

## **Analisi<sup>1</sup> di rischio finanziario degli affiliati ERGON**

Di seguito esporremo una sintesi dell'analisi del rischio finanziario delle tre sorelle di Ergon, tutte appartenenti al gruppo Syneos, vale a dire Medial Franchising, Merkant e Alioto. Chiunque venda al gruppo Ergon deve infatti sapere che l'analisi della rischiosità non può prescindere dall'esaminare i soggetti che gestiscono i punti vendita, perché sta lì il vero valore e quindi il rischio potenziale. Per questo è importante non limitare le verifiche solo al soggetto giuridico Ergon ma estenderle a queste tre società, che assieme producono ricavi per 500 milioni di Euro nel 2020, a fronte di altri 500 milioni prodotti direttamente da Ergon consortile.

Sempre per la stessa ragione mostreremo anche la sintesi dell'analisi del rischio finanziario degli affiliati (società di capitali) di Ergon, ovvero un centinaio di Ragioni Sociali, per circa 330 negozi ed un volume d'affari di oltre 300 milioni di euro.

### *Premessa sull'analisi di rischio*

#### **A cosa serve un'analisi di rischio finanziario**

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

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

---

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

## Come si fa un'analisi di rischio finanziario

Ci sono differenti modi e gradi di profondità per effettuare una valutazione di rischio finanziario, a seconda di chi la effettua e delle informazioni di cui si dispone. Ad esempio le banche sono in possesso delle informazioni sull'andamento dei rapporti di conto corrente e affidamento del cliente (utilizzi, sconfinamenti, regolarità di pagamento delle rate, ecc...), pertanto potranno adoperarle per affinare l'analisi dei bilanci e le altre tipologie di analisi (qualitative, pregiudiziali, settore ecc...).

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

Ci sono sostanzialmente due approcci nella valutazione del rischio:

- L'approccio di tipo commerciale, che fonda la valutazione del rischio sulle seguenti aree di indagine:
  - Rapporto commerciale: storia della relazione con il soggetto da analizzare, regolarità del rapporto
  - Dati qualitativi del soggetto da analizzare: qualità dell'organizzazione, delle persone chiave, dei processi, frammentazione del rischio clientela e fornitori, attività di pianificazione ecc...
  - Analisi dei Bilanci
  - Informazioni esterne: come ad esempio informazioni da banche dati esterne, dai propri agenti, "rumors" di settore ecc...
  
- L'approccio di tipo finanziario, che fonda la valutazione del rischio sulle seguenti aree di indagine:
  - Analisi Quantitativa: analisi approfondita degli ultimi bilanci aziendali, che vengono osservati sotto vari punti di vista (aree di indagine), mediante l'esame di specifici indicatori (che vengono raffrontati con quelli del settore), con l'intento di determinare, attraverso un algoritmo, un rating tecnico, ossia un giudizio di solvibilità finanziaria di un'azienda, determinato solo sulla base dei soli dati quantitativi
  - Analisi Qualitativa: analisi delle più importanti aree dell'attività aziendale, che possano servire di corredo e supporto alle valutazioni tecniche desumibili dai bilanci. Nella determinazione del rating gli aspetti qualitativi hanno la funzione di "affinare" il giudizio tecnico, ovvero aggiustare al rialzo o al ribasso il giudizio tecnico, in modo non significativo. L'impatto degli aspetti qualitativi non può dunque stravolgere i risultati che emergono dai numeri di bilancio, perché l'azienda può avere il migliore assetto, le migliori persone e strategie, ma se non

genera liquidità a sufficienza per rimborsare i debiti (pessimo esito delle analisi di bilancio) non otterrà un buon rating

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

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

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

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

3

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

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

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

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

- 1) **Redditività**: intesa come marginalità e rendimento dei capitali investiti, quali primi driver della generazione di cassa
- 2) **Fabbisogno di Capitale**: inteso come livello di rotazione delle scorte, del circolante e degli investimenti, quale secondo driver della generazione di cassa

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

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

### **Approccio adottato per l'analisi di rischio finanziario delle sorelle e degli affiliati ERGON**

In assenza di informazioni specifiche di tipo commerciale e di tipo bancario, l'approccio adoperato dallo scrivente per la valutazione del rischio finanziario delle sorelle e degli affiliati ERGON è stato quello di tipo finanziario, con un'analisi Quantitativa fondata sull'esame degli ultimi bilanci (2018-2020), opportunamente raffrontati con i dati settoriali (dettaglio alimentari e bevande codice ATECO 47111-47112-47113, ossia Iper, Super e Discount 3.524 società) ed un'analisi Qualitativa semplificata (ossia basata su informazioni pubbliche), che ha portato ad un giudizio "buono", all'interno di una scala che va da insufficiente a ottimo (che corrisponde ad un basso rischio "industriale" o "di business").

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

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

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

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

## Come usare la presente analisi di rischio finanziario

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

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

Le analisi relative al credito, così come le altre analisi, compresi i rating, e le dichiarazioni presenti nell'analisi che segue esprimono opinioni con valenza alla data del loro rilascio e in nessun caso intendono assurgere alla rappresentazione di fatti. Le opinioni, analisi e decisioni

di rating qui contenute non rappresentano raccomandazioni di acquistare, ritenere, o vendere qualsivoglia titolo o a assumere decisioni d'investimento e non riguardano l'idoneità di alcun titolo emesso dall'impresa oggetto di analisi.

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

## *Analisi di rischio finanziario delle sorelle e degli affiliati Ergon*

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

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

- 1) Dettaglio sulla **ripartizione del fatturato** del mondo Ergon
- 2) **Redditività** delle sorelle e degli affiliati ERGON società consortile e raffronto settoriale
- 3) **Fabbisogno di Capitale** delle sorelle e degli affiliati ERGON società consortile e raffronto settoriale
- 4) **Liquidità** d delle sorelle e degli affiliati i ERGON società consortile e raffronto settoriale
- 5) **Sostenibilità del debito** delle sorelle e degli affiliati ERGON società consortile e raffronto settoriale
- 6) **Produttività del lavoro** delle sorelle e degli affiliati ERGON società consortile e raffronto settoriale
- 7) **Crescita** delle sorelle e degli affiliati i ERGON società consortile e raffronto settoriale

## Dettaglio sulla ripartizione del fatturato del mondo Ergon

L'analisi dei ricavi e dei costi di acquisto relativi ad Ergon, alle sue tre sorelle ed al resto degli affiliati mostra quanto segue:

<b>Dati 2020</b>	
<b>fatturato ERGON</b>	<b>499.448</b>
Acquisti Medial Franchising	170.713
Acquisti Merkant	145.892
Acquisti Alioto	94.338
Acquisti Altri Affiliati	244.360
<b>Totale Acquisti affiliati Ergon</b>	<b>655.304</b>
fatturato Medial Franchising	203.793
fatturato Merkant	197.552
fatturato Alioto	122.084
fatturato Altri Affiliati	337.793
<b>Totale fatturato affiliati Ergon</b>	<b>861.222</b>

A fronte di un fatturato Ergon 202 di circa 500 milioni di Euro, gli affiliati (comprese le tre sorelle) presentano un volume di acquisto di merci per 655 milioni di Euro, il che evidenzia che forse gli acquisti vengono effettuati anche da altri fornitori (ciò avviene ad esempio quando le singole società operative proprietarie dei negozi operano anche con altre insegne).

Le tre sorelle, Medial Franchising, Merkant e Alioto assieme acquistano merci per circa 411 milioni di Euro, pari all'82% del venduto Ergon, il che mette in luce come un'analisi di rischio di Ergon non possa prescindere da valutazioni relative anche di questi tre soggetti appartenenti allo stesso gruppo (Syneos).

I ricavi generati dagli affiliati sono pari, nel 2020, a 861 milioni di Euro, pari a 1,31 volte gli acquisti. Questo dato è più alto per gli "altri affiliati" (1,38x) e più basso per le tre sorelle (Medial Franchising 1,19x, Merkant 1,35x, Alioto 1,29x).



# Redditività delle sorelle e degli affiliati Ergon e raffronto settoriale

Di seguito esponiamo la sintesi dell'analisi effettuata su un arco triennale, sia per le "sorelle" di Ergon, che per gli altri affiliati (un centinaio di società di capitali), confrontando le relative performance con quelle medie settoriali (oltre 3.500 società di capitali). Per semplicità espositiva riportiamo solo i dati dell'ultimo esercizio (2020).

Indici di redditività								
	Medial Franchising	Settore 2020	Merkant	Settore 2020	Alioto	Settore 2020	Media altri affiliati Ergon	Settore 2020
ROE = Risultato esercizio / Mezzi Propri	16,7%	22,0%	21,4%	22,0%	12,0%	22,0%	21,7%	22,0%
ROI	6,2%	5,3%	5,6%	5,3%	5,6%	5,3%	6,3%	5,3%
ROS = Risultato Operativo / Vendite	1,2%	1,9%	1,2%	1,9%	1,0%	1,9%	2,1%	1,9%
ROA = Risultato Operativo / Attivo	6,6%	6,3%	5,1%	6,3%	3,8%	6,3%	5,9%	6,3%
EBITDA su Ricavi	1,8%	3,0%	1,9%	3,0%	1,8%	3,0%	3,3%	3,0%

Giudizio	42,0%	36,0%	35,0%	51,0%
Giudizio	scarso	scarso	scarso	normale

L'analisi evidenzia in generale una minore redditività delle tre sorelle Ergon (sebbene con dei distinguo) rispetto ai dati settoriali ed un miglior posizionamento degli altri affiliati (sebbene qui il confronto è fra il dato medio degli affiliati e quello settoriale).

Vediamo nel dettaglio:

- 1) **Medial Franchising:** fra le tre sorelle è quella che ha la maggiore redditività, anche se opera nel 2020 con margini inferiori alle medie settoriali. L'EBITDA<sup>2</sup>, che rappresenta la redditività operativa lorda aziendale, è quasi la metà di quello settoriale, segno che l'impresa compra a prezzi più alti o vende a prezzi più bassi o sopporta maggiori costi operativi (personale, servizi). Anche il ROS (che si ottiene togliendo dall'EBITDA i costi per ammortamenti, accantonamenti e svalutazioni) risulta più basso della media, sebbene in misura meno intensa rispetto all'EBITDA (segno che gli ammortamenti incidono di meno). Per quanto riguarda i rendimenti del capitale, che poi sono l'elemento reddituale più importante (in particolare ROA e ROE che sono quelli più completi) sono più vicini a quelli di settore rispetto ai margini. Il ROA (rendimento dell'attivo) è infatti allineato, segno che l'impresa recupera la minore marginalità operando con un più basso livello di capitale investito (attività). Il ROE è invece inferiore, in quanto penalizzato oltre che dal minor grado di profitto anche dalla maggiore capitalizzazione (maggiori capitali apportati dai soci). Nel complesso l'azienda mostra una redditività inferiore alla media settoriale, ed anche alla media degli

<sup>2</sup> EBITDA (Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization): rappresenta l'utile prima degli interessi, delle imposte, del deprezzamento e degli ammortamenti, costituendo la principale misura di redditività operativa aziendale. Si calcola sottraendo ai Ricavi Operativi i costi delle materie prime, delle spese per servizi, del personale, degli affitti e noleggi e degli altri costi di natura operativa.



“altri affiliati Ergon”, che presentano performance più ampie, sebbene migliore rispetto alle altre due sorelle

- 2) **Merkant**: fra le tre sorelle è quella che presenta una redditività intermedia, operando nel 2020 con margini inferiori alle medie settoriali, molto vicini a quelli di Medial Franchising. L'EBITDA è quasi la metà di quello settoriale, e anche il ROS risulta più basso della media, sebbene in misura meno intensa rispetto all'EBITDA (segno che gli ammortamenti incidono di meno). Per quanto riguarda i rendimenti del capitale, il ROA (rendimento dell'attivo) è inferiore (anche al valore della sorella Medial Franchising), segno che l'impresa non recupera, come la sorella, la minore marginalità operando con un più basso livello di capitale investito (attività). Il ROE è invece allineato al dato di settore e superiore a quello della sorella Medial Franchising, in quanto agevolato anche dai proventi finanziari (dividendi). Nel complesso l'azienda mostra una redditività inferiore alla media settoriale, a quella degli “altri affiliati Ergon”, che presentano performance più ampie, trovandosi in una posizione intermedia rispetto alle altre due sorelle
  
- 3) **Alioto**: la più giovane fra le tre sorelle è anche quella che presenta la minore redditività, operando nel 2020 con margini inferiori alle medie settoriali, vicini o non troppo distanti da quelli delle altre due sorelle. L'EBITDA è uguale a quello delle sorelle e quasi la metà di quello settoriale, mentre il ROS risulta il più basso della serie. Per quanto riguarda i rendimenti del capitale, sia il ROA (rendimento dell'attivo) che il ROE sono i più bassi fra quelli in tabella, segno che i capitali investiti ruotano meno rispetto alla media e che la profittabilità è più bassa. Nel complesso, quindi, l'azienda mostra una redditività inferiore alla media settoriale, a quella degli “altri affiliati Ergon”, comprese le due sorelle Medial Franchising e Merkant
  
- 4) **Altri affiliati Ergon**: i dati medi degli altri affiliati Ergon mostrano margini e rendimenti dei capitali allineati o lievemente superiori a quelli medi del settore (gestione supermercati, ipermercati e discount), segno che in generale le marginalità sono migliori di quelle delle tre sorelle sopra evidenziate.

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

	Medial Franchising	Settore 2020	Merkant	Settore 2020	Alioto	Settore 2020	Media altri affiliati Ergon	Settore 2020
Fatturato	99,77%	98,42%	99,61%	98,42%	99,82%	98,42%	97,24%	98,42%
Consumi di materie	-83,74%	-75,88%	-74,05%	-75,88%	-77,47%	-75,88%	-74,80%	-75,88%
<b>Margine Commerciale puro</b>	<b>16,04%</b>	<b>22,54%</b>	<b>25,56%</b>	<b>22,54%</b>	<b>22,36%</b>	<b>22,54%</b>	<b>22,43%</b>	<b>22,54%</b>
Altri Ricavi	0,23%	1,58%	0,39%	1,58%	0,18%	1,58%	2,76%	1,58%
<b>Margine Commerciale allargato</b>	<b>16,26%</b>	<b>24,12%</b>	<b>25,95%</b>	<b>24,12%</b>	<b>22,53%</b>	<b>24,12%</b>	<b>25,20%</b>	<b>24,12%</b>
Costi Operativi	-15,08%	-22,00%	-24,80%	-22,00%	-21,54%	-22,00%	-22,85%	-22,00%
<b>EBIT</b>	<b>1,18%</b>	<b>2,12%</b>	<b>1,15%</b>	<b>2,12%</b>	<b>0,99%</b>	<b>2,12%</b>	<b>2,35%</b>	<b>2,12%</b>
Gestione extra	-0,51%	-0,14%	-0,05%	-0,14%	-0,70%	-0,14%	-1,76%	-0,14%
<b>Reddito netto</b>	<b>0,67%</b>	<b>1,98%</b>	<b>1,10%</b>	<b>1,98%</b>	<b>0,29%</b>	<b>1,98%</b>	<b>0,59%</b>	<b>1,98%</b>

Da questo raffronto possiamo spiegare la diversa marginalità delle tre sorelle Ergon come segue:

- 1) **Medial Franchising:** l'azienda opera con un primo margine (margine commerciale) inferiore rispetto alla media del settore ed anche al dato delle altre due sorelle (mgn commerciale 16% vs 22,5% di media settoriale e di un dato che va dal 22 al 25% per le due sorelle). Poi recupera in parte questo gap attraverso minori costi operativi (personale, servizi, oneri accessori e ammortamenti e accantonamenti e svalutazioni), ottenendo un risultato operativo di 1,2% vs 2,1% medio di settore. il profitto è pari a meno della metà del dato di settore (i costi extra caratteristici come interessi e imposte) assorbono infatti una maggiore quota del risultato operativo
- 2) **Merkant:** l'azienda opera con un primo margine (margine commerciale) superiore rispetto alla media del settore ed anche al dato delle altre due sorelle (mgn commerciale 25,5% vs 22,5% di media settoriale e di un dato che va dal 16 al 22% per le due sorelle). Poi però perde questo vantaggio attraverso maggiori costi operativi (personale, servizi, oneri accessori e ammortamenti e accantonamenti e svalutazioni), ottenendo un risultato operativo di 1,2% vs 2,1% medio di settore. il profitto è inferiore al dato di settore, ma superiore a quello di Medial Franchising, segno che i costi extra caratteristici come interessi e imposte assorbono una minore quota del risultato operativo
- 3) **Alioto:** l'azienda opera con un primo margine (margine commerciale) allineato rispetto alla media del settore ed intermedio rispetto alle altre due sorelle (mgn commerciale 22,5% vs 22,5% settoriale e a un dato che va dal 16 al 25% per le due sorelle). Poi però perde questo vantaggio non tanto attraverso maggiori costi operativi (i quali sono in linea col settore) ma a causa di minori proventi accessori, ottenendo un risultato operativo pari alla metà di quello settoriale (0,99% vs 2,1%). il profitto è nettamente inferiore al dato di settore, segno che i costi extra caratteristici come interessi e imposte assorbono una maggiore quota del risultato operativo

Sulla base di quanto sopra l'analisi dell'area reddituale restituisce un giudizio negativo per le tre sorelle Ergon, e positivo per la media degli altri affiliati. Come si diceva però più sopra questo è solo uno dei componenti dell'analisi di rischio, potendo le aziende con bassa redditività, essere comunque solvibili in quanto abili a far girare i capitali e quindi a mantenere i livelli di debito sotto controllo.

## Fabbisogno di Capitale delle sorelle e degli affiliati Ergon e raffronto settoriale

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

Indici di rotazione								
	Medial Franchising	Settore 2020	Merkant	Settore 2020	Alioto	Settore 2020	Media altri affiliati Ergon	Settore 2020
Rotazione capitale investito = Ricavi / Attivo	5,62x	3,63x	4,46x	3,63x	3,83x	3,63x	<b>3,69x</b>	3,63x
Rotazione circolante = Ricavi / Circolante	9,23x	5,83x	8,31x	5,83x	9,64x	5,83x	<b>5,20x</b>	5,83x
Rotazione magazzino = Ricavi / Scorte	80,07x	23,54x	15,52x	23,54x	22,06x	23,54x	<b>20,34x</b>	23,54x

Giudizio  
Giudizio

89,0%  
buono

50,0%  
normale

53,0%  
normale

42,0%  
scarso

11

Come anche evidenziato nella precedente analisi di ERGON consortile, questa è un'area in cui le tre sorelle si differenziano in modo virtuoso rispetto alla concorrenza, a fronte invece di un dato riferito alla media degli altri affiliati Ergon meno positivo.

In generale le tre sorelle mostrano una maggiore efficienza nella gestione del capitale investito rispetto alle medie settoriali, sebbene con alcuni distinguo:

- 1) **Medial Franchising:** fra le tre sorelle è quella che presenta la migliore performance, grazie ad una rilevante rotazione delle scorte associata ad un normale peso degli immobilizzi sui ricavi (7% vs 6%)
- 2) **Merkant:** l'azienda presenta una posizione intermedia fra le tre sorelle, in quanto opera con un minor fabbisogno di attivo rispetto alla concorrenza, ma anche con una minore rotazione delle scorte in confronto con Alioto, che le consente di bilanciare un peso degli asset sui ricavi superiore alla media (10% vs 6%)
- 3) **Alioto:** l'impresa opera con una maggiore rotazione delle scorte e in generale dell'attivo corrente rispetto alla media, tuttavia presenta una rotazione del capitale complessivo

solo di poco superiore, segno che in questo caso gli asset assorbono una quota di fatturato superiore alla media (15% vs 6%)

- 4) **Altri affiliati Ergon**: i dati medi degli altri affiliati Ergon mostrano una rotazione complessiva del capitale allineata a quella settoriale, una minore rotazione del magazzino ed una minore rotazione del circolante (segno che bilanciano questo gap con un minor peso degli Immobilizzi sui ricavi).

La positiva performance in questa area da parte delle tre sorelle Ergon va quindi in parte a riassorbire il peggior livello reddituale rispetto alla media esaminato in precedenza, mentre accade il contrario per quanto concerne il resto degli affiliati Ergon (positiva performance reddituale, giudizio negativo sulla rotazione dei capitali).

## Liquidità delle sorelle e degli affiliati Ergon e raffronto settoriale

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

12

Indici di liquidità								
	Medial Franchising	Settore 2020	Merkant	Settore 2020	Alioto	Settore 2020	Media altri affiliati Ergon	Settore 2020
Rapporto corrente = Attivo a breve / Passivo a breve	105%	116%	87%	116%	50%	116%	112%	116%
Acid Test = (Crediti + Liquidità) / Passivo a breve	92%	83%	41%	83%	29%	83%	77%	83%
Giorni di credito ai clienti	18	5	2	5	8	5,0	5	5
Giorni di credito dai fornitori	33	39	47	39	79	38,9	42	39
Giorni di scorta	4	15	23	15	16	15,3	18	15
Tasso di intensità dell'Attivo Corrente	10,7%	17,7%	12,3%	17,7%	10,6%	17,7%	19,9%	17,7%
Giudizio	42,0%		27,0%		15,0%		43,0%	
Giudizio	scarso		scarso		insufficiente		scarso	

L'area in esame ottiene un giudizio negativo per tutto il mondo Ergon, così come era avvenuto per la società Ergon consortile, in primo luogo, a causa del minor equilibrio finanziario fra attività e passività correnti (e in alcuni casi dell'evidenza di uno squilibrio rilevante), in secondo luogo da elementi connaturati al ciclo commerciale (più lenti tempi di giacenza delle scorte o di incasso, più lunghi pagamenti). Questi fattori possono rappresentare, dal punto di vista commerciale, un punto di forza in quanto sintomatico di maggiore potere contrattuale, tuttavia in chiave di analisi di rischio finanziario appaiono penalizzanti.

- 1) **Medial Franchising**: fra le tre sorelle è quella che presenta la migliore performance, grazie ad una condizione di equilibrio fra attività e passività correnti e al più corto ciclo

commerciale attivo (somma fra gg giacenza e gg incasso). Si differenzia negativamente rispetto al settore per il minor equilibrio finanziario e per i più lunghi tempi di incasso

- 2) **Merkant**: fra le tre sorelle è quella che presenta una performance intermedia. Essa si differenzia negativamente rispetto al settore per lo squilibrio finanziario e per i più lunghi tempi di giacenza delle scorte e pagamento dei fornitori
- 3) **Alioto**: fra le tre sorelle è quella che presenta la peggiore performance, a causa di una condizione di ampio squilibrio fra attività e passività correnti e di tempi di pagamento doppi rispetto a quelli medi settoriali
- 4) **Altri affiliati Ergon**: i dati medi degli altri affiliati Ergon mostrano un equilibrio finanziario inferiore alla media, una minore rotazione delle scorte e tempi di pagamento lievemente più lunghi.

Sulla base di quanto sopra l'analisi dell'area della Liquidità restituisce un giudizio negativo per Merkant e Alioto e meno negativo per Medial Franchising e il resto degli altri affiliati.

## Sostenibilità delle sorelle e degli affiliati Ergon e raffronto settoriale

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

Indici patrimoniali e finanziari								
	Medial Franchising	Settore 2020	Merkant	Settore 2020	Alioto	Settore 2020	Media altri affiliati Ergon	Settore 2020
Copertura delle immobilizzazioni = Mezzi Propri / Attivo Immobilizzato	59%	70%	52%	70%	16%	70%	<b>58%</b>	70%
Banche a breve su Circolante	3,2%	6,5%	3,7%	6,5%	3,0%	6,5%	<b>4,5%</b>	6,5%
PFN / EBITDA <sup>1</sup>	0,6x	-0,4x	-0,7x	-0,4x	-0,7x	-0,4x	<b>-0,4x</b>	-0,4x
PFN / Mezzi Propri	0,3x	-0,2x	-0,3x	-0,2x	-0,5x	-0,2x	<b>-0,1x</b>	-0,2x
Interest Coverage <sup>1</sup> = Risultato Operativo / Oneri finanziari netti <sup>2</sup>	1,3%	4,9%	N/A	4,9%	7,7%	4,9%	<b>12,3%</b>	4,9%

Giudizio

84,0%

73,0%

69,0%

73,0%

Giudizio

normale

normale

normale

normale

<sup>1</sup> L'indice è N/A se l'EBITDA è negativo

<sup>2</sup> l'indice Interest Coverage assume segno negativo se l'EBIT è negativo, N/A se i Proventi risultano maggiori rispetto ai costi finanziari

L'area in esame ottiene un giudizio positivo per tutto il mondo Ergon, sebbene con differenti gradi di intensità, grazie ad un basso indebitamento finanziario e ad una buona copertura degli

interessi passivi, a loro volta frutto di livelli di capitalizzazione superiori alla media (Medial Franchising e Merkant), minore fabbisogno di capitali investiti (le tre sorelle) o margini allineati (il resto degli affiliati Ergon).

- 1) **Medial Franchising:** fra le tre sorelle è quella che presenta la migliore performance, grazie alla maggiore capitalizzazione (23% vs 17% di media settoriale) e quindi ad un ottimo rapporto fra margini operativi e interessi passivi
- 2) **Merkant:** anche questa azienda presenta una performance positiva, grazie alla maggiore capitalizzazione (23% vs 17% di media settoriale), ad una PFN negativa nel 2020 (le liquidità superano i debiti finanziari) e quindi ad un ottimo rapporto fra margini operativi e interessi passivi (i proventi finanziari superano gli interessi passivi)
- 3) **Alioto:** ottiene un giudizio positivo nonostante una capitalizzazione inferiore alla media (9% vs 17%), per effetto di una PFN negativa nel 2020 (le liquidità superano i debiti finanziari) e quindi di un rapporto fra margini operativi e interessi passivi superiore alla media ma comunque positivo
- 4) **Altri affiliati Ergon:** i dati medi degli altri affiliati Ergon mostrano un giudizio positivo nonostante il peggior livello di copertura degli interessi passivi con il reddito operativo (generato da un maggior costo medio del denaro), e la minore capitalizzazione (12% vs 17%), grazie a una PFN negativa nel 2020.

Sulla base di quanto sopra l'analisi dell'area Finanziaria restituisce un giudizio positivo per le tre sorelle e per il resto degli altri affiliati.

## *Produttività delle sorelle e degli affiliati Ergon e raffronto settoriale*

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

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

Indici di produttività								
	Medial Franchising	Settore 2020	Merkant	Settore 2020	Alioto	Settore 2020	Media altri affiliati Ergon	Settore 2020
Fatturato per dipendente	910	398	313	398	360	398	265	398
Valore aggiunto per dipendente	50	39	39	39	39	39	29	39
Valore aggiunto su Fatturato	5,5%	14,1%	12,4%	14,1%	10,8%	14,1%	10,9%	14,1%
Giudizio	45,0%		38,0%		34,0%		20,0%	
Giudizio	scarso		scarso		scarso		insufficiente	

In linea con quanto emerso in sede di verifica dei livelli reddituali, le tre sorelle Ergon ottengono un giudizio non positivo, in quanto presentano un grado di valore aggiunto da due a tre volte inferiore alla media, a causa della maggiore incidenza del costo delle merci (Medial Franchising), delle più alte uscite sul fronte degli altri costi di gestione (Merkant) o dei minori ricavi accessori (Alioto).

- 1) **Medial Franchising:** l'impresa viene penalizzata dal gap di valore aggiunto sui ricavi, solo in parte bilanciato dal minor fabbisogno di manodopera (vedi fatturato/dipendenti e valore aggiunto / dipendenti)
- 2) **Merkant:** l'impresa viene penalizzata dal gap di valore aggiunto sui ricavi, e da risultati meno positivi (rispetto a Medial) sul fabbisogno di manodopera (vedi fatturato/dipendenti e valore aggiunto / dipendenti)
- 3) **Alioto:** l'impresa viene penalizzata dal gap di valore aggiunto sui ricavi, e da risultati meno positivi (rispetto a Medial) sul fabbisogno di manodopera (vedi fatturato/dipendenti e valore aggiunto / dipendenti)
- 4) **Altri affiliati Ergon:** i dati medi degli altri affiliati Ergon mostrano un giudizio molto negativo venendo in media penalizzati oltre che dal gap di valore aggiunto sui ricavi, da risultati inferiori alla media in termini di fatturato/dipendenti e valore aggiunto / dipendenti), evidenziando un maggior fabbisogno di manodopera



# Crescita delle sorelle e degli affiliati Ergon e raffronto settoriale

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

Indici di sviluppo								
	Medial Franchising	Settore 2020	Merkant	Settore 2020	Alioto	Settore 2020	Media altri affiliati Ergon	Settore 2020
Variazione annua Ricavi	53,7%	7,8%	4,9%	7,8%	16,7%	7,8%	16,0%	7,8%
Variazione annua Costi	52,6%	6,3%	3,7%	6,3%	15,2%	6,3%	14,8%	6,3%
Variazione del patrimonio netto	14,2%	27,5%	68,8%	27,5%	1021,9%	27,5%	17,8%	27,5%
Giudizio	58,0%		49,0%		71,0%		58,0%	
Giudizio	normale		scarso		normale		normale	

L'analisi mostra risultati molto diversi fra loro per quanto riguarda le tre sorelle Ergon e anche per la media degli altri affiliati. L'anno 2020 è stato un anno straordinariamente positivo per il settore della DO e GDO, per gli effetti della pandemia (lock down + smart working hanno prodotto maggiori consumi in casa).

In generale il risultato è positivo per tutti (considerando che Merkant è ad un punto al di sotto della sufficienza), segno di una crescita complessivamente positiva. Vediamo i singoli casi:

- 1) **Medial Franchising:** l'impresa ottiene una crescita dei ricavi rilevante (+54%) agevolata dal notevole sviluppo dell'affiliazione ARD (80 clienti sotto contratto rispetto ai 32 del 2019) mentre risulta penalizzata dalla minore crescita dei Mezzi Propri rispetto alla concorrenza (+14% vs +27%)
- 2) **Merkant:** l'impresa ottiene una bassa crescita dei ricavi (+5% vs +8% di media settoriale), che penalizza il risultato finale, che viene solo in parte bilanciato da una robusta dinamica dei Mezzi Propri rispetto alla concorrenza (+69% vs +27%)
- 3) **Alioto:** l'impresa ottiene una buona crescita dei ricavi (+17% vs +8% di media settoriale), che avvantaggia il risultato finale, unitamente ad un rilevante incremento dei Mezzi Propri rispetto alla concorrenza (+1021% vs +27%), effetto di un importante aumento dei capitali di rischio legato alla rivalutazione dei cespiti 2020 (propri e di società controllate)
- 4) **Altri affiliati Ergon:** i dati medi degli altri affiliati Ergon mostrano un giudizio positivo, grazie ad un trend dei ricavi superiore a quello di settore (+16% vs +8% di media), che va a bilanciare la minore dinamica dei mezzi propri (+18% vs +27%)

## Risultato dell'analisi

Sulla base di quanto sopra esposto le aziende del mondo Ergon, ovvero le tre sorelle e, in media, le altre affiliate, ottengono un giudizio positivo (Medial Franchising) o comunque non negativo (sintomatico di rischiosità nella norma), andando a bilanciare la minore redditività rispetto alle medie settoriali con altri fattori utili al pagamento dei debiti (generazione di cassa) e con un giudizio qualitativo positivo (dimensione, assetto giuridico e organizzativo, strategie, persone, notorietà, rischio clientela e fornitura, pianificazione e controllo, ecc...).

Analisi della rischiosità	Medial Franchising	Merkant	Alioto	Media altri affiliati Ergon
<b>Redditività</b>				
Giudizio	42%	36%	35%	51%
Giudizio	scarso	scarso	scarso	normale
<b>Rotazione</b>				
Giudizio	89%	50%	53%	42%
Giudizio	buono	normale	normale	scarso
<b>Sostenibilità dei Debiti</b>				
Giudizio	84%	73%	69%	73%
Giudizio	normale	normale	normale	normale
<b>Produttività</b>				
Giudizio	45%	38%	34%	20%
Giudizio	scarso	scarso	scarso	insufficiente
<b>Liquidità</b>				
Giudizio	42%	27%	15%	43%
Giudizio	scarso	scarso	insufficiente	scarso
<b>Crescita</b>				
Giudizio	58%	49%	71%	58%
Giudizio	normale	scarso	normale	normale
Giudizio Quantitativo	58%	47%	45%	52%
rischio	nella norma	sopra la norma	sopra la norma	nella norma
Giudizio Qualitativo	80%	80%	80%	80%
rischio	nella norma	nella norma	nella norma	nella norma
Rating	63%	54%	52%	57%
Rating	BBB-	BB	BB-	BB+
rischio finanziario	più basso della media	nella media	nella media	nella media

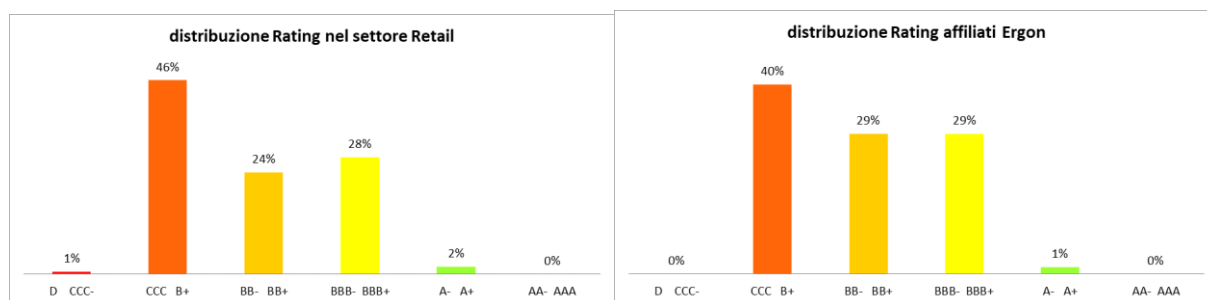
Per quanto sopra:

- 1) **Medial Franchising** ottiene un rating BBB- (investment grade) in quanto l'ottima rotazione dei capitali associata ad una elevata crescita e ad una struttura finanziaria conservativa consentono di bilanciare la minore redditività/produttività e i peggiori indici di liquidità

- 2) **Merkant**: ottiene un rating BB (non investment grade, ma comunque in linea con la media delle imprese italiane) in quanto la normale rotazione dei capitali associata ad una struttura finanziaria conservativa consentono di bilanciare la minore redditività/produktività e i peggiori indici di liquidità
  
- 3) **Alioto**: ottiene un rating BB- (non investment grade, ma comunque in linea con la media delle imprese italiane) in quanto la normale rotazione dei capitali associata ad una struttura finanziaria conservativa e ad una robusta crescita dei mezzi propri consentono di bilanciare la minore redditività/produktività e i peggiori indici di liquidità
  
- 4) **Altri affiliati Ergon**: i dati medi degli altri affiliati Ergon mostrano un giudizio nella norma (BB+), in quanto i normali livelli di redditività e crescita associati ad una struttura finanziaria conservativa consentono di bilanciare la minore efficienza nella gestione dell'attivo e livelli di produttività e liquidità inferiori alla media di settore

Quindi in conclusione alla domanda: gli affiliati Ergono sono più o meno rischiosi rispetto alla media delle aziende che operano nel retail rispondiamo con questo grafico, relativo alla distribuzione del rischio (rating) fra queste due realtà operative

Questi i grafici relativi alla distribuzione dei rating delle 3.520 società appartenenti al comparto Dettaglio di alimentari e bevande (supermercati, ipermercati e discount) e alla distribuzione nell'ambito delle 100 società affiliate ad Ergon (comprehensive delle tre consorelle).



Come si vede dal raffronto dei due grafici il 47% delle società retail ha un rischio superiore alla media (da B+ in giù), contro un dato relativo al mondo Ergon pari al 40%, così come il 53% delle aziende ha un rischio minore a fronte di un dato relativo al mondo Ergon pari al 60%. Questo significa che le affiliate Ergon sono mediamente meno rischiose.

E' anche vero che se si osservano le realtà meno rischiose (da BBB- in su) si registra lo stesso valore % sia per il mondo retail in generale che per il mondo Ergon (30% di aziende), il che implica che è la fascia di rischio centrale (BB-/BB+) quella in cui gli affiliati Ergon si

posizionano con una maggiore presenza rispetto alla media delle imprese retail, rispetto all'area di rischio più pericolosa.

Genova, 24/01/2022

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