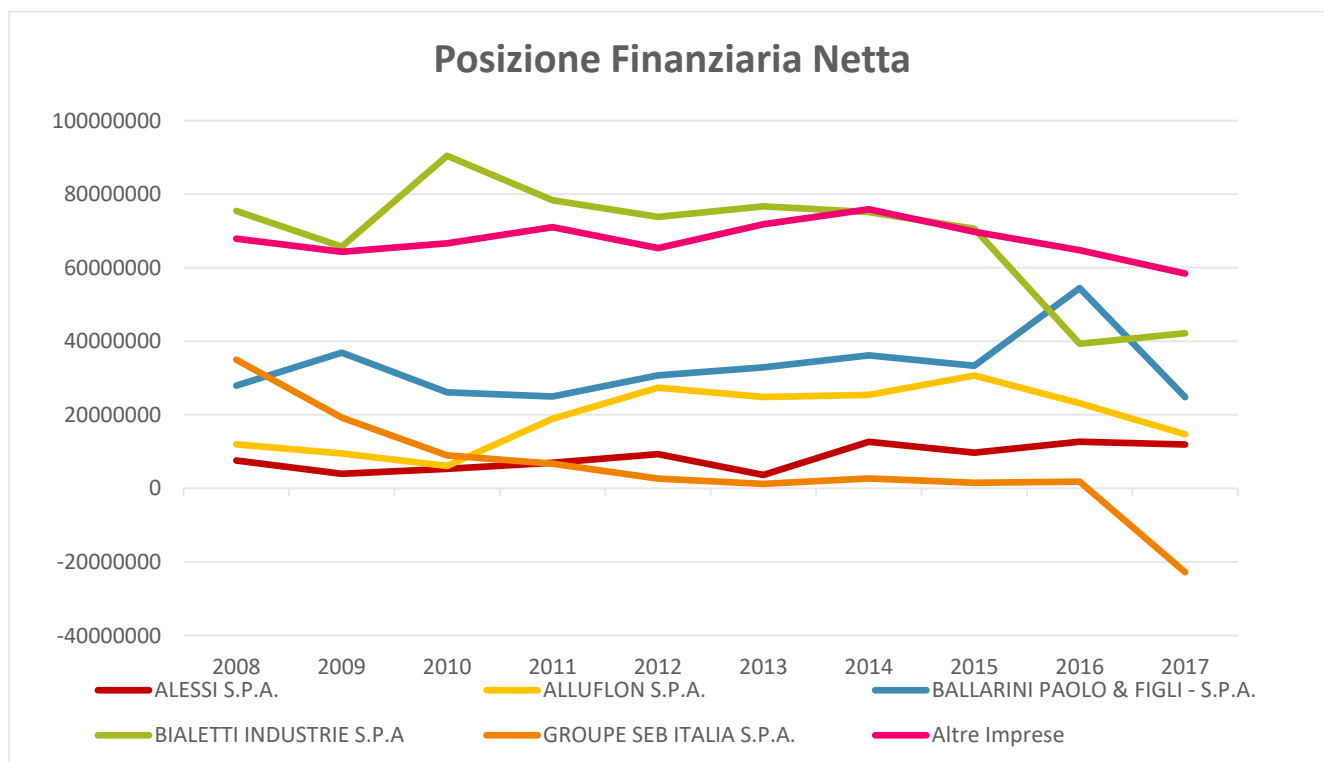


Figura 29: Posizione Finanziaria Netta delle imprese

Dal grafico emerge subito come la Bialetti si trovi in alto rispetto alle concorrenti, questo è indice di una scarsa copertura dei debiti nell'immediato, le altre imprese occupano una fascia intermedia, mentre ancora una volta il Groupe Seb mostra una posizione migliore insieme ad Alessi, esse infatti riescono ad avere una PFN più vicina allo zero.

Un altro indice che indaga sul grado di copertura dei debiti è il seguente rapporto:

$$\frac{\text{Debiti Totali}}{\text{Ricavi}}$$

Questo termine, espresso nel grafico seguente in percentuale, mostra in che misura i ricavi sono sufficienti per risarcire tutti i debiti dell'impresa.

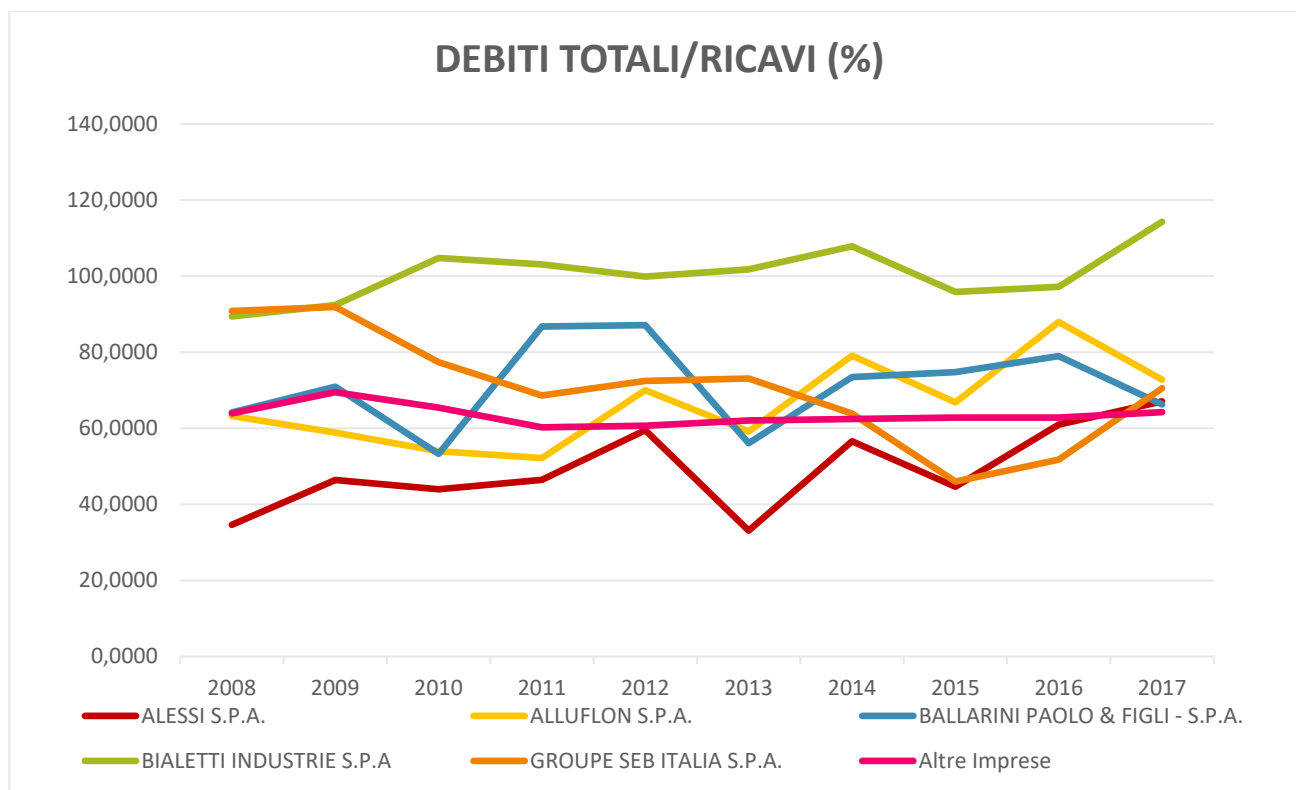


Figura 30: Rapporto Debiti Totali/Ricavi delle imprese

La Bialetti si posiziona nuovamente in alto, mostrando come i debiti siano comparabili all'intero fatturato annuo e rimane con un trend costante e superiore alle altre aziende; il Groupe Seb pur partendo da valori prossimi a quelli della Bialetti, mostra un andamento decrescente, le *Altre Imprese* si mantengono su valori quasi costanti intorno al 60%, le restanti concorrenti hanno un rapporto che rimane nella fascia media, l'Alessi si dimostra essere la migliore con valori che si aggirano vicino al 50%.

Viene ora studiato nello specifico come l'azienda si comporta rispetto il rimborso dei debiti nel breve termine tramite il seguente rapporto:

$$\frac{\text{Passività Correnti}}{\text{Ricavi}}$$

Questo indicatore esprime la copertura delle passività che occorre rimborsare nel breve periodo tramite i ricavi ottenuti nel medesimo esercizio, questo rapporto, se superiore al 100%, è sintomo di mancanza di copertura dei debiti tramite gli introiti, poiché superano il fatturato annuo, vengono osservati i valori assunti dalle aziende per questo indice.

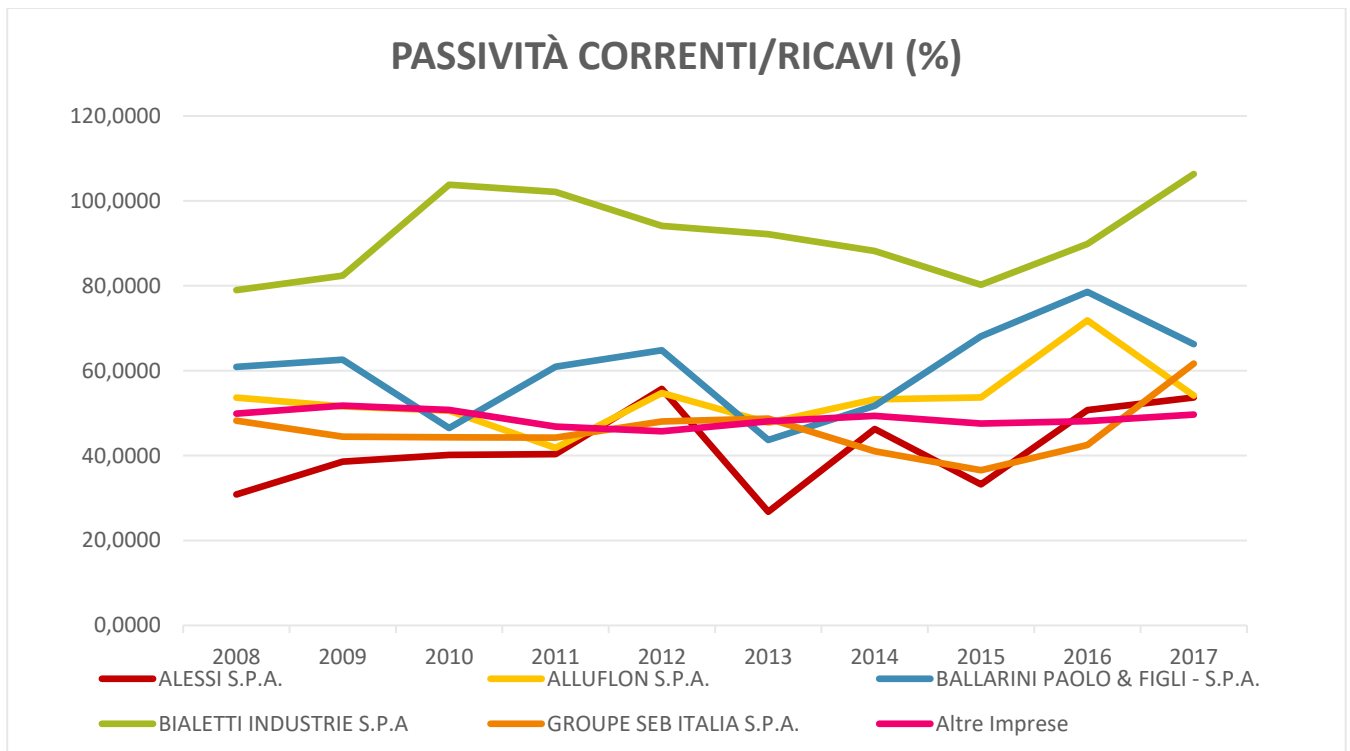


Figura 31: Rapporto Passività Correnti/Ricavi delle aziende

La Bialetti si dimostra avere la curva che sovrasta le altre con un rapporto minimo avuto nel 2008 vicino all'80%, questo valore tende ad aumentare nel biennio seguente, ma inizia a diminuire negli anni successivi, quando grazie ai nuovi accordi con le Banche, la Bialetti presta maggiore attenzione nei pagamenti verso i fornitori e altri creditori nel breve termine per evitare perdita di credibilità. La prestazione migliore è data da Alessi per quasi tutti gli esercizi tranne il 2015, quando il Groupe Seb con il secondo comportamento migliore, riesce a superarla, entrambe si assestano a cavallo della retta del 40%, la Ballarini ha il secondo peggior andamento con un massimo di circa l'80% raggiunto nel 2016; le restanti imprese si collocano su valori nell'intorno del 50% che generalmente rappresenta un buon grado di copertura.

Il prossimo indice è un rapporto che dipende dal peso che hanno i debiti sulle fonti finanziatrici dell'impresa, la formula è la seguente:

$$\frac{\text{Patrimonio Netto}}{\text{Patrimonio Netto} + \text{Debiti Finanziari}}$$

Questo rapporto ha come denominatore le forme di finanziamento dell'impresa ed esprime quanta parte di esse sia di origine interna, il suo complemento al 100% quindi indica quanta parte invece sia proveniente da fonti esterne e quindi da capitale di debito da rimborsare.

Il prossimo grafico mette in luce i valori riportati dalle aziende.

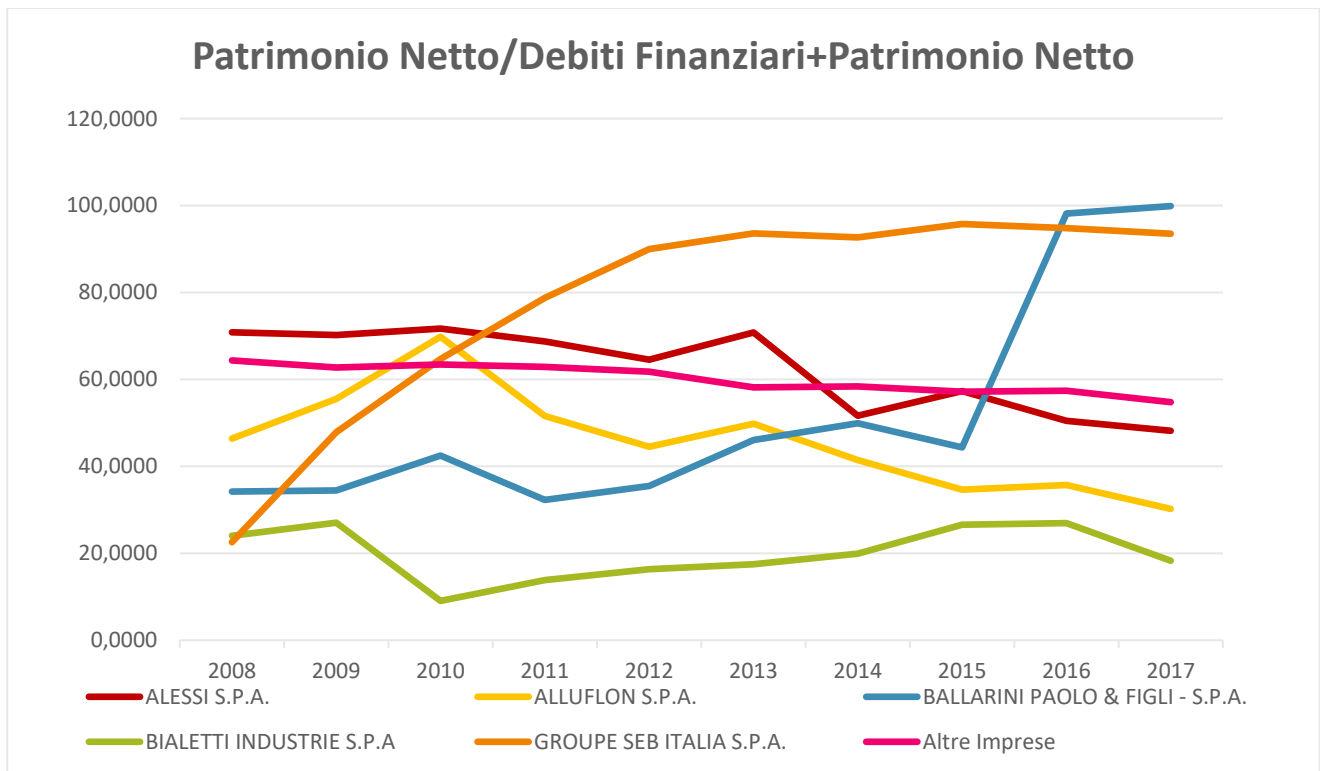


Figura 32: Rapporto Patrimonio Netto/Debiti Finanziari+Patrimonio Netto

La Bialetti mostra in questo grafico una serie di valori sempre inferiori a tutte le altre aziende, ciò indica una composizione dei finanziamenti eccessivamente spostata verso il debito finanziario con un Patrimonio Netto che in media si aggira sul 20%, è opportuno indicare un leggero trend crescente, dovuto alle azioni congiunte di rimborso di parte dei debiti e aumento del capitale sociale avvenuto in seguito al 2010 tramite l'attuazione dei Piani Industriali e degli accordi con le Banche; di interesse è l'andamento del Groupe Seb che si presenta crescente con un massiccio spostamento verso l'uso del Patrimonio Netto e quindi una preferenza per un finanziamento interno e un congiunto rimborso dei debiti che aveva già stipulato, l'impresa Alessi mostra un ricorso invece nel tempo all'indebitamento e un peso minore del Patrimonio Netto, restando però sempre su valori al di sopra del 50%, un andamento simile lo presenta anche Alluflon, però su una fascia inferiore di valori fino al minimo riportato nell'ultimo anno pari a circa il 30%.

Si procede ora ad analizzare alcuni indici che si basano sullo studio degli Oneri Finanziari.

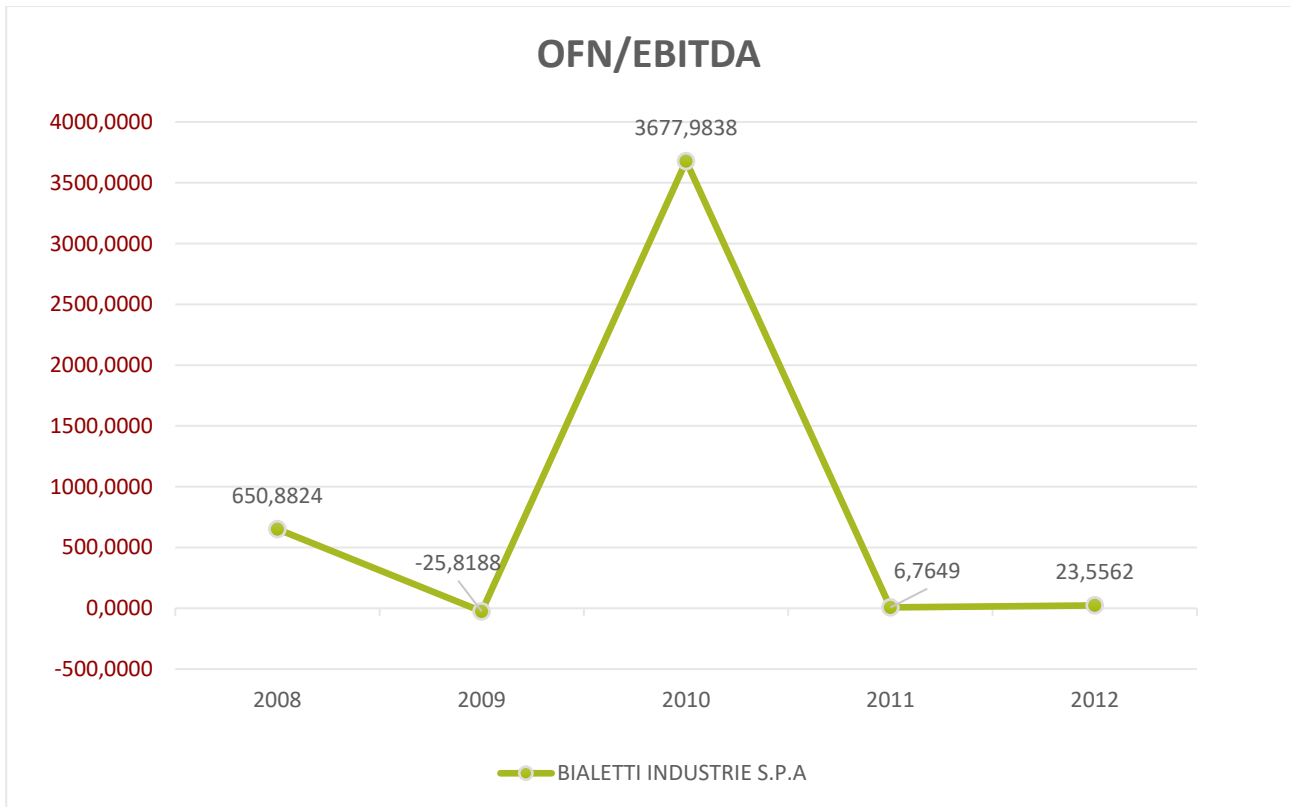
Il primo di essi è rappresentato dal seguente rapporto:

$$\frac{\text{Oneri Finanziari Netti}}{\text{EBITDA}}$$

Questo indicatore esprime quanta parte del flusso generato dalla performance operativa dell'impresa viene assorbita dagli Oneri Netti che essa deve risarcire, generalmente questo termine deve essere una percentuale il più piccola possibile, altrimenti è sintomo di una grave situazione di difficoltà di far fronte ai propri obblighi nei confronti dei creditori.

Per la Bialetti questo rapporto ha effettivamente presentato dei valori fuori controllo nel primo triennio sotto analisi e vengono perciò analizzati separatamente nel grafico successivo.





*Figura 33: Rapporto tra Oneri Finanziari Netti/EBITDA della Bialetti dal 2008 al 2012*

Il 2008 è protagonista di una performance strettamente negativa dell'azienda, un valore che si aggira intorno al 650% mostra come il MOL non sia in grado di ripagare gli oneri generati e quindi la presenza di una tensione a livello finanziario già in atto e da sistemare, ma il dato ancora più drammatico arriva nel 2010, si nota subito come sia stato un anno di enorme difficoltà finanziaria, soltanto gli Oneri Finanziari Netti che la Bialetti doveva restituire erano circa 37 volte il Margine Operativo Lordo che l'impresa era riuscita a registrare quell'anno, l'azienda dovette subito prendere accordi col ceto bancario per evitare il fallimento, riuscendo così negli anni successivi a ottenere una ristrutturazione del debito, che le hanno permesso di assestarsi su valori più consoni. Potendo reinserire la Bialetti nel grafico con i competitors, lo analizziamo di seguito.

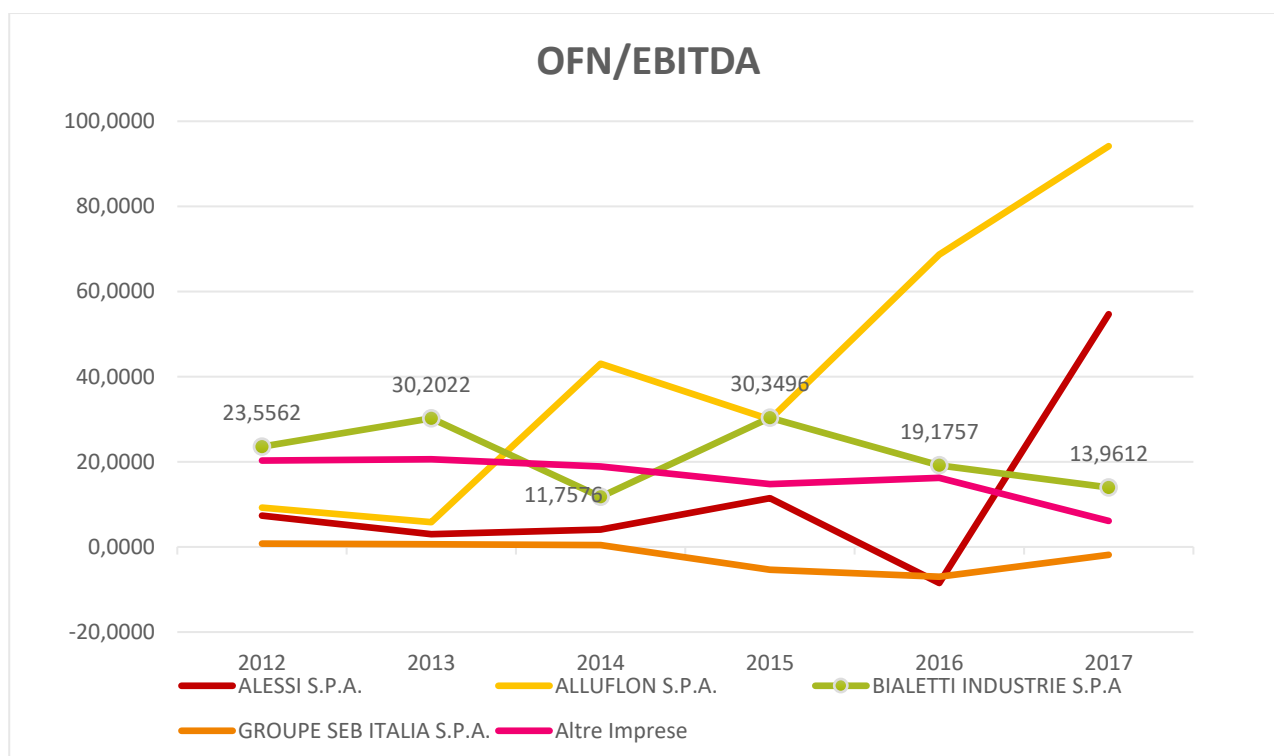


Figura 34: Rapporto tra Oneri Finanziari Netti/EBITDA delle aziende dal 2012 al 2017

Gli anni successivi la Bialetti presenta valori in linea con il suo settore anche se sempre superiori a quelli delle altre imprese, inoltre gli ultimi tre esercizi si sono conclusi con una progressiva diminuzione del rapporto in questione fino ad arrivare al valore accettabile di circa 13.9%. Particolare è l'andamento estremamente crescente dell'Alluflon che raggiunge quasi il 100% nell'ultimo esercizio; il Groupe Seb si distingue per un andamento costante e inferiore alle altre aziende; la voce *Altre Imprese* presenta valori medi pari a circa il 20% con un leggero decremento negli ultimi anni. La Ballarini è stata tolta dal grafico per una maggiore lettura dello stesso, in quanto essa presenta valori anomali nell'ultimo biennio, in quanto nel 2016 ha avuto un EBITDA negativo e nel 2017 questo rapporto era pari al 230%.

Un altro indice che riguarda la copertura degli oneri è dato dalla seguente formula:

$$\frac{\text{Oneri Finanziari Netti}}{\text{Attivo Netto}}$$

Questo indicatore misura idealmente quanta parte del valore degli asset posseduti dall'azienda è eroso dagli Oneri Finanziari al netto dei Proventi Finanziari, questo termine deve avere dei valori assoluti molto contenuti, in quanto gli oneri devono rappresentare una piccola percentuale delle risorse che l'azienda possiede, altrimenti le aziende le vedrebbero consumate nel giro di poco tempo per far fronte ai propri doveri finanziari. Si prosegue ad esaminare come sempre le realizzazioni delle aziende del settore riguardo a questo indicatore.

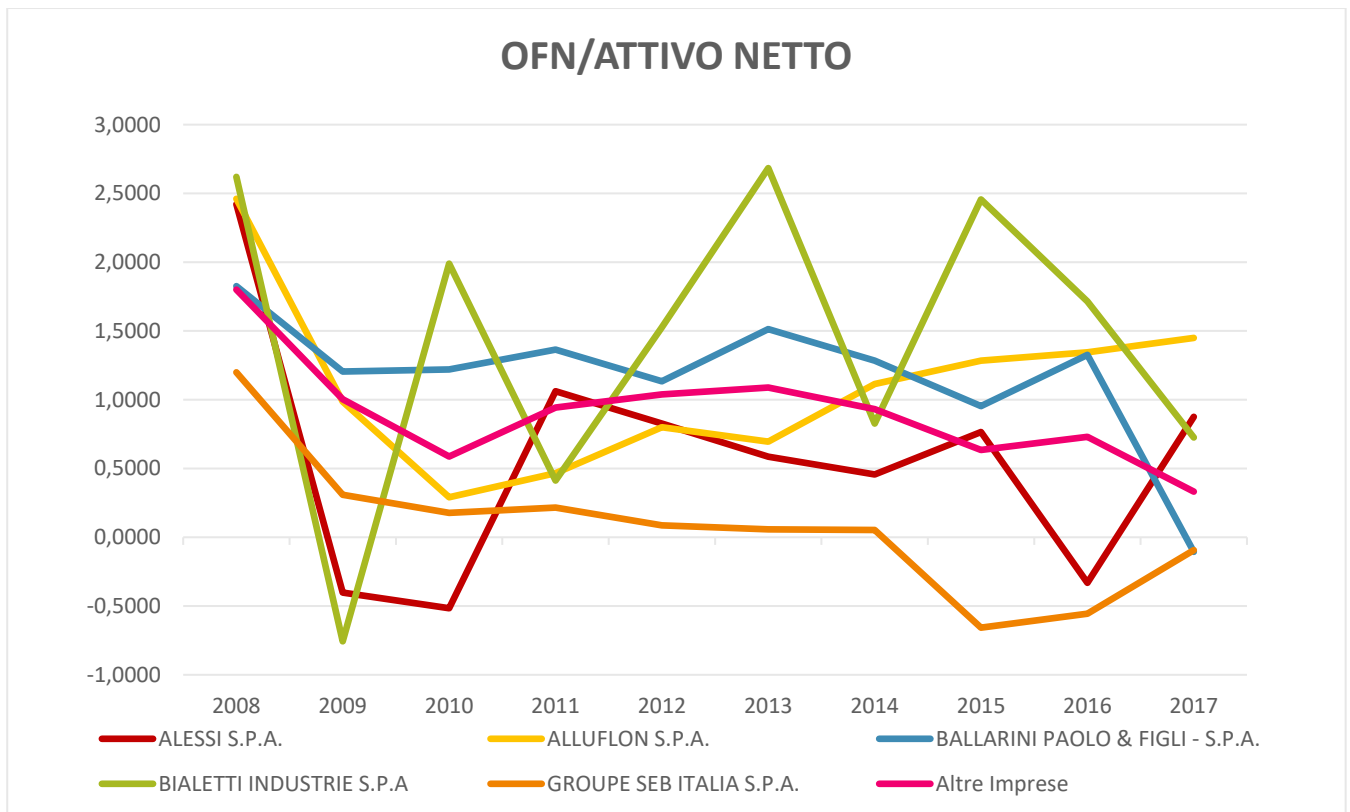


Figura 35: Rapporto tra Oneri Finanziari Netti/Attivo Netto delle aziende

La Bialetti si dimostra essere l'azienda con i valori peggiori ed un andamento fortemente altalenante, il 2008 e il 2013 si contraddistinguono per i picchi della curva con valori attorno al 2.6, il 2009 mostra invece un valore addirittura negativo, questo è dato dal fatto che i Proventi Finanziari di quell'anno risultano maggiori degli Oneri Finanziari, rendendo così il termine degli OFN negativo, questo è avvenuto grazie all'accordo di ristrutturazione del debito che aveva permesso un riscanzamento dei debiti e ad un aumento dei proventi finanziari, l'anno successivo i proventi sono crollati in quanto, per fronteggiare la crisi, la Bialetti ha ceduto i propri titoli finanziari per ottenere introiti e per pagare i debiti ha dovuto accenderne di nuovi, che hanno aumentato la mole di Oneri Finanziari, ciò ha fatto schizzare verso l'alto questo rapporto così come abbiamo osservato con l'indicatore precedente, questa dinamica ha finito col ripetersi negli anni ogni qual volta l'azienda ha dovuto riunirsi al tavolo delle trattative col ceto bancario, anche se gli sbalzi hanno avuto col tempo delle entità minori; nell'ultimo esercizio il rapporto si attesta su un valore di circa 0.72. Anche le altre aziende si presentano nel 2008 con dei valori nettamente più alti rispetto agli anni successivi, il Groupe Seb mostra un andamento sempre decrescente, le altre aziende hanno dapprima diminuito e poi riaumentato leggermente questo rapporto.

Si conclude con l'ultimo indice riguardante la struttura finanziaria delle imprese, la formulazione è la seguente:

$$\frac{\text{Oneri Finanziari Netti}}{\text{Debiti Finanziari}}$$

Questo rapporto in situazioni normali dovrebbe essere una percentuale il più bassa possibile in quanto un peso maggiore degli Oneri Netti indica un costo del debito più alto e quindi un maggiore rischio attribuito all'impresa. Si esamina questo indice tramite il prossimo grafico.

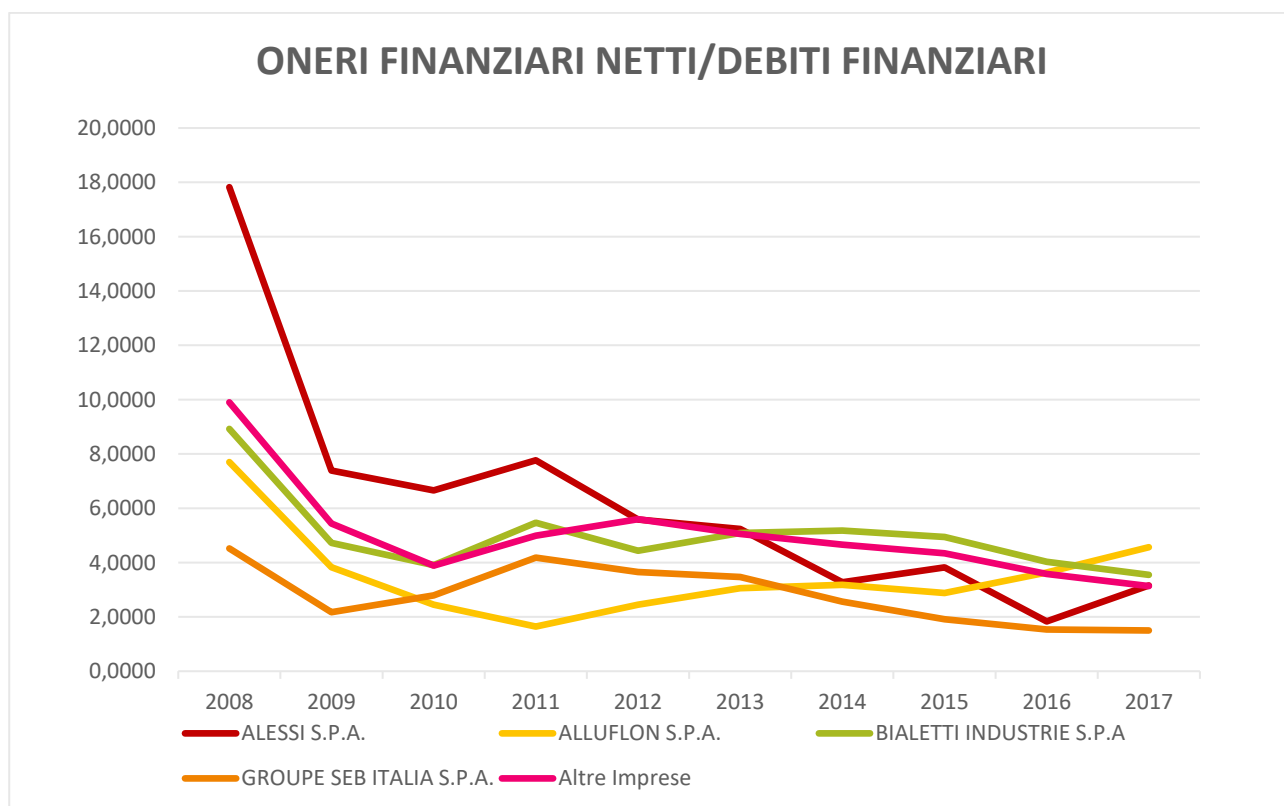


Figura 36: Rapporto tra Oneri Finanziari Netti/Debiti Finanziari delle imprese

È interessante notare come questa volta l'andamento generale tra le imprese si assomigli molto, anche se poi si realizza in fasce di valori giustamente diverse. Tutte le imprese partono da valori più alti nel 2008, in particolare Alessi si distingue negativamente per il valore più alto registrato, pari a circa il 18%, le altre aziende, tra cui la Bialetti, si assestano su valori intorno al 9% nel primo anno; col trascorrere degli anni questo rapporto tende dapprima a diminuire per poi restare quasi costante fino al 2017, dove vi è un leggero aumento. La Ballarini è stata eliminata perché presentava valori insoliti, che rischiavano di far compiere un'errata lettura del grafico.

### 5.2.5. Indici di redditività

L'ultimo argomento dell'analisi di bilancio si sofferma sulla categoria di indici più importante ed usata, gli indicatori di redditività, il cui scopo è indagare la capacità di un'impresa di generare valore.

Il primo indice è il **ROA** cioè *Return On Assets*, esso viene calcolato come segue:

$$\frac{\text{Risultato Ante Oneri Finanziari}}{\text{Attivo Netto}}$$

Viene utilizzato per descrivere il rendimento che un'azienda riesce a conseguire in base a quanto da lei posseduto, senza considerare la natura degli investimenti ricevuti.

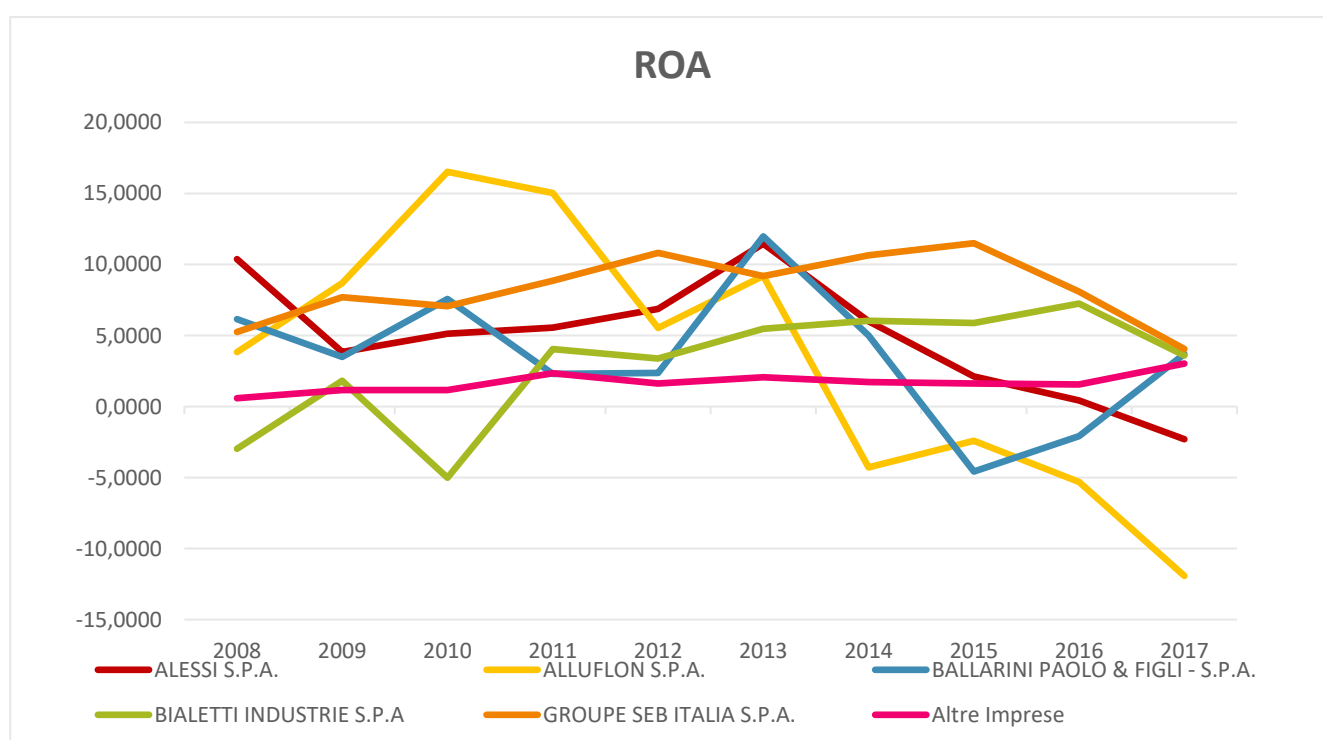


Figura 37: Indice ROA delle aziende

Anche da questo grafico si evince come il primo triennio sia stato critico dal punto di vista del rendimento, tuttavia in seguito la Bialetti è riuscita a rientrare nella fascia delle altre aziende, finendo col superarle restando seconda solo al Groupe Seb.

Il prossimo indice è il **ROI** ovvero *Return On Investment*: si tratta nuovamente di un rapporto che coinvolge il Risultato Ante Oneri Finanziari, questa volta viene diviso per la somma tra Patrimonio Netto e Debiti Finanziari; così facendo otteniamo un'indicazione sulla capacità dell'azienda, tramite la gestione caratteristica, di remunerare le fonti di investimento sia interne che esterne.

Il grafico successivo mette in luce questo indice, se ne deduce che l'andamento generale delle imprese risulta nel tempo decrescente ad eccezione della Bialetti che seppur partendo da valori negativi consegue un andamento positivo al contrario delle altre che, anche se con valori migliori nei primi anni, stanno riportando valori in discesa, come l'Alluflon. Il Groupe Seb si distingue per

un ROI costantemente superiore alle altre, ma non è esente anch'essa da un peggioramento dei valori col trascorrere degli esercizi.

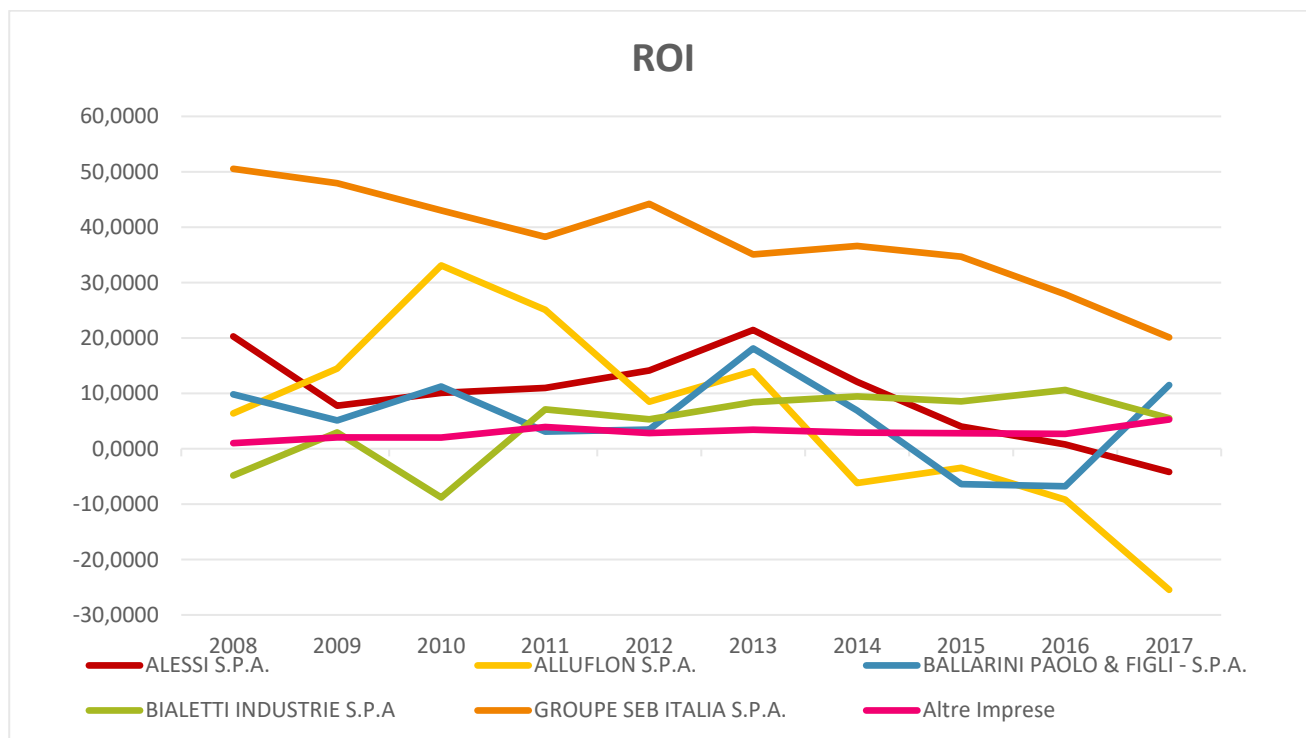


Figura 38: Indice ROI delle aziende

L'ultimo indice di redditività trattato è il **ROE** alias *Return On Equity*, esso è il rapporto:

$$\frac{\text{Risultato d'Esercizio}}{\text{Patrimonio Netto}}$$

Esso indica la capacità dell'impresa di remunerare il capitale proprio e per estensione gli azionisti.

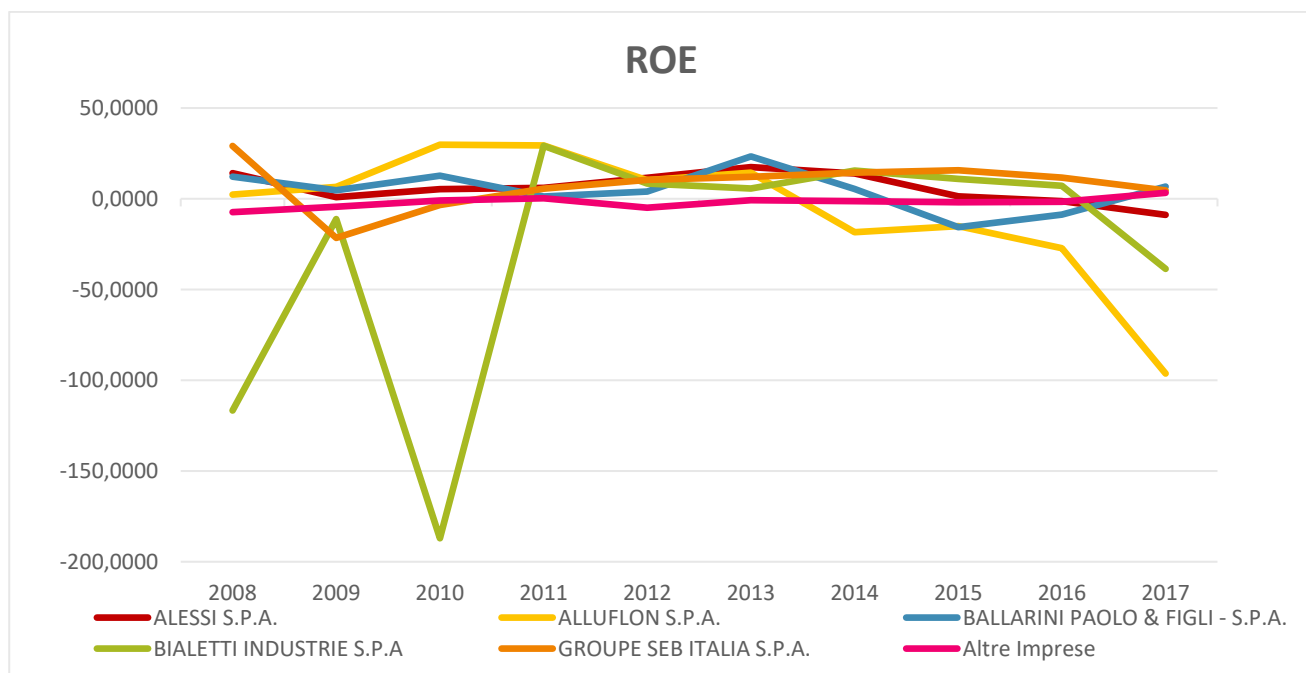


Figura 39: Indice ROE delle aziende

Il grafico di sopra mostra un andamento della Bialetti in linea con quanto discusso precedentemente, successivamente ai primi anni essa riesce a riprendersi e a raggiungere valori in linea col settore e complessivamente più alti, di nuovo il Groupe Seb dimostra un andamento crescente da leader di settore ad eccezione dell'ultimo anno.

## 6. Analisi delle quotazioni azionarie

Dopo aver analizzato le voci principali dei bilanci aziendali, è utile andare ad indagare come l'impresa appare al mercato e l'opinione implicita che esso ha dell'azienda e del suo futuro.

Come detto precedentemente, la Bialetti è stata quotata sulla Borsa Italiana a partire dal luglio 2007, ciò fa sì che non vi sia una storia antecedente alla crisi sufficientemente ampia da poter analizzare se i mercati abbiano o meno anticipato la crisi dell'azienda; un fatto importante a riguardo è che in generale in quel periodo le borse erano in un clima positivo e la crisi non era assolutamente prevista, per cui, anche nel caso della Bialetti, non vi erano grossi indizi sulle quotazioni, che lasciavano presagire il crollo dei mercati e in particolare quello delle azioni di questa azienda.

L'azienda è stata quotata con un prezzo iniziale di 2.50€ per azione, questo valore comparandolo con quello che possiede oggi, appare subito estremamente alto, ciò sembra suggerire che le aspettative al momento dell'ingresso della Bialetti sulla Borsa erano molto alte e in seguito al primo anno di quotazioni, si sono subito abbassate notevolmente e la Bialetti non è stata più in grado di ricevere quotazioni simili, sia per l'avvento della crisi e di una quindi più moderata quotazione delle azioni, sia prevalentemente a causa delle performance negative che ha mostrato l'azienda negli anni successivi.

I dati sulle quotazioni a disposizione riguardano la stessa fascia temporale delle relazioni di bilancio che sono state analizzate, quindi a partire dal gennaio 2008, quando la crisi era già in atto, fino alla fine del 2017. Si riportano il grafico inerente le quotazioni giornaliere della Bialetti e, di seguito, il grafico riportante l'andamento della Bialetti e dell'indice FTSE MIB, per confrontare l'azienda alla luce dell'andamento del mercato italiano.



Figura 40: Quotazioni azionarie giornaliere della Bialetti dal 2008 al 2017



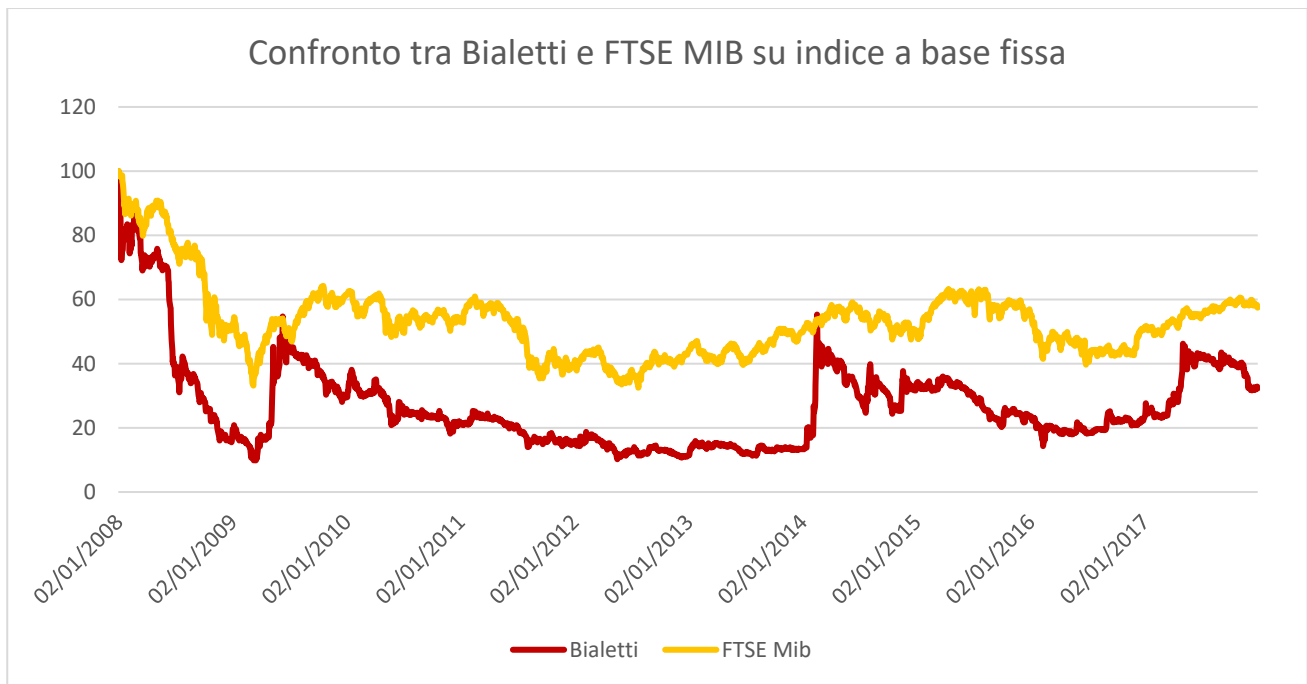


Figura 41: Confronto andamento quotazioni tra Bialetti e indice FTSE MIB

I valori riportati nel primo grafico si riferiscono alla quotazione che ciascuna azione ha ricevuto sulla Borsa Italiana giorno dopo giorno; possono essere distinti vari periodi in base all'andamento generale che le azioni hanno riscontrato.

Focalizzandosi sul primo anno emerge che il moto è indubbiamente decrescente, infatti il valore iniziale di 1.61€ scende progressivamente verso valori più realistici, che ha poi assunto nei periodi successivi; questo andamento, iniziato in seguito al collocamento precedentemente illustrato, è prova del fatto che le Borse erano eccessivamente ottimistiche sulla valutazione di questa società; occorre però ricordare che il 2008 è anche l'anno della crisi e di una generale e forte diminuzione del valore delle azioni e dei mercati in generale.

Una seconda fascia temporale può essere tracciata a partire da marzo 2009, quando si arresta la caduta del valore post ingresso sulla Borsa dovuta anche a causa delle cattive performance con cui aveva chiuso l'esercizio del 2009, fino a giugno 2010.

A partire da marzo, il valore inizia a sistemarsi su una fascia leggermente superiore, in seguito avviene il primo vero movimento verso l'alto degno di nota nei mesi intorno a giugno di quell'anno, l'andamento crescente è dovuto alla sigla del primo accordo con il ceto bancario, lo Standstill, che ha ridato fiducia nell'impresa da parte dei mercati, per circa un anno infatti l'impresa ha valori mediamente più alti rispetto il periodo passato, infatti anche a giugno del 2010 le quotazioni hanno un momento di rialzo dovuto sempre al rinnovo dello *Standstill*.

A partire dalla seconda metà del 2010 al 2014, il titolo non subisce grosse modifiche, occupa una fascia di valori per azioni molto bassa a causa delle prestazioni finanziari negative, ma non subisce sbalzi di rilevanza.

Gli ultimi tre anni sotto la lente mostrano qualche variazione più rilevante, in particolare avviene, nei mesi di gennaio e febbraio 2014, il secondo vero salto del valore azionario di particolare importanza. Il primo picco avviene il 15 e il 16 gennaio del 2014 che registrano rispettivamente un  $+16.88\%$  e  $+20.07\%$ , la vera ragione di questo enorme balzo non è ben definibile, il 2013 si era chiuso infatti in negativo e il futuro dell'azienda era nuovamente in mano al ceto bancario, il quale doveva decidere se rinnovare o meno gli accordi per il finanziamento, questa situazione ha lasciato l'azienda nel limbo fino alla successiva sigla degli accordi che è avvenuta soltanto alla fine dello stesso anno; circa un mese più tardi accade un nuovo e più imponente aumento della quotazione, il 14 e il 17 febbraio 2014 la Bialetti ha riscosso una variazione del  $+14.15\%$  e  $+25.59\%$  portando il valore delle azioni a  $0.8904\text{€}$  che è il valore massimo raggiunto dal 2009, non considerando cioè la fase di collocamento e successivo assestamento del valore azionario. Non è univocamente chiaro cosa ha portato questo aumento considerevole, che è stato poi man mano riassorbito, secondo la mia opinione e gli articoli consultati, si sono avvicendate una serie di concause che insieme hanno prodotto questo sbalzo.

Facendo riferimento soprattutto al primo picco di gennaio, la Bialetti, grazie alla ricerca nel design avvenuta nel 2013, ha inaugurato l'anno successivo con numerosi nuovi prodotti che ha presentato con grande successo ad una fiera di portata internazionale avvenuta proprio a Milano nel gennaio 2014, in questa occasione la Bialetti ha mostrato una nuova linea di elettrodomestici Girmi e molti nuovi modelli di tazzine e caffettiere elettriche e non, il giudizio di pubblico e critici è stato molto positivo; inoltre nello stesso periodo la nuova linea di accessori per la pasticceria ha vinto il noto premio di prodotto dell'anno secondo i consumatori indetto dalla società *Marketing e Innovazione Italia S.r.l.*; la Bialetti è tornata in auge grazie al ricordo degli *80 anni* dalla ideazione della Moka con una mostra artistica itinerante nel mondo che tra le altre opere ospitava uno dei primi esemplari della caffettiera e proprio il 14 febbraio veniva inaugurata a Brescia. Benché non si tratti di eventi strettamente legati alla finanza, la perfetta riuscita del debutto di questi nuovi prodotti ha messo in buona luce l'azienda, lasciando ben sperare in una possibile crescita dovuta alle future vendite delle nuove linee in questione.

Un altro evento, che invece è di carattere più sistemico e che coinvolge infatti soprattutto il secondo picco, è che esattamente il 17 febbraio 2014 Matteo Renzi è stato incaricato dall'allora presidente della repubblica Napolitano di formare il governo; alla notizia la Borsa è stata letteralmente travolta dalla cosiddetta euforia dei mercati, che ha comportato un rialzo delle quotazioni di moltissime aziende italiane e una riduzione dello spread ai minimi storici dal 2006, in quella stessa data le transazioni riguardanti molte imprese come Beghelli, Gabetti e la stessa Bialetti sono state congelate per eccesso di rialzo; questo movimento potrebbe quindi semplicemente configurarsi come un classico caso di over-reaction dei mercati a notizie positive o, repute tali, che avvengono nella sfera politica nazionale.

Un'ultima considerazione in merito, anche se sicuramente meno influente delle motivazioni esposte finora, è anche il fatto che le serie storiche mostrano che generalmente le quotazioni dei primi due mesi dell'anno sono più generose rispetto ad altre mensilità.

Questi movimenti verso l'alto sono stati seguiti da una discesa delle quotazioni in modo da riassorbire i rialzi, nei mesi di luglio e agosto 2014 sono avvenuti ulteriori rialzi a causa della relazione semestrale di bilancio che aveva mostrato dei miglioramenti nella Posizione Finanziaria Netta, verso novembre invece sono succeduti alcuni ribassi dovuti al peggioramento a fine anno dei principali indicatori di bilancio; per poi avere una quotazione in aumento, grazie alla sigla del nuovo accordo bancario denominato *Waiver*.

Durante il corso del 2015, le azioni non sono state oggetto di grossi sbalzi, bensì di una lenta ma progressiva diminuzione del valore, ciò è accaduto probabilmente per l'aumento del capitale sociale richiesta dalle Banche, questo tipo di manovra generalmente non è molto gradita dalla Borsa, la quale tende a reagire con una diminuzione del valore azionario e la reputazione di una Bialetti ormai in crisi da qualche anno non ha di certo giovato.

Il 2016 e i primi mesi del 2017 sono stati alquanto piatti nel movimento azionario, a parte una consistente diminuzione del valore realizzatasi l'11 febbraio 2016, questa però verosimilmente è avvenuta a causa di un momento di pessimismo diffuso dei mercati, che si sono chiusi in tutta Europa in negativo, ciò dovuto all'annuncio di possibili crisi delle Banche Europee e al crollo del petrolio.

A partire da marzo 2017 il valore delle azioni aumenta sensibilmente a causa delle periodiche informative riguardo le performance aziendali, che si mantengono in linea con gli anni precedenti e con miglioramenti del Fatturato e della Posizione Finanziaria Netta, verso la fine dell'anno però vi è una lenta diminuzione delle quotazioni, presumibilmente a causa dell'avvicinarsi della scadenza dell'accordo con le Banche.

Come è emerso durante la trattazione del grafico riguardante le quotazioni delle azioni della Bialetti, non si può fare a meno di confrontare i suoi movimenti inserendoli nel contesto della Borsa Italiana nella sua totalità.

A tale scopo di seguito utilizziamo dei grafici che permettono di confrontare i rendimenti delle azioni Bialetti con quelli dell'indice FTSE MIB, ciò viene effettuato tramite un indice del rendimento a base fissa, rappresentata dal primo dato disponibile della serie, cioè il 2 gennaio 2008, e i valori successivi rappresentano i rendimenti avvenuti rispetto a quel primo dato.

Sulla stessa cadenza temporale con cui è stato commentato il grafico relativo alle quotazioni Bialetti, si suddivide ora il confronto con l'indice di borsa in quattro fasce temporali separate in base l'andamento del periodo di riferimento.

I limiti precisi di questi periodi sono i seguenti:

- 📅 primo periodo: 02/01/2008 - 20/03/2009;
- 📅 secondo periodo: 23/03/2009 - 02/06/2010;
- 📅 terzo periodo: 03/06/2010 - 14/01/2014;
- 📅 quarto periodo: 15/01/2014 - 29/12/2017.

Per analizzare questa relazione è stato calcolato per ciascun periodo il *Coefficiente Beta* azionario che ha la seguente formula:

$$\beta = \frac{Cov(R_{titolo}, R_{mercato})}{Var(R_{mercato})}$$

dove  $R_{titolo}$  indica il rendimento dell'azione su cui vuole essere calcolato il coefficiente e  $R_{mercato}$  il rendimento del mercato scelto per il confronto.

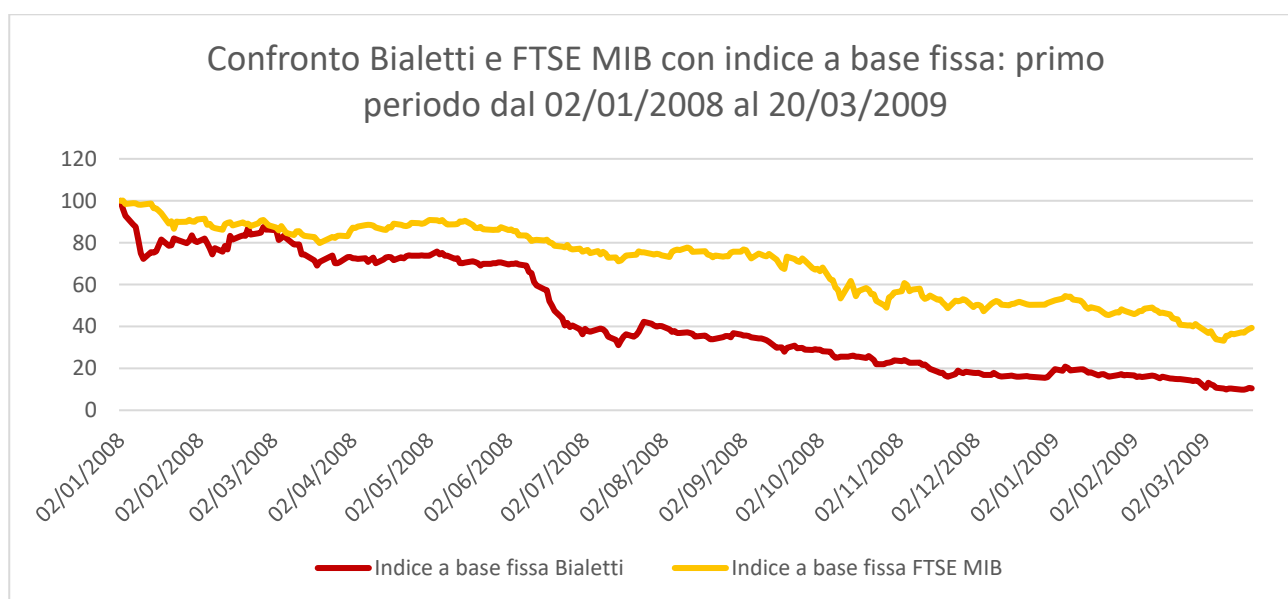
Questa grandezza misura in che modo il titolo sotto esame reagisce a variazioni unitarie del mercato, fornisce quindi un'indicazione della rischiosità relativa del titolo e in che misura il rischio sistematico, rappresentato dal mercato, influisce sull'andamento azionario, rispetto a quello specifico del titolo stesso.

Nella pratica viene spesso usato un metodo equivalente che consiste nel calcolare il  $\beta$  come il coefficiente della retta di regressione lineare che interpola i rendimenti delle azioni in funzione di quelli del mercato, in questo caso sono stati considerati i log-rendimenti di ciascuna fascia temporale ed ottenuto i  $\beta$  per ognuna di esse, illustrati nella tabella successiva.

*Tabella 1: Valori calcolati del beta azionario per ciascun periodo di riferimento*

<b>Periodo</b>	<b>Beta azionario</b>
02/01/2008 - 20/03/2009	0,481561
23/03/2009 - 02/06/2010	1,057623
03/06/2010 - 14/01/2014	0,306852
15/01/2014 - 29/12/2017	0,496097

Si riporta ora, per ogni periodo, il grafico con il confronto tra la Bialetti e il FTSE MIB con indice a base fissa, il quale verrà analizzato alla luce dei risultati trovati in termini di Beta azionario.



*Figura 43: Confronto Bialetti e FTSE MIB dal 02/01/2008 al 20/03/2009*

Il primo periodo ha come protagonista indiscusso l’impatto negativo della crisi, il valore delle quotazioni di entrambi ha un andamento sempre decrescente: il FTSE MIB chiude il grafico con un valore pari soltanto al 40% circa di quello iniziale; la Bialetti ha subito una variazione ancora più drammatica chiudendo con una quotazione pari al solo 10% circa del valore iniziale. L’andamento significativamente peggiore della Bialetti è dovuto come già anticipato alla somma di più forze che spingevano verso il basso le quotazioni: in primis la naturale discesa del valore azionario dovuto ad un collocamento eccessivamente alto, secondariamente la performance negativa dell’impresa dovuta alla crisi e ad un suo peggioramento nei risultati economici. A partire dalla seconda metà del 2008 questo moto negativo aumenta di intensità man mano che si registrano peggioramenti nel livello di indebitamento e del fatturato della Bialetti rispetto all’esercizio del 2007, il moto non può che essere decrescente anche nei primi mesi del 2009 quando era a rischio la stessa continuità aziendale, se fosse venuto meno l’appoggio delle banche.

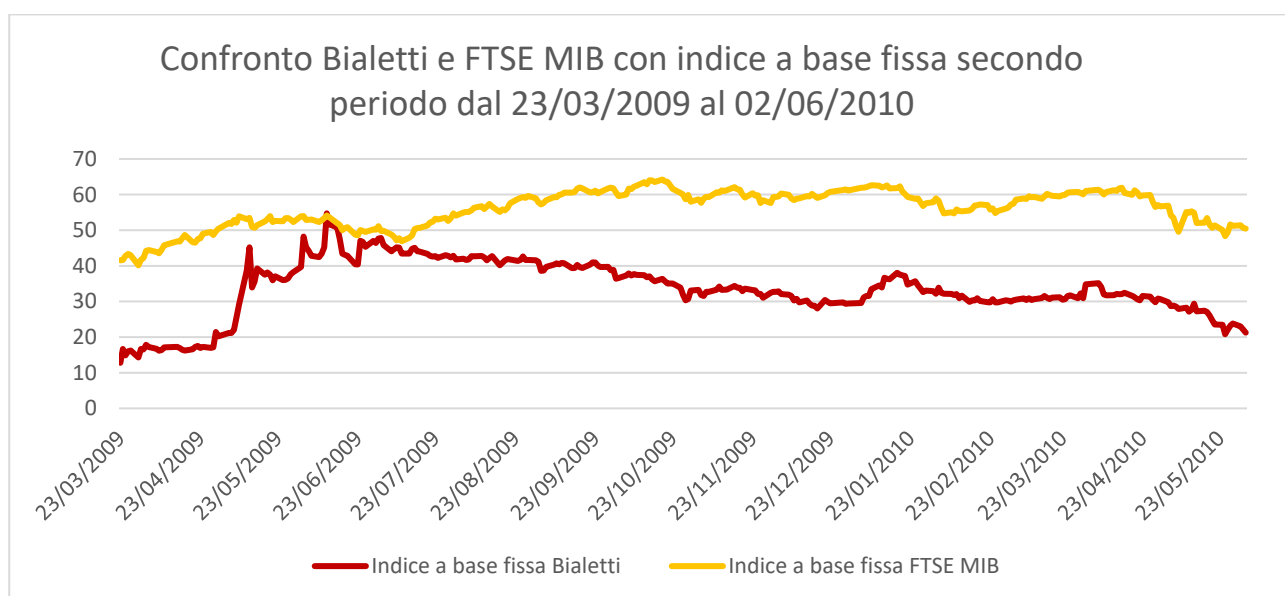


Figura 44: Confronto Bialetti e FTSE MIB dal 23/03/2009 al 02/06/2010

Il  $\beta$  corrispondente a questa finestra temporale è pari a 1,057623 che si configura come il valore più rischioso assunto dalla Bialetti tra quelli trovati, ciò è dovuto ad un distacco degli andamenti aziendali nei confronti della Borsa, in quanto le dinamiche aziendali sono diventate preponderanti e maggiormente rilevanti per l’andamento azionario rispetto al rischio del mercato. Il mercato mostra un leggero andamento a campana dovuto ad un inizio di risollevarmento a causa della precedente under-reaction per la crisi imperversante. La Bialetti invece grazie all’accordo bancario gode di un brusco movimento verso l’alto, che ne aumenta la volatilità nei mesi da aprile a luglio 2009, successivamente a questo iniziale ottimismo, il trend è diventato nuovamente decrescente a causa dello scontento dei mercati, che non hanno ritrovato i risultati positivi che gli accordi avrebbero dovuto portare, tale scontento si è configurato in una diminuzione di circa 9 punti percentuali dall’ottobre 2009 alla fine del periodo considerato, realizzato man mano che venivano incorporate le informazioni sulle performance non buone della Bialetti dei mesi in questione.

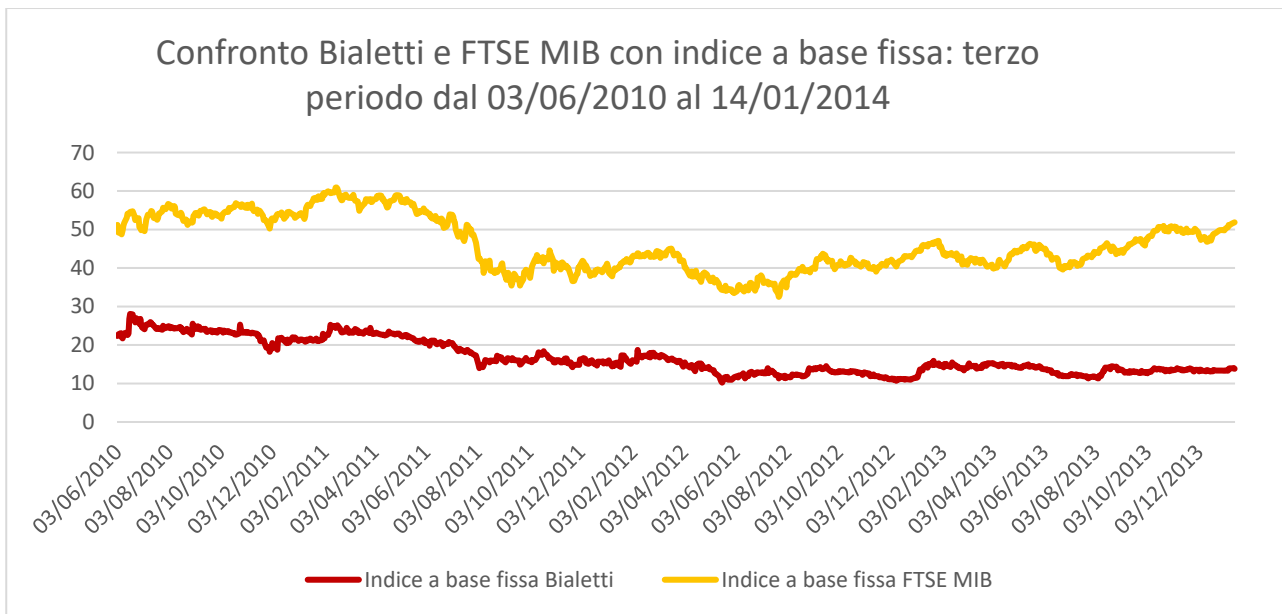


Figura 45: Confronto Bialetti e FTSE MIB dal 03/06/2010 al 14/01/2014

I quasi tre anni protagonisti del terzo periodo si distinguono per il valore del  $\beta$  più basso calcolato pari a  $0,306852$ ; in questo periodo l'azienda ha una rischiosità minima non tanto a causa delle buone performance, ma a causa di un andamento generale sempre decrescente caratterizzato da una lenta ma progressiva diminuzione del valore, ciò dovuto alle aspettative disattese del sollevamento dell'impresa, in quanto col passare degli anni e degli accordi bancari, la Bialetti continuava ad avere un alto livello di indebitamento e valori di utili e ricavi generalmente in calo.

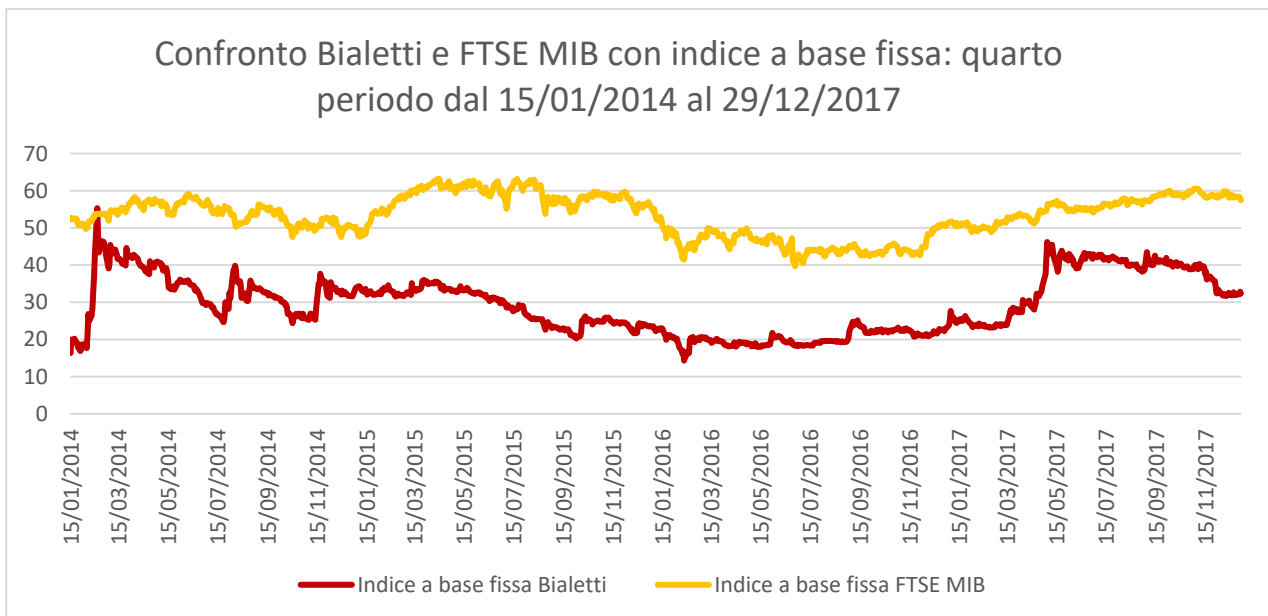


Figura 46: Confronto Bialetti e FTSE MIB dal 15/01/2014 al 29/12/2017

In quest'ultimo periodo sotto osservazione il  $\beta$  trovato sale a 0,496097 suggerendo così un aumento sostanziale della rischiosità del titolo durante questo triennio. Effettivamente questo periodo è stato spettatore di movimenti delle quotazioni molto più ampi rispetto al passato triennio, ma osservando attentamente il grafico, si può notare che lo spread tra le due curve non ha la stessa ampiezza tra i diversi anni, ciò suggerisce l'idea di suddividere ulteriormente il periodo in sotto-periodi che ripercorrono la varietà di comportamento che le azioni hanno avuto rispetto al mercato, sono stati individuati tre sotto-periodi e calcolati i beta separatamente per ciascuno di essi, vengono riportati nella tabella di seguito:

*Tabella 2: Valori del beta azionari per ciascun sotto-periodo*

<b>Sotto-periodo</b>	<b>Beta azionario</b>
15/01/2014 - 13/11/2014	0,795964
14/11/2014 - 15/03/2017	0,435481
16/03/2017 - 29/12/2017	0,364772

Si nota subito che il valore del beta non è uniforme tra i diversi micro-periodi come il grafico precedente suggeriva.

Il primo periodo abbraccia la maggior parte del 2014, che effettivamente è l'intervallo che ha influenzato in maggior misura l'aumento del beta; come discusso precedentemente, in questo periodo ci sono stati vari sbalzi di maggiore ampiezza rispetto a quelli riscontrati dal FTSE MIB, i quali hanno causato l'aumento della volatilità del titolo. Il secondo sotto-periodo è invece caratterizzato da un valore superiore al triennio passato oggetto del periodo precedente, ciò è dovuto alla forbice più ampia presente tra gli andamenti del titolo e dell'indice, ciò è causato al fatto che la Bialetti, a parte i primi mesi del 2016 che hanno subito una fase di pessimismo dei mercati, non è stata influenzata in modo consistente dall'andamento generale della Borsa, infatti mentre quest'ultima, durante il 2015, ha avuto una crescita considerevole nelle quotazioni, la Bialetti in questo stesso periodo è stata oggetto di una decrescita dovuta, come spiegato, alla svalutazione del titolo a causa dell'aumento del capitale sociale e di altri andamenti negativi aziendali. Il terzo sotto-periodo ingloba gran parte del 2017 e il beta risulta inferiore a quelli precedenti a causa della mancanza di eventi molto significativi per la Bialetti e di un andamento generalmente crescente di entrambe.

In conclusione il titolo della Bialetti ha naturalmente seguito sia l'andamento di mercato sia ha ricevuto quotazioni in base alle notizie positive o negative che la riguardavano. Tuttavia non si tratta di un titolo protagonista di grandi eventi, considerando che sono avvenuti soltanto due o tre movimenti di rilievo in quasi 10 anni, ciò è anche dovuto al fatto che non è molto considerata in termini di transazioni a causa della scarsa fiducia nella continuità aziendale che ha avuto spesso e della mancanza di possibili speculazioni per l'andamento generalmente piatto, influisce anche il fatto che la quotazione è sempre piuttosto bassa e non viene preferita dai trader, poiché è notevolmente inferiore alla cifra minima di 1€, che solitamente ingelosisce di più gli operatori di borsa.

## 7. Stima della probabilità di default

Una variabile di estremo interesse per valutare un'impresa è la stima della **Probabilità di Default (PD)** questa grandezza può avere varie definizioni in base al modo con cui si decide di calcolarla, in generale essa rappresenta la probabilità che l'impresa fallisca.

Esistono vari modelli che si pongono come obiettivo la stima corretta di questo valore, approfittando del fatto che si possiedono, tramite le quotazioni di borsa, i valori di mercato delle azioni, si può adoperare il modello di Merton.

Questo modello viene definito strutturale in quanto si basa sulle variabili che rappresentano la struttura stessa dell'azienda cioè l'Attivo, il Passivo e il Patrimonio Netto; si procede ora con una breve illustrazione del modello dal punto di vista teorico.

### 7.1. Il modello di Merton

L'idea alla base di questo modello risiede nella definizione che Merton assegna al default dell'impresa: un'azienda fallisce quando il valore dell'Attivo non è sufficientemente grande da soddisfare il debito da essa contratto; gli azionisti trovandosi nell'impossibilità di mantenere fede ai pagamenti sono costretti a dichiararsi insolventi e a far fallire l'impresa.

L'ipotesi forte alla base di questa definizione risiede nel concetto di debito: Merton ipotizza che l'azienda abbia un unico grande debito con valore di mercato  $B$  e che debba rimborsare un valore  $F$  ad una data scadenza  $T$ , ciò implica che, secondo questo modello, il default possa avvenire soltanto nel momento  $T$ , qualora il valore di mercato dell'attivo  $V$  risultasse inferiore al valore di rimborso  $F$ ; inoltre viene indicato con  $E$  il valore di mercato del Patrimonio Netto che risulta pari, come sempre, alla differenza tra  $V$  e  $B$ ; un'altra notazione che verrà adoperata è porre come pedice delle grandezze il momento del tempo cui si riferiscono.

Il valore futuro dell'Attivo  $V$  non è prevedibile a priori, infatti Merton ipotizza che le variazioni di  $V$  seguano un moto browniano geometrico, descritto dalla seguente formula:

$$\frac{dV}{V} = \mu dt + \sigma_V \varepsilon \sqrt{dt}$$

I movimenti dell'Attivo seguono quindi un processo stocastico che dipende dal rendimento atteso  $\mu$ , dalla variabilità  $\sigma_V$  e da un termine casuale che ne aumenta la variabilità in modo maggiore in presenza di scadenze lontane nel tempo. La figura a lato illustra i movimenti dell'Attivo e la relazione con il possibile default dell'impresa.

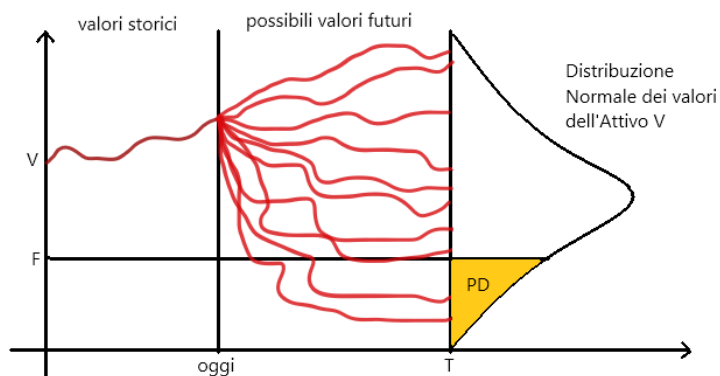


Figura 47: Grafico del moto dell'Attivo secondo Merton



Riepilogando se  $V_T > F$ , gli azionisti pagano quanto da loro dovuto ed ottengono un payoff pari alla differenza  $V_T - F$ , in caso contrario e, cioè quando  $V_T < F$ , loro rinunciano all'azienda lasciando che i creditori si riversino su di essa e il loro payoff è nullo. Questa dinamica è assimilabile a quella di un'opzione: è come se i creditori dell'impresa concedessero agli azionisti una put sul valore dell'impresa, a loro volta i creditori possono coprirsi da questo rischio acquistando una put uguale e contraria, che porterebbe in ogni caso il payoff finale dei creditori ad un valore pari ad  $F$ . Assumendo che i mercati siano efficienti, si può impostare la seguente uguaglianza:

$$P_0 + B_0 = F e^{-iT}$$

Il valore della somma della put e del debito rischioso deve coincidere con l'investimento di  $F$  al tasso risk free. Utilizzando il modello di *Black e Scholes* riguardante le opzioni, si può calcolare la probabilità di default con le seguenti formule:

$$d_1 = \frac{\ln(V_0/F) + (i + \frac{1}{2}\sigma_V^2)T}{\sigma_V\sqrt{T}}$$

$$d_2 = d_1 - \sigma_V\sqrt{T}$$

$$PD = 1 - N(d_2)$$

## 7.2. Applicazione del modello di Merton

Nella pratica il modello di Merton non è esente da critiche e limiti dovuti alle assunzioni fatte, resta comunque un valido metodo per la stima della probabilità di default sulla base delle quotazioni di borsa, si è quindi proceduto all'applicazione del modello al caso in esame.

Per poter adoperare il modello occorrono alcuni dati di input, elencati di seguito:

- 📌 Debiti finanziari e relativa scadenza;
- 📌 Quotazioni azionarie;
- 📌 Tassi risk free annuali.

Per quanto riguarda i debiti finanziari, la loro entità e relativa data di rimborso sono stati raccolti dalle note integrative di bilancio di ciascun anno sotto osservazione ed è stata trovata la maturity media di ciascun anno, stimando che la scadenza di ciascuna fascia temporale fosse in media a metà del periodo trattato.

Le quotazioni azionarie raccolte sono state indispensabili per calcolare il valore di mercato dell'Equity e la sua volatilità come deviazione standard, entrambe sono state calcolate sulla base di un anno, prendendo come mesi di inizio e fine aprile e marzo, per incorporare le variazioni degli andamenti di mercato in seguito alla pubblicazione dei bilanci annuali.

Come tassi risk free annuali, sono stati considerati tali i tassi di rendimento dei *Bund* tedeschi su base decennale, presi dal sito della Banca Centrale Europea.

Una volta raccolti i dati, questi servono per risolvere le equazioni illustrate precedentemente.

Per il calcolo effettivo dei risultati è stato adoperato il software *Matlab*; esso permette di utilizzare una funzione denominata `mertonmodel`, presente nel componente aggiuntivo *Risk Management*, essa riceve come dati di input il valore di Equity, volatilità dell'Equity, Debiti, Maturity dei debiti e tasso Risk free e restituisce la probabilità di default e i valori di Attivo e volatilità dell'Attivo in grado di risolvere il seguente sistema a due equazioni in due incognite:

$$\begin{cases} E = V_0 N(d_1) - F e^{-iT} N(d_2) \\ \sigma_E = \frac{V_0}{E_0} N(d_1) \sigma_V \end{cases}$$

È stato in seguito adoperato il software *Excel* per la raccolta dei dati e dei risultati, di cui è stata ulteriormente verificata la validità adoperando il *Risolutore* di *Excel* applicato alle stesse equazioni del modello. I risultati pervenuti sono espressi nella tabella seguente.

Tabella 3: Valori riassuntivi dei risultati del modello di Merton

Periodo	Valore Attivo $V_0$	Volatilità Attivo $\sigma_V$	$d_1$	$d_2$	PD Merton
01/04/2008-31/03/2009	132232346,58	0,12690	1,5545	1,4469	0,07396746
01/04/2009-31/03/2010	135109405,50	0,21769	1,7781	1,5884	0,05609753
01/04/2010-31/03/2011	129742022,74	0,11351	3,0201	2,9385	0,00164919
01/04/2011-30/03/2012	112310624,23	0,09325	2,7399	2,6724	0,00376570
02/04/2012-28/03/2013	110938042,78	0,08796	2,9024	2,8390	0,00226275
02/04/2013-31/03/2014	141366916,51	0,24728	2,6015	2,4245	0,00766488
01/04/2014-31/03/2015	136831619,45	0,18081	2,2801	2,1091	0,01746803
01/04/2015-31/03/2016	124203082,69	0,12124	2,9635	2,8564	0,00214220
01/04/2016-31/03/2017	136451215,00	0,13349	4,0535	3,9454	0,00003984
03/04/2017-29/03/2018	144996193,40	0,14975	4,1237	4,0067	0,01760253

I risultati della probabilità di default vengono illustrati nel grafico seguente per una migliore lettura dell'andamento.

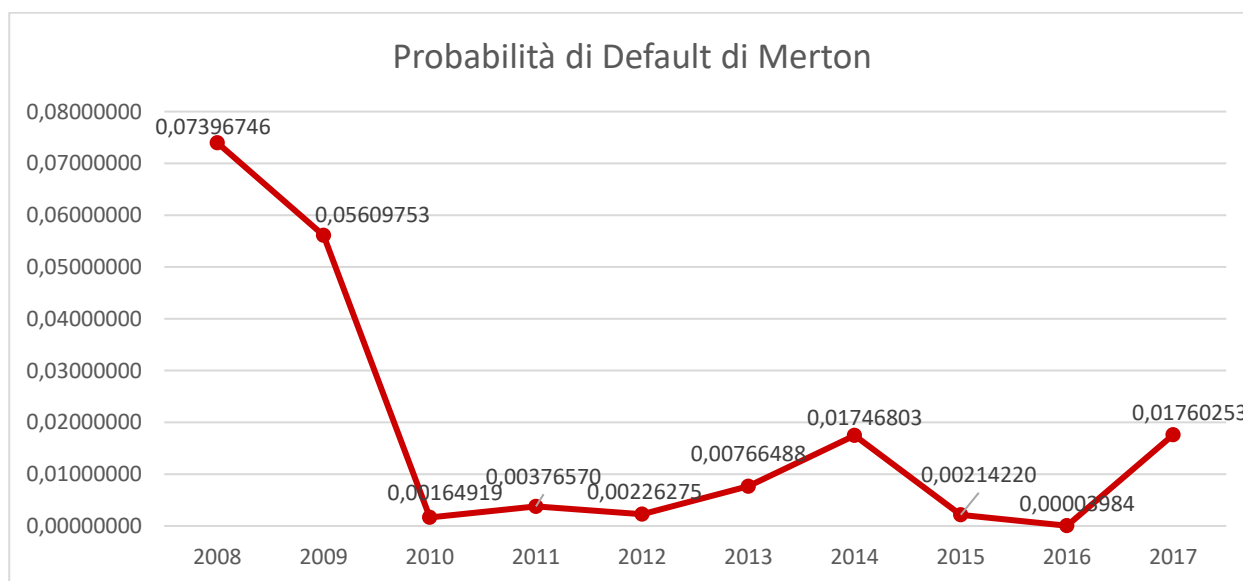


Figura 48: Andamento della Probabilità di default di Merton

Il grafico si apre con il valore maggiore presente in questa analisi, l'azienda mostra nel primo anno una *PD* pari a circa il 7.4%, segnale della pessima performance registrata in quell'anno, come già riscontrato nell'analisi di bilancio, e dovuta anche al periodo di discesa incontrastata delle quotazioni di Borsa; l'anno successivo vede un abbassamento della *PD*, che rimane tuttavia ad un valore elevato tale da rappresentare un segnale di difficoltà finanziaria. La terza *PD* calcolata è notevolmente più bassa e resterà tale per gli anni successivi, ciò è dipeso dall'arrivo degli accordi con il ceto bancario che hanno ristabilito un equilibrio sulla sostenibilità dei debiti finanziari contratti e sulla loro scadenza, questi accordi hanno riscontrato il benessere dei mercati influenzando positivamente sulle quotazioni azionarie e con una diminuzione sostanziale della volatilità azionaria.

Con l'avvicinarsi della scadenza di tali accordi e del mancato obiettivo promosso dai vari piani industriali di un risolleamento completo dell'azienda, su cui le borse hanno iniziato a credere meno, si nota un progressivo aumento della *PD* che raggiunge l'1.75% nel 2014, che, per una azienda di questa storia e dimensione, è sintomo della presenza di qualche vizio nella gestione finanziaria.

Le Banche non smettono di sostenere l'impresa e, come noto, siglano con essa un nuovo accordo che unito ad una iniezione di capitale da parte di Bialetti Holding, ha permesso un risolleamento delle sorti aziendali in cui i mercati hanno creduto e che si conferma nelle migliori performance del 2015 e 2016, ciò si è tradotto anche in probabilità di default che sono diminuite in questi due anni, raggiungendo il minimo nel 2016 con una *PD* che rasenta lo zero.

L'idillio dura poco e il 2017 mostra una *PD* in aumento, ciò dovuto a risultati parziali peggiori rispetto lo scorso esercizio, i quali hanno minato notevolmente la fiducia dei Mercati, unita al fatto che gli accordi bancari erano prossimi alla scadenza.

Se vengono considerate le *PD* alla luce delle valutazioni effettuate in sede di analisi di bilancio gli andamenti sembrano combaciare: i primi tre anni sono segnati da *PD* più alte allo stesso modo le prestazioni peggiori di bilancio sono state riscontrate in quegli anni assieme al 2014, elemento che emerge nuovamente dalla *PD*.

## 8. Conclusioni

Questa tesi è nata avendo un'immagine precisa dell'azienda che ha rivestito un ruolo da protagonista, caratterizzata da una reputazione altisonante e da un marchio presente nei gesti quotidiani della gente già da molti anni, dopo il lavoro svolto, l'immagine personale di questa realtà industriale italiana non è più così definita.

Di certo si tratta di un'azienda che ha fatto la storia del *Made in Italy*, ma, analizzando i dati emersi durante lo svolgimento di questa tesi, è cresciuto il timore che si tratti ormai di storia.

Non si afferma di certo che sia un'azienda sul punto di fallire o con una fine già segnata, ma di certo sono molti anni che tenta a stento di risalire la china senza mai riuscirci veramente; è rimasta sempre un passo indietro e tutto ciò che di lei è famoso e riconosciuto risale a prodotti e idee ormai lontane nel tempo.

Partendo dalla crisi, certamente che ha giocato un ruolo chiave ed è stata la vera causa scatenante della successiva discesa della azienda, ma essa non ha colpito soltanto questa azienda, siamo a conoscenza di altre imprese che, seppur dopo qualche anno, sono riuscite a ristabilirsi e a crearsi nuovamente un mercato su cui poggiare la propria futura fortuna.

Come si è ampiamente analizzato, il motivo che ha innescato la crisi della Bialetti nel 2008 è stato il colossale abisso tra le aspettative di realizzazione dei ricavi rispetto al crollo della domanda. Tutti gli investimenti previsti nel piano industriale ante crisi, che racchiudevano un rafforzamento della capacità produttiva e un'espansione nel mercato estero, in particolare indiano, hanno richiesto ingenti investimenti che, purtroppo, non si sono poi trasformati in fatturato.

La Bialetti ha iniziato la sua storia recente forse con troppo entusiasmo tradottasi in mire espansionistiche troppo audaci, che si sono poi dovute arrestare quando il mondo ha deciso che era arrivata la recessione.

I grandi investimenti in mercati lontani si sono rivelati un grande dispendio di risorse e denaro da cui non è riuscita a risollevarsi, dovendo stringere la cinghia per andare avanti.

Un errore da sottolineare è la mancata politica di marketing efficace; dovendo risparmiare notevolmente sui costi per rientrare nei margini, la Bialetti ha completamente ridotto le spese per la pubblicità ed il marketing, benché sia una reazione comprensibile, un'azienda che possiede un nome così altisonante non può rinunciare alla notorietà del marchio tagliando i fondi della pubblicità, la quale come molti studiosi del mercato hanno sempre asserito è la vera anima del commercio; a partire da questa decisione insieme ad altre scelte aziendali, la Bialetti ha perso progressivamente il suo ruolo di azienda leader, soltanto la sua dimensione le ha permesso di restare ai vertici nel settore, venendo pian piano avvicinata dai competitors.

Ciò che infatti sta minando la sua continuità è la perdita del suo ruolo chiave nel mercato. Altre aziende le stanno rubando quote di mercato semplicemente perché la Bialetti non è più sinonimo di un prodotto forte che *“come lo fa lei non lo fa nessuno”*, offrendo così l'opportunità di accaparrarsi quote di mercato significative a coloro che sono in grado di offrire i medesimi beni.

L'esempio più importante e, secondo me, una delle ragioni principali della perdita di terreno da parte della Bialetti riguarda le macchine elettriche del caffè, su cui ora verranno espresse delle considerazioni.

Il mondo del caffè è indubbiamente ciò che ha reso grande la Bialetti e le ha consentito di farsi un nome e una reputazione, ma questa associazione di idee tra caffè e Bialetti è svanito in seguito all'avvento delle macchine elettriche e in particolare della *Nespresso*.

Era il 2008 quando *George Clooney* impazzava sulle tv nazionali e non, con uno spot divertente ed efficace che ha fatto la fortuna della *Nespresso*, che ancora oggi è la regina indiscussa del mercato del caffè espresso per la casa.

Analizzando quanto accaduto si possono fare dei semplici parallelismi tra la fortuna della Bialetti e quella della *Nespresso*. Entrambe hanno creato un oggetto di uso quotidiano che rendeva un compito più semplice, veloce e comodo rispetto gli anni precedenti, la *Moka* Bialetti ha soppiantato la caffettiera napoletana ed altri strumenti simili per cui occorreva pazienza e dimestichezza, con un tempo prolungato per ottenere un caffè (circa 20 minuti), le macchine elettriche hanno addirittura portato il tempo medio per la preparazione a circa 30 secondi con un ulteriore affinamento della qualità del risultato e della sua praticità.

L'innovazione è stata in grado di creare nuovi mercati, grazie ai quali gli innovatori sono stati capaci di realizzare un nuovo e forte marchio, soppiantando i vecchi *padroni di casa*.

La Bialetti era riuscita nel 2006 a creare un nuovo mercato con la sua macchina elettrica trivalente *Mokona* che ha riscosso un moderato successo, ma alcune sue caratteristiche sono state col tempo cruciali; innanzitutto aveva un costo veramente eccessivo che in pochi erano disposti a sostenere soprattutto dopo la crisi, inoltre il caffè prodotto ed i materiali usati furono molto criticati e considerati di scarsa qualità, lasciando di fatto lo spazio ad un competitor di guadagnare mercato semplicemente offrendo un prodotto migliore ad un prezzo lievemente inferiore.

Quindi l'errore cruciale a parere personale è stato smettere di cercare soluzioni innovative e di qualità in modo da catturare clientela, errore aggravato dal fatto che la Bialetti stessa era diventata una grande azienda grazie ad una politica di innovazione e dovevano essere consapevoli di quanto fosse importante e fondamentale una politica basata sul sorprendere il mercato ed i propri competitors.

A sua discolpa si potrebbe asserire che le idee non si possono ottenere a comando, altrimenti avrebbero tutti successo ed a volte la semplice fortuna è ciò che muove veramente le sorti delle imprese, questo è senz'altro vero, ma come si suole dire "*se non sai, copia*"; non tutte le aziende possono essere leader nel proprio campo, vi sono anche le cosiddette *followers*, le aziende che per evitare rischi aspettano di vedere le reazioni della clientela, per poi accodarsi e salire sul carro dei vincitori senza la preoccupazione di fallire con la produzione di beni che non riscontrano il favore del mercato.

La Bialetti è colpevole anche di questo, non ha saputo cogliere l'occasione per entrare nel mercato delle macchine elettriche nel modo giusto, semplicemente "*copiando*" la politica messa in piedi dalla *Nespresso*.

La storia economica è piena di esempi simili, e non occorre andare lontano per trovare l'esempio calzante, la *Lavazza* stessa soltanto un anno dopo, nel 2009, era già sul piede di guerra con la propria linea di macchine elettriche con tanto di pubblicità divertente ed attore americano altisonante (*Julia Roberts*), semplicemente riproducendo la politica di marketing del concorrente è riuscita ad occupare una buona posizione nel mercato emergente, ed ancora oggi queste due aziende condividono il primato nel mercato delle macchine elettriche.

La Bialetti produce la propria linea di macchine elettriche a sistema chiuso nel 2010, ma all'uscita di questa linea non venne affiancata una strategia di marketing ad alto impatto finalizzata al recupero della posizione nel mercato.

Una componente che paradossalmente ha influito negativamente sull'espandersi delle macchine elettriche della Bialetti è stato il fatto che le sue capsule furono brevettate, solitamente obbligare il cliente a tornare all'acquisto per i componenti consumabili dopo avergli fatto comprare il macchinario principale è una vecchia strategia di business generalmente valida (modello *razor and blades*), ma sapere di essere vincolati alle capsule Bialetti, quando per le macchine della *Nespresso* e della *Lavazza* esistevano invece molte marche compatibili a prezzi inferiori, fece propendere la clientela per quest'ultime; l'assenza di marche concorrenti per le capsule fu un grosso ostacolo alla diffusione delle macchine Bialetti.

Riassumendo gli errori compiuti, a parere personale, sono stati l'aver rinunciato al marketing ed essere entrata in un mercato potenzialmente a suo favore in ritardo; tali aspetti sono quelli su cui invece aveva puntato in passato, l'innovazione e il design erano i suoi cavalli di battaglia, li ha trascurati per concentrarsi sulla commercializzazione.

Si pensi ora all'ottima strategia dei negozi monomarca che, negli ultimi anni è stata la vera ancora di salvezza, che però non è stata affiancata da una attenta apertura dei punti vendita.

Banalmente per riuscire ad avere successo, con una catena di negozi, bisogna avere qualcosa da vendere. A mio avviso la condizione che ha segnato negativamente i negozi Bialetti è ciò che si può definire "*saturatione della domanda*": gran parte dei prodotti venduti dalla Bialetti sono caratterizzati da un'alta durabilità; padelle, pentole, piccoli elettrodomestici e soprattutto caffettiere hanno una vita media elevata e, se sono di qualità, ci si aspetta che durino almeno 5 anni per la tipologia antiaderente, per salire anche a 10 o 20 anni per quelli in acciaio, per non parlare della *moka* che potenzialmente ha una durata illimitata. Una volta aperti i negozi, esauritasi la curiosità e l'interesse della clientela ad acquistare tali prodotti, difficilmente ci sarà bisogno, in breve tempo, di un prodotto simile, soprattutto se l'azienda non propone prodotti significativamente nuovi da giustificare un nuovo acquisto. Un esempio è il marchio *Rowenta* del *Groupe Seb* che quasi ogni anno lancia sul mercato nuovi modelli di elettrodomestici più o meno diversi dal modello precedente e grazie ad una politica pubblicitaria intensa, riesce a indurre la clientela spesso ad un nuovo acquisto.

Le nuove linee di caffettiere e padelle lanciate ogni anno dalla Bialetti non hanno sufficientemente spinto i clienti nei negozi (c'è un limite molto basso al numero di caffettiere realmente utili in casa), per cui il trend dei ricavi dei negozi, seppur consistenti, è destinato a decrescere, se non viene affiancato da altre politiche aziendali.

A parere personale, infatti, gli accordi bancari che hanno permesso alla Bialetti di risollevarsi non si sono ben realizzati, in quanto le facilitazioni finanziarie ottenute sono state utilizzate per l'apertura di nuovi punti vendita, scelta questa che, a lungo andare, da sola non può permettere un risollevarsi effettivo dell'azienda.

La politica che si sarebbe dovuta adottare, approfittando degli accordi bancari, dello spostamento delle scadenze dei debiti e di una nuova immissione di investimenti nell'azienda, è quella di un ritorno alle origini, soprattutto all'innovazione e alla qualità dei prodotti, lasciando da parte, almeno per il momento, gli investimenti all'estero, cercando di rafforzare enormemente la propria posizione nel mercato in Italia, approfittando dell'enorme valore storico del marchio, ancora presente, che molto probabilmente tra una generazione si perderà.

## 9. Bibliografia

- 📖 S. Ross et al., *Corporate Finance*, McGraw Hill, III edizione (2015);
- 📖 A. Damodaran, *Elementi di finanza aziendale e risk management: la gestione d'impresa tra valore e rischio*, Apogeo (2016);
- 📖 R. Grant, *L'analisi strategica per le decisioni aziendali*, il Mulino, IV edizione (2011);
- 📖 A. Resti, A. Sironi, *Rischio e valore nelle banche: misura, regolamentazione, gestione*, Egea, II edizione (2008).

## 10. Sitografia

- 📖 <http://www.bialettigroup.it/>
- 📖 <https://www.borsaitaliana.it/>
- 📖 <https://www.ecb.europa.eu/>
- 📖 <https://it.finance.yahoo.com/>