

POLITECNICO DI TORINO

IV Facoltà di Ingegneria

Corso di Laurea Specialistica in Ingegneria Gestionale

A.A. 2017/2018



TESI DI LAUREA

Analisi Economico - Finanziaria del Gruppo Piaggio

Relatore:

Prof. Carlo Cambini

Candidato:

Vincenzo Manzione

Indice

Introduzione

Capitolo 1

| | pag. |
|---|------|
| 1.1 Settore Costruzione mezzi di trasporto | 1 |
| 1.1.1 Definizione e modi del trasporto | 2 |
| 1.1.2 Le macro variabili della domanda dei mezzi di trasporto | 4 |
| 1.1.3 Descrizione del settore | 8 |
| 1.1.4 Situazione attuale del trasporto merci | 9 |
| 1.1.5 Situazione attuale del trasporto persone | 13 |
| 1.1.6 Dati immatricolazioni mezzi di trasporto e analisi | 15 |
| 1.2 Gruppo Piaggio | 20 |
| 1.2.1 Descrizione | 20 |
| 1.2.2 Quadro macroeconomico | 22 |
| 1.2.3 Scenario di mercato | 23 |
| 1.2.4 Strategia di business | 26 |
| 1.2.5 Analisi del titolo sui mercati finanziari | 27 |

Capitolo 2

| | |
|---|----|
| 2.1 Normalizzazione del bilancio - Dati input | 30 |
| 2.1.1 Schema dello stato patrimoniale | 31 |
| 2.1.2 Schema del conto economico | 32 |
| 2.2 Normalizzazione del bilancio del Gruppo Piaggio | 33 |
| 2.3 Normalizzazione del bilancio del settore C.M.T. | 35 |

Capitolo 3

| | |
|---|----|
| 3.1 Normalizzazione del bilancio - Dati output | 37 |
| 3.1.1 Output Gruppo Piaggio | 38 |
| 3.1.2 Output settore Costruzione mezzi di trasporto | 48 |

Capitolo 4

| | |
|--|-----|
| 4.1 Analisi tradizionale - patrimonio | |
| 4.1.1 Struttura patrimoniale | 58 |
| 4.1.2 Struttura per scadenza | 60 |
| 4.1.3 Struttura della liquidità | 63 |
| 4.1.4 Struttura passivo corrente | 66 |
| 4.1.5 Indici di rotazione | 68 |
| 4.1.6 Attivo immobilizzato | 70 |
| 4.1.7 Passivo permanente | 74 |
| 4.1.8 Indici di indebitamento | 77 |
| 4.2 Analisi tradizionale - reddito | |
| 4.2.1 Struttura della produzione | 81 |
| 4.2.2 Proventi e valore aggiunto | 83 |
| 4.2.3 Reddito operativo | 86 |
| 4.2.4 Formazione del profitto | 90 |
| 4.2.5 Analisi del ROI | 93 |
| 4.2.6 Analisi del ROE | 100 |
| 4.3 Analisi manageriale - finanza | |
| 4.3.1 Struttura del capitale | 107 |
| 4.3.2 Struttura fonti finanziarie | 112 |
| 4.3.3 Redditività del capitale | 115 |
| 4.3.4 Costo del capitale | 120 |
| 4.3.5 Autofinanziamento | 128 |
| 4.3.6 Struttura e copertura del fabbisogno finanziario | 131 |
| 4.4 Analisi manageriale - operativa | |
| 4.4.1 Mercato e prodotto | 134 |
| 4.4.2 Produttività | 137 |
| 4.4.3 Recupero del capitale | 141 |
| 4.4.4 Costo medio del lavoro | 144 |
| 4.4.5 Redditività operativa lorda | 148 |
| | |
| Conclusioni | 155 |
| | |
| Bibliografia e Webgrafia | 157 |

Introduzione

L'obiettivo che questa tesi si pone è quello di effettuare un'analisi economico-finanziaria del Gruppo Piaggio, il cui scopo è quello di valutare le prestazioni dell'azienda rispetto al suo settore di riferimento: Costruzione mezzi di trasporto. L'analisi è stata effettuata utilizzando i dati di bilancio del Gruppo Piaggio degli ultimi 4 anni, dal 2013 al 2016, tali dati sono stati inseriti nel programma di analisi SIM (Sistema Integrato Manageriale), il quale fornisce come output numerosi indici e grafici utili per svolgere un'analisi prestazionale. Per eseguire il confronto, lo stesso procedimento è stato fatto sui dati di bilancio, elaborati da Mediobanca, del settore di riferimento, tali dati sono costituiti da un'aggregazione di quelli di tutte le società italiane di grande e media dimensione operanti nel suddetto settore. Dopo aver ottenuto i risultati si è passati all'analisi vera e propria degli indici e dei grafici, sia per il Gruppo Piaggio che per il settore considerato, valutando se il comportamento del Gruppo fosse migliore, peggiore o allineato a quello della media del settore.

Prima di procedere è importante comprendere la natura del settore dei trasporti, alle cui dinamiche le imprese che si occupano della costruzione di mezzi di trasporto sono intrinsecamente correlate. E' opportuno, anzi necessario, considerare che quello dei mezzi di trasporto è un settore complesso e profondamente eterogeneo, che risponde a diversi bisogni ed è dipendente da diverse variabili. Un aereo, una nave, un treno, un autocarro, un'automobile, una moto, sono tutti mezzi di trasporto, ma è immediato intuire che la loro domanda di mercato e di conseguenza i volumi di produzione che le imprese costruttrici dovranno realizzare, risponde sì a dinamiche del mondo dei trasporti ma che sono notevolmente differenti sia da un punto di vista macroeconomico che microeconomico.

Capitolo 1

1.1 Settore Costruzione mezzi di trasporto

Il settore Costruzione mezzi di trasporto è un enorme aggregato che riguarda imprese molto differenti, tali imprese seppure italiane hanno tutte una dimensione internazionale e quindi l'export della produzione, che risponde alla domanda esterna, rappresenta una quota assolutamente rilevante. E' altresì estremamente difficile condurre un'analisi a livello mondiale circa la domanda di mezzi di trasporto e le relative quote di mercato di tutti i competitor per le differenti modalità del trasporto, ciò del resto esula dallo scopo di questa tesi è però importante, per avere una giusta chiave di lettura necessaria ad interpretare nel modo corretto i dati che si analizzeranno, comprendere quali siano i valori in termine di domanda relativi ai differenti mezzi di trasporto. Si è dunque scelto di fornire una fotografia della situazione nazionale, che pur non essendo assolutamente rappresentativa a livello mondiale, è indicativa per comprendere gli ordini di grandezza delle quote di utilizzo dei differenti mezzi di trasporto. Sarà quindi presentata a livello nazionale la situazione recente del trasporto di merci e passeggeri, saranno presentati dei dati di immatricolazioni e sarà fatto un focus sul mercato dei veicoli a due ruote e su quello automobilistico, che presentando dinamiche più vicine rispetto a quelle di un treno, un aereo o una nave, si presta meglio ad un confronto diretto. Dopo una presentazione delle macrovariabili della domanda dei mezzi di trasporto, del settore e delle sue caratteristiche, sarà presentato il Gruppo Piaggio, il suo contesto macroeconomico, i diversi mercati in cui è presente a livello mondiale, la sua strategia di business e l'evoluzione del prezzo del titolo sui mercati finanziari.

1.1.1 Definizione e modi del trasporto

Come anticipato nell'introduzione, nell'analisi del settore Costruzione mezzi di trasporto, è fondamentale prima di tutto definire cosa si intende per trasporto, iniziando dalla sua basilare definizione: "Il trasporto è un'attività umana che permette lo spostamento di persone, animali e merci da un luogo a un altro. Ha una notevole rilevanza economica e sociale perché permette lo scambio dei beni materiali e, tramite essi, favorisce il rapporto fra gli esseri umani. Va distinto dalla comunicazione delle informazioni, che non prevede lo spostamento fisico di persone o beni".

- Trasporti su strada

Il trasporto su strada, sviluppatosi fin dall'antichità grazie alla costruzione, per ragioni politiche e militari prima che economiche, delle reti stradali, ha avuto un decisivo impulso a partire dalla fine dell'Ottocento grazie all'introduzione degli autoveicoli per il trasporto di passeggeri e di merci (il 29 gennaio 1886, all'Ufficio Brevetti dell'Impero Germanico, Karl Benz depositò il brevetto della prima automobile mossa da un motore a scoppio). Come tutti i sistemi di trasporto a guida non vincolata, l'autoveicolo gode di notevole flessibilità di esercizio specialmente per la scelta degli itinerari da percorrere. Essa ha costituito una delle ragioni della sua rapida ed eccezionale diffusione, che nel Novecento ha fatto sì che il trasporto automobilistico togliesse a quello ferroviario il monopolio dei trasporti terrestri. Tuttavia i suoi limiti intrinseci, aggravati da un'inadeguata azione correttiva da parte delle autorità preposte alla pianificazione dei trasporti, hanno condotto, specialmente nei grandi centri urbani, a un insostenibile aumento dell'inquinamento chimico, della rumorosità, della congestione e degli incidenti. A tali problemi si cerca di porre rimedio con provvedimenti di riduzione forzata del traffico, specialmente nei centri storici, e col potenziamento dei sistemi di trasporto pubblico.

- Trasporti su rotaia

Nato a trazione animale (la prima tranvia a cavalli venne aperta in Inghilterra l'11 settembre 1795 a Crich, nel Derbyshire), il trasporto su rotaia si è sviluppato rapidamente durante la prima rivoluzione industriale (la prima ferrovia pubblica fu la Stockton & Darlington Railway, inaugurata nel Regno Unito nel 1825) assumendo, fino all'avvento del trasporto automobilistico e di quello aereo, una posizione di monopolio nel trasporto terrestre su distanze medio-lunghe. A seconda del tipo di domanda servita si distingue in trasporto su rotaia urbano (esercito dal tram e dalla metropolitana) ed extraurbano (ferrovia tradizionale e sistemi sperimentali ad alta velocità come le monorotaie). Il trasporto su rotaia, che si è aperto fin dall'introduzione della telegrafia all'uso di tecnologie avanzate per il controllo della circolazione, dopo una fase di declino conseguente allo sviluppo dei trasporti automobilistici e aerei in cui si riteneva prossima la sua scomparsa, a partire dalla seconda metà del Novecento ha iniziato il recupero di significative quote di mercato grazie all'elevamento delle velocità di missione e all'integrazione con gli altri modi del trasporto.

- Trasporti per vie d'acqua

Il trasporto per vie d'acqua naturali (oceani, mari, laghi e fiumi) e artificiali (canali navigabili) avviene tramite i natanti, tra cui le barche, le navi, le chiatte e altri mezzi ibridi come gli hovercraft, che sono accomunati dalla capacità di galleggiamento. Sorto nei tempi preistorici, il trasporto per vie d'acqua si sviluppò affidando la propulsione dapprima alle correnti, alla forza muscolare e all'azione del vento. La navigazione meccanica, con motore a vapore, fu introdotta alla fine del Settecento. Dall'Ottocento in poi si è diffusa la navigazione basata sulla propulsione con motori a combustione interna. Sono stati sperimentati altri tipi di propulsione, come quella nucleare, che ha avuto una certa diffusione nel naviglio militare. Dalla metà del Novecento in poi la propulsione muscolare e quella a vela sono utilizzate prevalentemente nel naviglio da diporto. Il trasporto per vie d'acqua, marittime o fluviali, sebbene lento è particolarmente adatto per il trasporto di grandi quantitativi di

particolari tipi di merci, essendo meno costoso del trasporto per via terrestre (stradale o ferroviario) e del trasporto aereo intercontinentale. Il trasporto marittimo su brevi distanze e il traghettamento rimangono essenziali nella navigazione di costa e per l'attraversamento di brevi bracci di mare.

- Trasporti aerei

Il trasporto per via aerea utilizza mezzi più leggeri (aerostati: mongolfiere e dirigibili) o più pesanti dell'aria (aeromobili: elicotteri, aeroplani, ...). La sua gestione si basa su terminali a terra (aeroporti) e su vie aeree (aviolinee). L'assistenza al volo, permessa dalle tecnologie elettroniche, si basa su sistemi di localizzazione dei mezzi e di comunicazione fra il personale di terra e gli equipaggi.

Diffusosi nel Novecento (il primo volo sostenuto e controllato di un mezzo motorizzato più pesante dell'aria con un essere umano a bordo è identificato con quello compiuto il 17 dicembre 1903 dal Flyer dei fratelli Orville e Wilbur Wright), il trasporto aereo si caratterizza per la grande velocità di missione e per il pesante impatto ambientale causato dal rumore (specialmente in fase di decollo e di atterraggio) e dall'elevato consumo energetico causato dalla necessità del sostentamento in aria.

1.1.2 Le macro variabili della domanda dei mezzi trasporto

- L'andamento dell'economia

Se è vero che i trasporti svolgono un ruolo importante nella crescita economica e nel processo di globalizzazione, è anche vera l'implicazione inversa; l'andamento economico di uno stato è una variabile che influisce fortemente sulla domanda dei mezzi di trasporto. In Italia nel 1955, ovvero nel periodo del secondo dopoguerra, la Fiat 600 è stata l'auto simbolo della ripresa economica, il costo era di 590.000 lire, il salario medio di un operaio era di 43.000 lire, 1 kg di pane costava 150 lire ed 1 litro di benzina 138 lire. Ne sono stati venduti 5 milioni di unità di cui 2,7 soltanto in Italia.

La 600 fu l'utilitaria del boom economico, dell'Italia che si lasciava alle spalle gli orrori della guerra e decideva di ripartire, di guardare con fiducia al futuro. L'aumento del reddito delle famiglie non solo spinge fortemente all'acquisto di mezzi di trasporto privati ma incide anche sulla tipologia del mezzo di trasporto scelto. Durante i periodi di recessione, ad esempio, in termini assoluti ovviamente diminuisce la domanda di mezzi di trasporto ma in termini relativi aumenta quella di mezzi non solo più economici nel prezzo di acquisto, ma anche più parchi nei consumi e nei costi di gestione, non a caso, nella prima metà del '900 caratterizzata da due guerre mondiali, la motocicletta è stato il mezzo utilitario di trasporto per eccellenza. Per quanto riguarda il trasporto merci e di conseguenza la domanda di mezzi di trasporto ad esso adibito, la situazione è analoga; un'economia in espansione è caratterizzata da un aumento della produzione e un aumento dei volumi di produzione è correlato positivamente ad un aumento degli scambi di tutti i jobs della filiera produttiva; dalle materie prime, ai semilavorati, ai prodotti finiti.

- Il territorio e il contesto

La morfologia e l'estensione di un territorio sono anch'essi elementi che determinano significativamente la domanda di una determinata tipologia di mezzi di trasporto in un determinato territorio. Un ambiente in cui sono presenti fiumi navigabili, ad esempio, sarà idoneo al trasporto fluviale sfruttandone i peculiari vantaggi come i bassi costi per il trasporto, la buona sicurezza per le merci, il minor inquinamento ambientale, la riduzione del traffico stradale e la maggior sicurezza anche per i trasporti pericolosi. Territori poco estesi faranno un largo uso del trasporto su gomma o su rotaia, mentre in territori più vasti l'utilizzo di aeromobili sarà di maggiore importanza. In una distanza relativamente breve come il tratto Milano-Roma, che in linea d'aria è di 475 km, l'introduzione della linea ferroviaria ad alta velocità permette di coprire attualmente tale distanza in poco meno di 3 ore, e Trenitalia promette di comprimere ulteriormente il tempo fino a 2 ore e 20 minuti. Questi dati sono rilevanti perché la crisi Alitalia oltre alle tante e differenti problematiche, ha subito negli ultimi anni anche una consistente flessione dei ricavi, dovuta alla concorrenza dell'alta velocità ferroviaria che ha eroso

fortemente la domanda di viaggiatori su tale tratta in quanto i costi e i tempi fissi dell'aereo (check-in, limite bagaglio, distanza aeroporto – centro urbano) rendono l'utilizzo del treno preferibile in molti casi. In un territorio più vasto invece, come ad esempio quello degli U.S.A, l'aereo continua ad essere difficilmente sostituibile anche in un'ottica di trasporto nazionale. Un'ulteriore conferma di quanto il territorio possa influire sulla domanda di mezzi è dato dalla peculiare situazione della città di Genova che anche nel 2016 si conferma la città italiana con il maggior numero di due ruote rispetto al numero di abitanti, oltre 205 mila secondo i dati di Ancma, l'associazione nazionale dei produttori di motocicli e accessori. La domanda a questo punto si palesa spontaneamente: “Perché?”. La risposta è che Genova oltre ad essere un contesto urbano ad alta densità abitativa, e quindi a soffrire di problematiche comuni a contesti del genere come la congestione del traffico e la cronica mancanza di parcheggi, ha anche una particolare conformazione territoriale caratterizzata da continue salite, ciò spinge le famiglie a motorizzarsi anche per brevi spostamenti ed i veicoli a due ruote sono indubbiamente i più idonei nel soddisfare questo bisogno.

- La politica economica e il quadro normativo

Le scelte di uno stato in termini di investimenti condizionano profondamente e strategicamente l'economia in generale e nello specifico quella dei mezzi di trasporto, essendo delle spese difficilmente sostenibili per le imprese private, la presenza e la tipologia delle infrastrutture di trasporto (piste ciclabili, strade, ferrovie, porti, aeroporti) in un determinato territorio si ripercuoterà inevitabilmente sui mezzi di trasporto utilizzabili per lo spostamento di merci e persone. Anche l'entità e la tipologia di tassazioni scelte sarà fonte di un indirizzamento della domanda di mezzi di trasporto, ad esempio la tassa di circolazione deprime fortemente l'acquisto di veicoli ad elevata potenza alimentati ad idrocarburi e stimola l'acquisto di veicoli alimentati elettricamente, a metano o a GPL. Uno stato può inoltre decidere di fornire degli incentivi di acquisto rivolti a determinate categorie di veicoli. Altresì è importante il quadro normativo, ad esempio nel mercato dei ciclomotori (veicoli a due ruote di cilindrata inferiore ai 50 centimetri cubici) l'introduzione della necessità del patentino

unito all'aumento delle tariffe assicurative, ha influito negativamente sulla domanda degli stessi in quanto comporta un costo in più da sostenere da parte delle famiglie.

- Costo dell'energia e in particolar modo il prezzo del greggio

La comprensione della relazione tra i prezzi del petrolio e i costi di trasporto è fondamentale per valutare l'impatto sulle attività di trasporto. L'analisi comparativa condotta da uno studio presentato dal Parlamento europeo ha permesso di trarre le seguenti conclusioni:

- Per il trasporto di merci su strada, i costi del combustibile rappresentano uno degli elementi più importanti (unitamente al costo del lavoro), ma anche uno dei più variabili da paese a paese.
- Per il settore del trasporto di merci su rotaia, i dati disponibili sull'impatto dei costi energetici sono fortemente aggregati ed è pertanto estremamente difficile fare delle stime confrontabili: tuttavia, i costi energetici non vengono in genere considerati come una componente importante dei costi d'esercizio dei trasporti ferroviari.
- Nel settore aereo, i costi del combustibile, considerati come percentuale dei costi d'esercizio complessivi, sono in continuo aumento.
- Per quanto riguarda il settore marittimo, la percentuale dei costi del carburante rispetto ai costi d'esercizio giornalieri di una nave può essere considerevole: i valori stimati per un corridoio rappresentativo sono attorno al 30%, e arrivano al 50% con un prezzo del petrolio di 100 dollari al barile.

La tabella sottostante presenta un quadro sintetico degli elementi summenzionati e definisce le relazioni tra il prezzo del petrolio e i suoi effetti sui costi dei trasporti. Nell'ultima colonna, vengono illustrati gli effetti stimati di un raddoppiamento del prezzo del greggio sul costo di trasporto delle merci.

Relazione tra i costi di trasporto e il prezzo del greggio

| | Dipendenza dei costi dei combustibili dal prezzo del greggio | Percentuale dei costi energetici rispetto ai costi di trasporto complessivi | Effetto del raddoppiamento del prezzo del greggio sui costi di trasporto |
|---|--|---|--|
| Trasporto stradale merci | 40% | 25% | 10% |
| Trasporto ferroviario merci - diesel | 40% | 27% | 10% |
| Trasporto ferroviario merci - elettrico | 15% | 12% | 2% |
| Navigazione interna | 100% | 25% | 25% |
| Trasporto marittimo | 100% | 50% | 50% |
| Trasporto aereo | 100% | 33% | 33% |

- Le problematiche ambientali

L'utilizzo dei mezzi di trasporto ha un pesante impatto ambientale, una riduzione dell'inquinamento e degli altri danni provocati dal trasporto può essere ottenuta anche riducendo la quantità di trasporto che viene consumata. Il trasporto infatti genera danni che hanno un costo ingente per la società e per l'economia, e che vengono denominati costi esterni del sistema dei trasporti. La crescente presa di coscienza del problema, che comprende anche l'incidentalità, ha spinto i decisori politici nazionali e sovranazionali a studiare e promulgare atti normativi, di pianificazione e di prescrizione, volti a promuovere l'utilizzo dei modi di trasporto meno dannosi per l'ambiente e a sostenere di riflesso una riorganizzazione sociale ed economica che elimini o riduca le cause che generano la domanda di trasporto con modi più inquinanti.

1.1.3 Descrizione del settore

In Italia sono presenti imprese costruttrici di mezzi relativi a tutte le principali tipologie di trasporto precedentemente elencate, molte di queste occupano posizioni da leader nel comparto dei veicoli a due ruote, automobilistico e navale, e si ha una discreta produzione di mezzi aerei rappresentata soprattutto dalla divisione Alenia Aermacchi dell'azienda Leonardo (ex Finmeccanica), e nel settore dei veicoli ferroviari

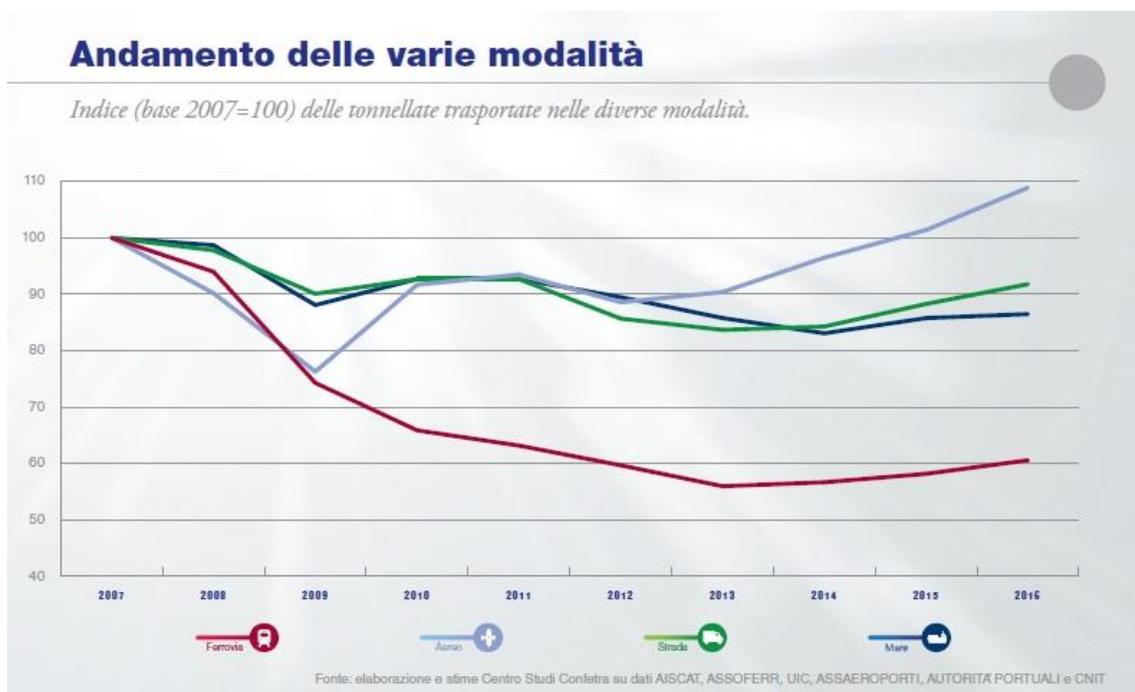
soprattutto con la Hitachi Rail Italy (derivante dall'azienda AnsaldoBreda), e dalla Bombardier Transportation Italy.

L'intero settore Costruzione mezzi di trasporto è caratterizzato da processi produttivi che richiedono un'intensità di capitale medio alta, tale parametro può essere espresso dal rapporto (Totale attivo / Ricavi netti) e rappresenta il totale delle risorse per produrre un'unità di vendita in termini monetari. Il totale attivo dell'intero settore Costruzione mezzi di trasporto al netto degli ammortamenti, nel 2016 è stato pari ad un valore di circa 91 miliardi di euro, nel 2009 (l'anno dei pieni effetti della recessione) era di circa 77 miliardi di euro, quindi si è avuto un aumento delle risorse pari al 18%, un netto segnale non solo di ripresa del settore ma anche di ripresa economica in generale, avendo discusso nel paragrafo 1.1.2 la correlazione positiva che esiste tra l'andamento economico generale ed il settore in questione. L'indice in questione (2016) per l'intero settore è pari a circa 1,2 che è lo stesso valore del Gruppo Piaggio, il quale quindi si dimostra essere perfettamente in linea con quello medio del settore di appartenenza. Per quanto riguarda l'integrazione verticale, ovvero la misura in cui l'azienda ricorre al mercato per i beni e/o servizi necessari alla produzione, mentre per l'intero settore di ha un risultato (Valore aggiunto / Proventi operativi) pari al 15%, per il Gruppo Piaggio si ha un valore del 21%, questo vuol dire che rispetto alla media del settore il Gruppo Piaggio è più integrato verticalmente, quindi ha una maggiore produzione interna e quindi fa un minore ricorso al mercato. Tramite questo approccio strategico, la compagnia può godere di molti benefici: il controllo dei processi e delle fonti, la riduzione dei rischi di stockout delle scorte, l'impiego degli slack di capacità produttiva, l'eliminazione dei contrasti con i fornitori, una maggiore personalizzazione dei prodotti e/o dei servizi erogati, lo sfruttamento di economia di scala e la conservazione del talento organizzativo.

1.1.4 Situazione attuale del trasporto merci

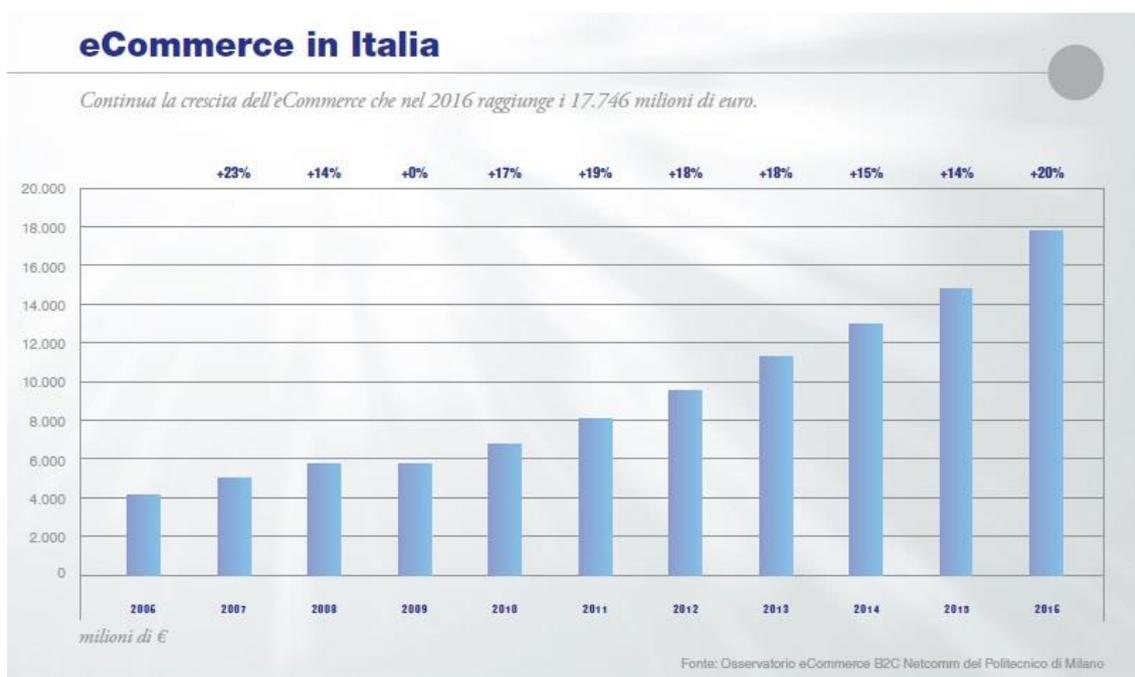
A livello nazionale una sintetica ed esaustiva panoramica può essere realizzata partendo dall'analisi dei dati di uno studio della Confederazione Generale Italiana dei Trasporti e della Logistica relativo all'anno 2016, che evidenzia una lenta ma costante ripresa nel

settore del trasporto merci. Per il terzo anno consecutivo l'andamento del traffico sale per tutte le modalità, anche se solo l'aereo si posiziona a livelli decisamente superiori rispetto a quelli pre-crisi del 2007.



Questo perché la velocità di approvvigionamento e l'economicità del servizio hanno reso in breve tempo il trasporto merci aereo quello con il maggior incremento percentuale, anche dato l'enorme aumento nelle flotte aeree low-cost e la diminuzione del costo del carburante. Ciò che può viaggiare nella stiva di un aereo, ossia piccoli elementi di ricambistica, leggeri e dall'alto valore economico, sono trasportati in breve tempo e con gran risparmio sui costi, soddisfacendo la maggior parte della clientela business. Ciò è dovuto per la gran parte alla liberalizzazione delle tratte e della concorrenza. Di solito il trasporto merci aereo è legato a tipologie merceologiche pregiate, che subiscono anche un incremento di valore aggiunto in seguito alla brevità, alla sicurezza ed all'efficienza del viaggio. Bagagli, posta, merci sono le categorie maggiormente interessate dal servizio, che vengono stivate nella parte inferiore dell'aereo, sotto il pavimento, andando così a completare l'utilizzo dell'aereo. Se cresce la produzione ed il consumo di merci pregiate e di valore, cresce anche la necessità di

creare un sistema di trasporto aereo delle merci separato da quello dei passeggeri, che è attualmente decisamente minore come valore assoluto dal punto di vista quantitativo. Un tale incremento del trasporto merci aereo è legato a due fattori in particolare, ossia all'aumento delle quantità di merci da trasportare e all'aumento delle distanze. Del resto, la produzione e il commercio sono incrementate dalla facilità di scambio, cioè di trasporto, e sono quindi l'effetto, oltre che la causa, pensando alla notevole estensione dei tragitti tra cui si verificano gli scambi: dall'Europa all'America, dall'Estremo Oriente all'Africa. Molto dell'aumento del trasporto di merci sia per quanto riguarda il traffico aereo che il traffico su gomma, nel caso particolare quello dei corrieri, è dovuto all'esponentiale aumento dell'e-commerce in questi ultimi anni.



Se a livello di aumento percentuale il trasporto aereo è quello che è cresciuto in modo più consistente, per quanto riguarda i valori assoluti le quote maggiori continuano ad appartenere al trasporto su gomma ed a quello marittimo e le quote modali (stime di Confcommercio) in prospettiva confermano la struttura del 2013 (tab. sottostante). Occorre sottolineare che la metrica adottata in questa nota valuta le tonnellate-chilometro trasportate da qualsiasi modalità sul territorio nazionale, comprese le acque

territoriali. Quindi, rispetto alla rappresentazione del Conto Nazionale delle Infrastrutture e dei Trasporti (CNIT), che, nel presentare la composizione modale del traffico interno di merci valuta il solo traffico marittimo di cabotaggio, le stime in questione includono nel traffico via mare anche il trasporto effettuato nei tratti di acque territoriali percorsi dalle navi provenienti dall'estero, in analogia con i conteggi effettuati per la gomma e la ferrovia (mentre Eurostat esclude del tutto il traffico via mare). Come si vede dalla tabella, le quote modali appaiono equilibrate, depotenziando l'idea, davvero preconcepita, del traffico merci equivalente al traffico su gomma.

Trasporto di merci per modalità

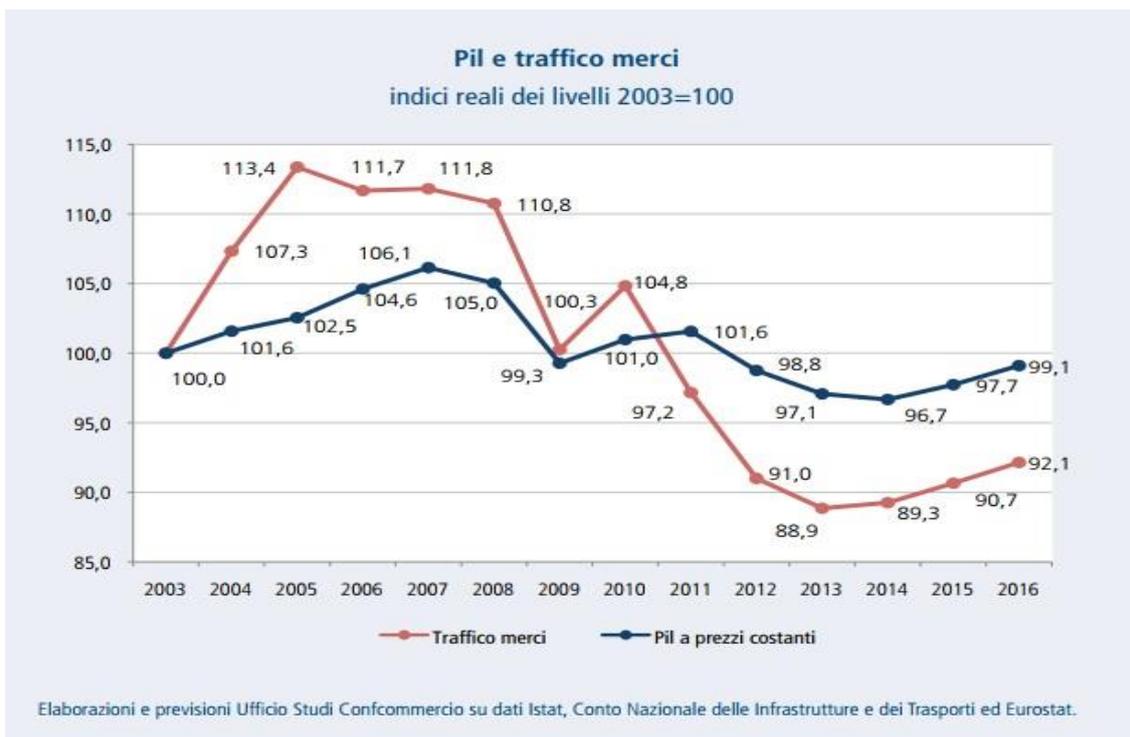
quote % e livelli assoluti

| | 2003 | 2007 | 2013 | 2013 da CNIT | 2013 da Eurostat | 2016 |
|--------------------------|-------|-------|-------|--------------|------------------|-------|
| Gomma | 50,2 | 49,5 | 47,3 | 60,2 | 86,9 | 47,3 |
| Ferro | 5,4 | 6,1 | 5,7 | 11,4 | 13,0 | 5,8 |
| Mare | 44,4 | 44,4 | 46,9 | 27,8 | - | 46,9 |
| Aereo | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,6 | - | 0,1 |
| Altro* | - | - | - | 0,1 | 0,1 | - |
| Totale | 100,0 | 100,0 | 100,0 | 100,0 | 100,0 | 100,0 |
| Totale (mld t-km) | 373,4 | 417,5 | 331,8 | 170,5 | 146,4 | 344,1 |

* navigazione interna, esclusi oleodotti.

Elaborazioni e previsioni Ufficio Studi Confcommercio su dati Istat, Conto Nazionale delle Infrastrutture e dei Trasporti ed Eurostat.

L'ultimo studio disponibile effettuato da Confcommercio, relativo all'anno 2015, evidenzia inoltre come sia intrinsecamente connessa la correlazione tra l'andamento economico ed il traffico di merci e come le variazioni di quest'ultimo rispetto al Pil siano amplificate per sovrastime e/o sottostime della domanda futura, che si ripercuotono sull'entità delle scorte, ma anche per il crescente fenomeno di delocalizzazione della produzione.



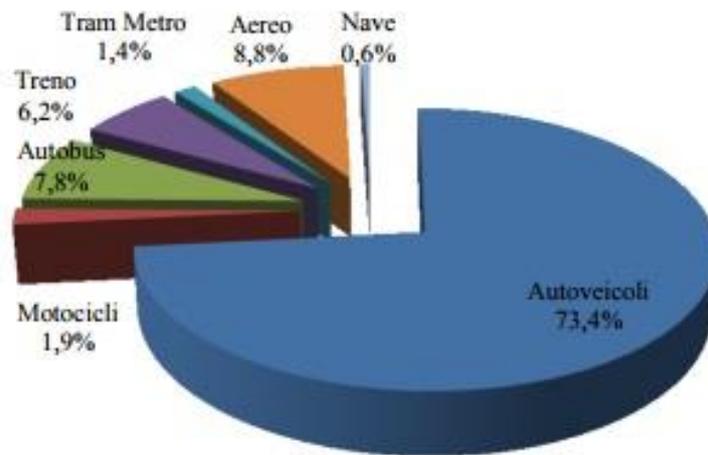
1.1.5 Situazione attuale del trasporto persone

Per quando riguarda il trasporto di persone gli italiani preferiscono nettamente l'auto, a sorpresa nel 14esimo rapporto del centro studi Isfort (Istituto Superiore di Formazione e Ricerca per i Trasporti) sulla mobilità emerge che: gli spostamenti degli italiani sono in calo, cresce ancora l'uso dell'auto privata ai danni del trasporto pubblico e quindi dell'ambiente. Nel 2016 gli italiani hanno passato 40 milioni di ore in strada per i loro spostamenti. Sempre secondo il rapporto di Isfort, negli ultimi 15 anni, la domanda complessiva di mobilità, in Italia, si è contratta del 15,2% e anche il numero dei passeggeri-chilometro totali è diminuito (rispetto al 2008) del 23,9% (da 1.561 a 1.188 milioni di passeggeri al km nel 2016). Si è ridotta la mobilità anche per effetto della crisi, tuttavia è aumentata la quota di trasporto sul mezzo privato automobilistico.

Riguardo alla mobilità sostenibile, nonostante il significativo miglioramento registrato nel 2016, i mezzi più ecologici (piedi, bici, trasporto pubblico) perdono oltre sei punti di quota modale tra il 2002 e il 2016 (passando dal 37,2% al 31,1%). Resta invariata dunque la passione degli italiani per l'automobile al netto delle crisi ambientali e dei continui inviti della UE affinché si riduca l'inquinamento dell'aria nelle aree urbane. Il mercato delle vendite di auto è risultato in significativa crescita nel 2016,

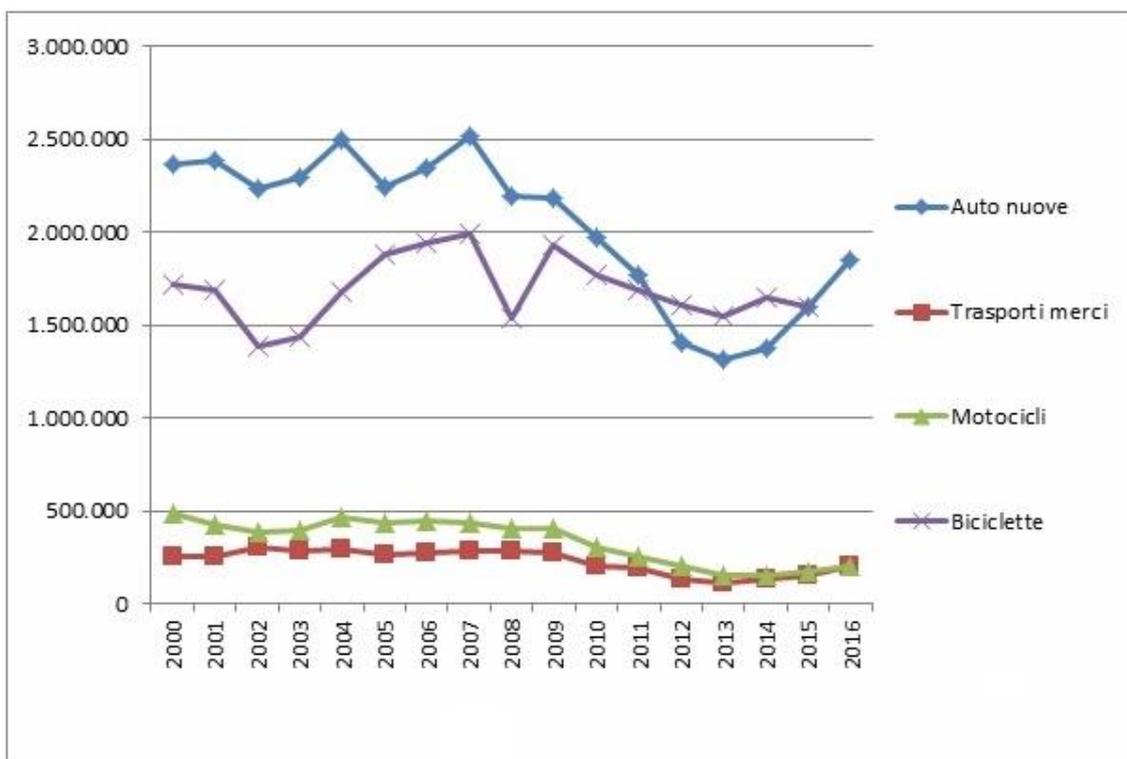
raggiungendo quasi i 38 milioni di veicoli con un tasso di motorizzazione pari a 62,4 ogni 100 abitanti. Nel frattempo, il mercato del trasporto pubblico urbano rimane molto squilibrato, in particolare nelle aree metropolitane. L'analisi evidenzia il nodo strutturale della "carenza di adeguati servizi ferroviari" nel trasporto delle aree urbane rispetto al resto dell'Europa. Confronto che fa emergere un enorme divario di efficienza e produttività: politiche integrate dell'offerta dei servizi e delle tariffe sono praticamente assenti sia nelle aree urbane che in quelle extra-urbane; le più grandi aziende di trasporto pubblico (ad esempio Atac di Roma) sono in perenne crisi tecnico/economica. In Europa negli ultimi decenni la liberalizzazione del settore e l'adozione di meccanismi competitivi per l'affidamento dei servizi ha potenziato e migliorato l'offerta di trasporti pubblici e reso efficiente la spesa pubblica nel settore. La situazione italiana si caratterizza invece per l'assenza di meccanismi competitivi nell'affidamento dei servizi di trasporto pubblico sia per autobus urbani ed extra-urbani che per i treni regionali: le competenze istituzionali restano troppo frammentate senza nessuna regia capace di ottimizzare la spesa pubblica del comparto. L'inerzia amministrativa e consociativa del regolatore pubblico prevale sulla necessità di cambiamento e di innovazione del sistema dei trasporti. La sorpresa dei dati elaborati dall'Isfort sta anche nel fatto che in molte città si è dato vita ad una vera e propria offensiva in favore del trasporto sostenibile con il lancio di massicci (e costosi) sistemi di bike-sharing, nuove aree pedonalizzate, il lancio del car-sharing e l'introduzione di pedaggi per l'ingresso nei centri urbani. La squilibrata ripartizione modale a favore della gomma (ciò vale anche per le merci), che distingue la mobilità italiana da quella degli altri Paesi europei, si ripercuote sull'ambiente, sul reddito delle famiglie italiane oltre che sulla vivibilità in città.

Il grafico sottostante, ricavato dai dati del "Rapporto annuale del parlamento 2016", evidenzia la netta predominanza nell'utilizzo dell'auto come mezzo di trasporto persone.



1.1.6 Dati immatricolazioni mezzi di trasporto e analisi

Dai dati del sito web del Dipartimento per la programmazione e il coordinamento della politica economica, è possibile ricavare un grafico circa il numero di immatricolazioni di mezzi di trasporto, dove si evince ancora una volta la predominanza dell'automobile e la sua elevata dipendenza e reattività rispetto all'andamento economico del paese, questo vuol dire che a differenza degli altri mezzi, l'automobile risente più di tutti dello stato di fiducia dei consumatori e questo si traduce in un crollo delle immatricolazioni sensibile in caso di recessione (di circa il 50% in 5 anni) e di un repentino aumento ai primi segnali di crescita economica. Anche i veicoli a due ruote risentono fortemente dell'andamento economico ma rispetto all'auto hanno una minore reattività alle variazioni del PIL.



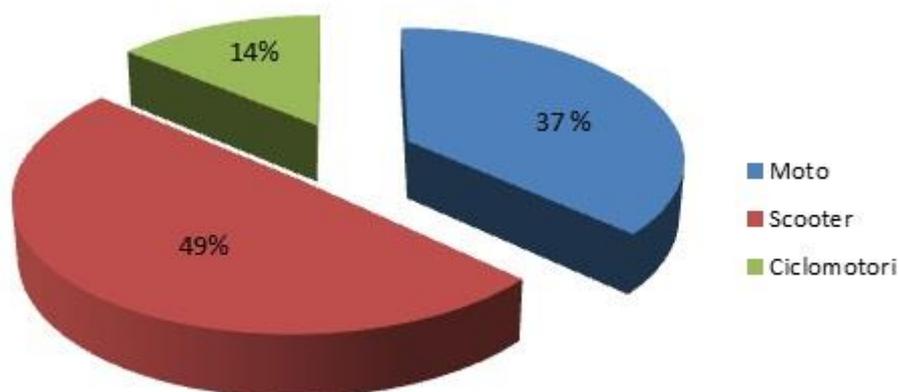
Focalizzandosi sul mercato dell'automobile, essendo quello più importante in termini di volumi di produzione, secondo i dati di "Panorama Auto" il mercato italiano si conferma come 4° mercato dell'UE dopo Germania, Regno Unito e Francia, chiudendo il 2016 con un 1 milione 824.968 vetture immatricolate, ed aumento del 15,82% rispetto al 2015, pur scontando ancora un gap pesante, in termini di volumi di vendite, rispetto ai livelli precedenti alla crisi, pari 2 milioni e 494.115 di unità immatricolate nel corso del 2007. I dati riguardanti le 10 auto più vendute in Italia nel 2016, rappresentano una chiara fotografia delle preferenze degli automobilisti. Le utilitarie risultano le più vendute con le citycar che guidano la graduatoria. Fiat Panda è per distacco l'auto più venduta in Italia da diversi anni, raggiungendo nel 2016 la cifra di 147.291 esemplari immatricolati, la Lancia Ypsilon conserva il secondo posto a quota 65.655 unità, e al terzo gradino del podio c'è la Fiat 500L che raggiunge le 54.709 immatricolazioni. Ben 6 modelli della top ten appartengono al gruppo FCA.

E' ora opportuno conoscere i dati delle immatricolazioni dei motocicli e dei ciclomotori, essendo il "core business" del Gruppo Piaggio, e capire in termini quantitativi come si rapporti rispetto al mercato dell'automobile che è il mezzo di trasporto più rappresentativo nell'utilizzo del trasporto persone. Come si era già anticipato, il volume

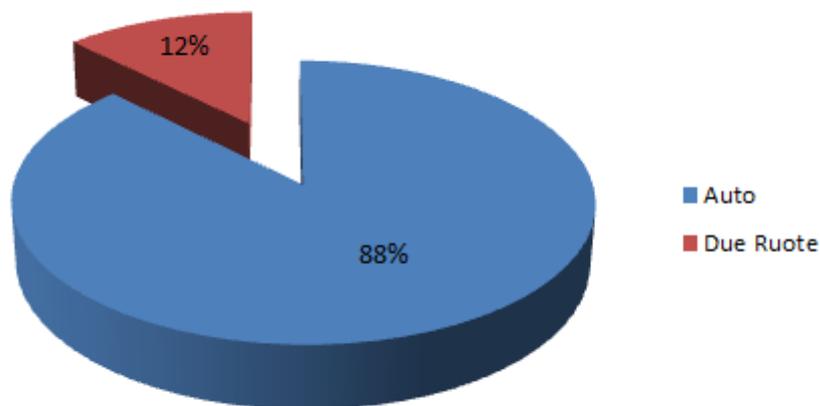
di vendita dei mezzi a due ruote è decisamente più ridotto di quello automobilistico, a parità di periodo (2016) rispetto a quello delle vendite automobilistiche, analizzando i dati delle immatricolazioni messi a disposizione sul sito “moto.it”, si evince che il 2016 ha totalizzato immatricolazioni per 193.814 unità, un aumento pari al 13,3% rispetto ai volumi del 2015. Gli scooter confermano la quota di mercato maggiore, salendo a 117.878 unità, con un aumento pari all’ 8,5% rispetto al 2015. Più importante l’incremento delle moto, le cui immatricolazioni sono passate a 75.936 unità, aumentando del 21,5%. Lieve la flessione patita dai ciclomotori, scesi a 23.249 veicoli registrati, ovvero -0,6%, e arrivati a una dimensione forse stabilizzata e certamente lontanissima dai volumi del passato, quando le normative su patenti e casco, e i costi assicurativi, erano assai diversi e ne favorivano la diffusione.

Mentre nelle vendite dell’auto la Fiat occupa tutte e tre le posizioni del podio, nel mercato delle moto invece il Gruppo Piaggio è presente soltanto alla 20° posizione con il modello “V7 Stone” di Moto Guzzi con 734 unità (la prima posizione è occupata dal modello “R 1200 GS” di BMW con 3.329 unità) mentre nel mercato degli scooter raggiunge la 5° posizione con il modello “Piaggio Beverly 300” con 4.421 unità (la prima posizione è occupata dal modello “SH 150” di Honda con 8.586 unità).

Come si era già anticipato nel paragrafo 1.1.5, il volume di vendita dei mezzi a due ruote è decisamente inferiore rispetto a quello automobilistico, graficamente lo scenario delle rispettive quote delle immatricolazioni italiane per i veicoli a due ruote nell’anno 2016 è il seguente:



Lo scenario delle quote tra le automobili ed i veicoli a due ruote immatricolati in Italia nel 2016 è il seguente:



E' lecito, a questo punto, chiedersi quale fosse la situazione dieci anni fa per comprendere se questa enorme differenza sia peculiare del periodo attuale oppure sia simile ai livelli pre crisi. Nel 2006 le automobili immatricolate sono state 2.321.099 (fonte "Sole 24 Ore") mentre sono stati immatricolati 446.767 veicoli a due ruote (fonte "dueruote.it"). E' dunque evidente una forte flessione generale, con il settore automobilistico che segna una perdita in immatricolazioni del 21% e quello delle due ruote che segna una perdita in volumi pari al doppio: 42%, facendo emergere la natura di un bene, quello delle due ruote, che in parte risponde più ad una domanda di carattere ludico che di utilità.

Come anticipato nel paragrafo 1.1.2, nel secondo dopoguerra l'industria motociclistica italiana fu tra i settori maggiormente attivi, spronata dalle impellenti esigenze di autonoma locomozione, dettate dall'enorme opera di ricostruzione nazionale, tanto da portare l'Italia a diventare l'indiscusso leader mondiale. Nel Motomondiale 1957, tutte le classi erano state conquistate da case italiane: la classe 125 dalla Mondial, la classe 250 dalla MV Agusta, la classe 350 dalla Moto Guzzi e la classe 500 dalla Gilera. Dopo un decennio di grande prosperità e di crescita esponenziale, il comparto della produzione motociclistica iniziò ad avvertire qualche battuta d'arresto, provocata dalla neonata motorizzazione di massa automobilistica, cui la FIAT aveva dato inizio con il

modello "600" che conobbe una straordinaria diffusione. Ma era solo la punta dell'iceberg di una radicale trasformazione che avrebbe portato l'Italia e tutta l'Europa alla generale adozione dell'automobile. Questa dinamica di mercato è fondamentale perché ha ridimensionato fortemente la domanda dei veicoli a due ruote, ponendo fine a gloriose imprese del settore come Moto Laverda, Mondial, Bianchi, Garelli, Malaguti ed in generale riducendo la numerosità delle case motociclistiche da 213 alle attuali 23, considerando poi che il Gruppo Piaggio ne accorpa 4 di queste, quelle indipendenti sarebbero dunque 20. Inoltre è cambiato il bisogno di fondo che spinge ad acquistare un veicolo a due ruote, e ciò è evidente dalle rispettive quote di vendita delle varie tipologie di motocicli e ciclomotori. Oggi la moto è passata da essere un bene utilitaristico ad un bene non più necessario, che appaga soltanto una passione ed un bisogno ludico. Il veicolo a due ruote che conserva una dimensione di utilità è lo scooter che grazie alla sua comodità e facilità di guida, dovuta soprattutto al cambio automatico, è diventato un mezzo di trasporto necessario nei contesti urbani ad alta densità di popolazione, riuscendo ad attenuare significativamente i disagi creati del traffico e della poca disponibilità di parcheggi, come appunto suggerito dai dati di immatricolazione degli scooter (a cui si somma anche quella dei ciclomotori che sono per la quasi totalità degli scooter di cilindrata inferiore ai 50 cc) che rappresentano oltre il 60% di tutta la domanda dei mezzi a due ruote.

1.2 Gruppo Piaggio

1.2.1 Descrizione

Il Gruppo Piaggio è un produttore italiano di veicoli a due ruote a motore e veicoli commerciali, nonché il più grande costruttore europeo di veicoli motorizzati a due ruote e uno dei principali player mondiali in tale settore, oltre ad essere presente a livello internazionale nel settore dei veicoli commerciali.

Fondato nel 1884, è oggi controllato dall'holding industriale IMMSI S.p.A. che è quotata sulla Borsa Italiana.

La società è quotata presso la Borsa valori di Milano nell'indice FTSE Italia Mid Cap.

- Descrizione dei brand del gruppo



Ape è un marchio con oltre sessant'anni di storia e di successi, riconosciuto in Europa e nel mondo come sinonimo di trasporto leggero, maneggevole e versatile, tanto da rendere Piaggio leader assoluto di mercato in India in questo specifico segmento di prodotto.



Aprilia è nata con le corse ed è la vera bandiera sportiva per il Gruppo Piaggio. Con 294 Gran Premi conquistati nel Motomondiale, Aprilia detiene il record di vittorie tra i costruttori europei nella storia della massima competizione motociclistica. Nel mondiale SBK Aprilia ha conquistato 41 vittorie e 89 podi. A questi si aggiungono ben 54 titoli mondiali: 38 nel Motomondiale (20 nella 125 e 18 nella 250), 7 in Superbike (doppietta Piloti e Costruttori nel 2010, 2012 e 2014, Costruttori nel 2013) e 9 nelle discipline Off Road (7 nelle Supermoto e 2 nel Trial).



Derbi è il primo passo nel mondo delle moto per molte generazioni di giovani. Sinonimo di competizione, Derbi ha

conquistato 21 titoli mondiali interpretando una filosofia motociclistica ispirata al mondo dello sport, dell'avventura e del divertimento.



Gilera, la marca italiana sportiva ed elegante, crea veicoli premium per stile, prestazioni e tecnologia. Gilera si focalizza su un target giovane e sportivo alla ricerca di veicoli performanti e dal design dinamico e distintivo per soddisfare il bisogno di mobilità con soluzioni tecniche evolute capaci di garantire il massimo piacere di guida.



Moto Guzzi è uno dei marchi motociclistici più conosciuti al mondo, con appassionati e club in ogni angolo del pianeta. Fondata nel 1921, Moto Guzzi è parte della storia della moto italiana e mondiale, forte di un percorso che si snoda ininterrotto da oltre 90 anni, partendo dal mitico stabilimento di Mandello del Lario dove il “Marchio dell’Aquila” nacque nel 1921. Moto Guzzi si è imposta nel tempo grazie a motociclette di straordinaria affidabilità, divenute celebri grazie a raid internazionali e imprese sportive di vertice. La gamma attuale di Moto Guzzi include motociclette tourer, enduro stradali, custom e naked da 750 a 1.400cc di cilindrata, tutte caratterizzate dall’utilizzo di motori bicilindrici a V di 90° con trasmissione finale a cardano.



Piaggio è il marchio che rappresenta la libertà nella vita quotidiana. Offre una gamma completa di soluzioni originali, creative e intelligenti per la mobilità metropolitana, all’insegna di uno stile esclusivo ed elegante. Vicina ai bisogni del cliente, Piaggio è guidata dai driver dell’innovazione tecnologica, della sicurezza e del rispetto dell’ambiente. Piaggio è leader della mobilità leggera su due ruote in Europa e Stati Uniti. Forte di questo primato, della sua storia e del valore del proprio brand, sta sviluppando importanti investimenti per rispondere alle nuove esigenze di mobilità dei grandi mercati asiatici.



Piaggio Veicoli Commerciali vuole essere il partner di riferimento per tutti i clienti che, ogni giorno, hanno l'esigenza di un veicolo in grado di soddisfare il bisogno di mobilità professionale e commerciale, offrendo una gamma di prodotti di veicoli commerciali caratterizzati da compattezza, agilità, grande capacità di carico ed eco-compatibilità.



Scarabeo rappresenta uno dei marchi premium del Gruppo Piaggio. Design inconfondibile, comfort unico ed innovazione tecnologica sono i driver del brand che rappresenta un "fenomeno" di tendenza italiano tra i giovani e il più esclusivo degli scooter a ruota alta.



Vespa è espressione di uno stile di vita unico e distintivo. Il suo successo intramontabile è legato allo straordinario patrimonio storico, simbolico e iconografico. Vespa è l'icona della mobilità su due ruote, il marchio che ha "inventato" il concetto di scooter, ricco di uno straordinario capitale di valori legati all'italianità, alla gioia di vivere, al gusto delle cose belle. Forte dell'eredità della sua storia, Vespa può vantare un'anima vintage e moderna allo stesso tempo, una diffusione senza eguali nel mondo ed una immagine costante in tutti i mercati dove è presente.

In Europa come in Asia, passando per l'America, Vespa è lo scooter esclusivo, elegante, "Made in Italy".

1.2.2 Quadro macroeconomico

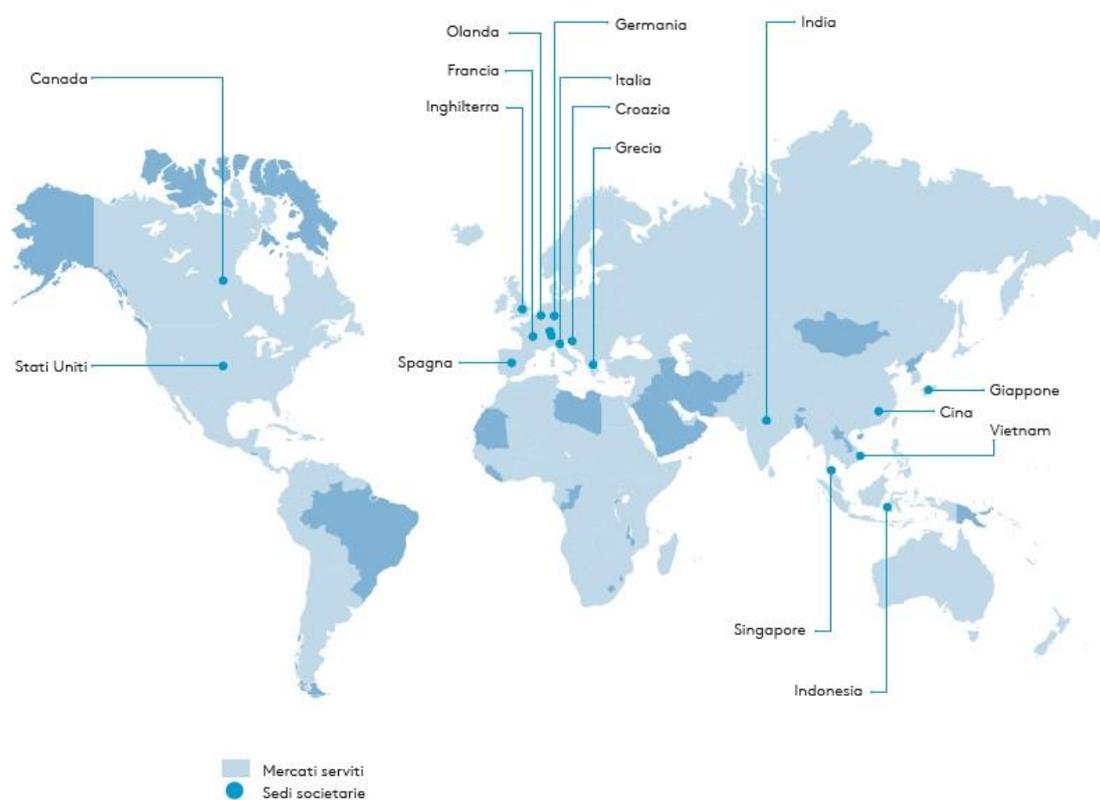
Il trend di crescita dell'economia mondiale si è mantenuto nel 2016 intorno al 3%, con dinamiche differenziate per aree geografiche, in un contesto inflazionistico ridotto nei paesi occidentali e con prezzi delle materie prime in recupero a fine periodo, in parte condizionate dal prezzo del petrolio. In Asia Orientale le due principali economie hanno

confermato importanti saggi di crescita. In leggera decelerazione in Cina (+6,7%) in uno scenario di espansione della spesa pubblica con conseguente problema del controllo del rischio finanziario e dell'indebolimento della moneta nazionale. Stazionaria in India (7% circa), trainata dai consumi interni, sebbene contenuta dal processo di demonetizzazione, che, avviato dal Governo Indiano in data 8 novembre 2016, ha portato ad una riduzione della crescita attesa di circa un punto percentuale. Il Giappone ha registrato lievi miglioramenti nella crescita (quasi l'1%), grazie al proseguimento della politica di bilancio e monetaria espansiva. Negli Stati Uniti la crescita si è consolidata (circa il 1,6%), permettendo l'inizio del processo di normalizzazione della politica monetaria. Ne è scaturito un rafforzamento del dollaro che si è confermato in seguito alla prospettiva di politiche di reflazione annunciate dalla nuova amministrazione. L'area euro ha visto un consolidamento della crescita complessiva (1,7%), in una situazione di inflazione marginale, che ha indotto la BCE a confermare importanti programmi di interventi monetari. L'Italia ha registrato una crescita quasi pari all' 1%. Il lieve miglioramento della propensione al consumo e dell'occupazione conferma la necessità sia di ulteriori riforme strutturali che migliorino la competitività, sia di politiche comunitarie non di semplice rigido controllo degli impegni statali, ma anche di sostegno agli investimenti.

1.2.3 Scenario di mercato

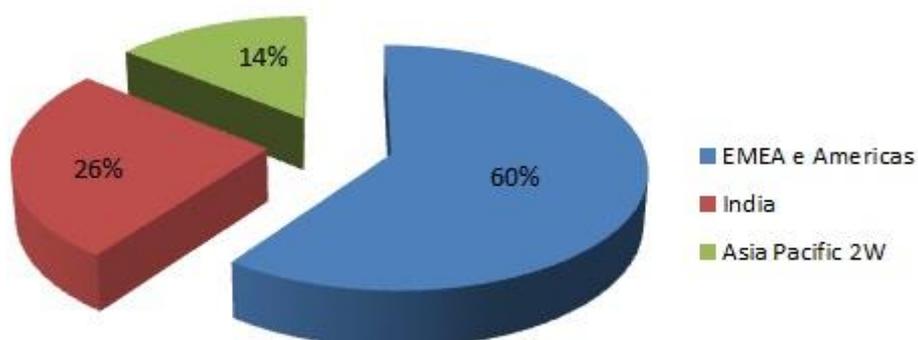
Il Gruppo, con sede a Pontedera (Pisa, Italia), opera a livello internazionale attraverso i suoi stabilimenti situati a Pontedera, dove sono prodotti i veicoli a due ruote con i marchi Piaggio, Vespa e Gilera, i veicoli per trasporto leggero destinati al mercato europeo e i motori per scooter e motociclette; a Noale (Venezia) quale centro tecnico per lo sviluppo delle motociclette di tutto il Gruppo e sede di Aprilia Racing; a Scorzè (Venezia), stabilimento per la produzione di veicoli a due ruote con i marchi Aprilia, Scarabeo e Derbi e della Wi-Bike Piaggio; a Mandello del Lario (Lecco), per la produzione di veicoli e motori Moto Guzzi; a Baramati (India, nello stato del Maharashtra), per la produzione di veicoli per trasporto leggero a 3 e 4 ruote destinati al mercato indiano ed all'export, degli scooter destinati al mercato indiano nonché di

motori per i veicoli commerciali del Gruppo; a Vinh Phuc (Vietnam) per la produzione di scooter e motori destinati al mercato locale ed all'area Asean. Il Gruppo Piaggio opera, inoltre, con una società in joint venture in Cina (a Foshan, nella provincia del Guangdong), detenuta al 45% da Piaggio e pertanto consolidata con il metodo del Patrimonio netto nei risultati del Gruppo. Negli Usa, a Pasadena in California, opera il polo di ricerca e sviluppo Piaggio Group Advanced Design Center. Sempre negli Stati Uniti è stata costituita nel giugno 2015 - a Cambridge, Massachusetts - Piaggio Fast Forward Inc., società controllata da Piaggio & C. S.p.A., per svolgere attività di ricerca di soluzioni e tecnologie innovative nel settore della mobilità e dei trasporti.

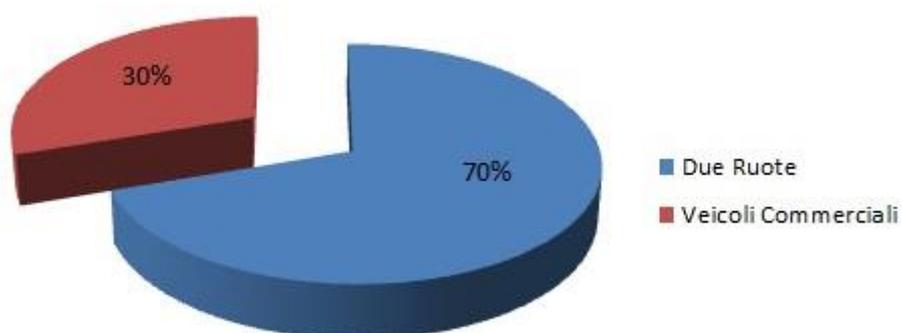


Da un punto di vista del fatturato, quello indiano è uno dei principali mercati del Gruppo Piaggio, rappresentando il 26% del fatturato totale (nel 2016 pari a 1 mld e 313 mln di euro), oltre questo dato è però interessante comprendere come “mutatis mutandis”, quella del mercato indiano sia una situazione molto simile a quella italiana pre boom economico dove, essendo il reddito pro capite basso, la domanda delle

famiglie si sposta verso l'acquisto di mezzi di trasporto più economici, come appunto i veicoli a due ruote, e anche in ambito di mezzi di trasporto merci si cercano alternative economiche e coerenti al contesto produttivo, ed infatti mentre in Italia ed in Europa crolla la domanda dell'Ape, il veicolo commerciale a 3 ruote più famoso del mondo, tanto che alla fine del 2013 il Gruppo Piaggio decide di cessare la produzione italiana del suddetto motocarro, in India la produzione dell'Ape è in continua crescita con un ordine di grandezza attualmente pari a 150.00 veicoli.



Come quota di fatturato è evidente la superiorità del comparto “Due Ruote” rispetto a quello dei “Veicoli Commerciali”.



1.2.4 Strategia di business

Il Gruppo Piaggio punta alla creazione di valore attraverso una strategia di:

- Rafforzamento della propria posizione di leadership nel mercato europeo due ruote e indiano dei veicoli commerciali leggeri.
- Crescita della propria presenza sui mercati internazionali, con particolare riferimento all'area asiatica.
- Aumento dell'efficienza operativa su tutti i processi aziendali, con focus sulla produttività industriale.

Gli obiettivi che si pone nei rispettivi mercati sono:

EMEA e Americas

- Europa 2 Ruote: sfruttare al meglio la ripresa del mercato facendo leva sulla posizione di leadership nel settore degli scooter. Focalizzazione sui marchi Aprilia e Moto Guzzi per migliorare vendite e redditività del settore moto. Ingresso nel mercato delle biciclette elettriche, facendo leva sulla leadership tecnologica e di design, nonché sulla forza della rete distributiva.
- America 2 Ruote: prosecuzione del cammino di crescita, attraverso l'introduzione di prodotti premium Aprilia e Moto Guzzi e il rafforzamento della rete di vendita.
- Europa Veicoli Commerciali: mantenimento basato su soluzioni eco-sostenibili, con una gamma prodotti sviluppata su nuove motorizzazioni a basso o nullo impatto ambientale e ridotti consumi.

India

- 2 Ruote: consolidamento della posizione nel mercato scooter attraverso l'ampliamento della gamma Vespa offerta e con l'introduzione di nuovi modelli nel segmento premium (scooter e moto).

- Veicoli Commerciali: crescita di volumi e profittabilità, tramite il consolidamento del forte posizionamento competitivo nel mercato tre ruote grazie a Apè city Pax, l'introduzione dei nuovi prodotti a quattro ruote sub 0,5T e sub 1T e la spinta all'export di veicoli a tre ruote in Africa e America Latina, recuperando gli effetti negativi della demonetizzazione che ha colpito l'economia indiana a partire da novembre 2016.

Asia Pacific 2W

- Sviluppo: l'obiettivo è proseguire con l'espansione delle vendite in tutta l'area (Indonesia, Thailandia, Malaysia, Taiwan), esplorare opportunità per le moto di media e grossa cilindrata, avviare la penetrazione del segmento premium del mercato cinese grazie alla nuova presenza diretta del Gruppo nel paese.

Inoltre il Gruppo perseguirà gli obiettivi di rafforzamento della propria posizione commerciale facendo leva e investendo sul costante potenziamento dei propri key assets:

- Marchi distintivi e riconosciuti a livello internazionale.
- Capillare rete commerciale nei mercati di riferimento.
- Competenze di ricerca e sviluppo, focalizzate su innovazione, sicurezza e ambiente.
- Forte presenza internazionale, con presidi locali per tutti i processi core aziendali, dal marketing, alla ricerca e sviluppo, alla produzione, agli acquisti.

1.2.5 Analisi del titolo sui mercati finanziari

Al 31 dicembre 2016 il capitale sociale risulta diviso tra 361.208.380 azioni ordinarie. Alla stessa data la struttura azionaria, secondo le risultanze del libro soci integrate dalle comunicazioni ricevute e dalle altre informazioni a disposizione, è così composta:



Dal sito “Yahoo Finance” è possibile ricavare il grafico del valore delle azioni del Gruppo negli ultimi 10 anni ed è interessante osservare come il titolo al netto dei dividendi e senza operazioni di frazionamento o raggruppamento azionario, si sia sostanzialmente mosso in un range compreso tra i valori di 1,5 e 3 euro. E’ inoltre interessante osservare come il titolo all’inizio del 2017 fosse posizionato sul punto più basso del suddetto range, per poi iniziare a crescere fino a circa 2,6 euro raggiunti nel mese di settembre, un incremento di circa il 70% in 9 mesi è qualcosa di straordinario che deve avere necessariamente delle profonde e forti motivazioni alla base, soprattutto se riguarda un’azienda storica che opera in un settore come quello industriale che normalmente ha una variabilità dei rendimenti azionari più contenuta rispetto ad un settore come ad esempio quello dell’ high technology.



A spingere gli acquisti su Piaggio sono stati i dati sulle immatricolazioni di moto e scooter in Italia nel mese di giugno (2017). Nel complesso il mercato delle due ruote in Italia nel mese di giugno ha segnato una variazione su base annua del 25,6% attestandosi a quota 29.116 unità. Il balzo in avanti è stato possibile grazie all'ottimo andamento sia nel segmento moto (+26% a 10.783 unità) che del settore scooter (+25,5% a 18.333 unità). Buona anche la performance dei "cinquantini" che hanno segnato un aumento delle vendite del 14,1% a quota 3.111 unità. Alla luce di questi dati, gli analisti hanno valutato positivamente la performance di Piaggio, visto e considerato che, tradizionalmente, giugno rappresenta circa il 13% delle registrazioni annuali e quindi le stime per l'intero anno sono state riviste in positivo, queste news sono state ovviamente scontate dai mercati finanziari con un aumento del valore delle azioni del Gruppo. Inoltre a sostenere le quotazioni del titolo, sarebbe arrivata anche una previsione di un'accelerazione delle vendite nel secondo semestre in Europa ed India. Una situazione confermata dal giudizio che è migliorato, passando da "add" a "buy" deciso da Banca Imi, con target price passato a fine giugno da 2,1 euro a 2,4 euro. A fine luglio il prezzo ha continuato a salire in quanto l'utile Piaggio è cresciuto del 17% portando a rivedere al rialzo le stime di ebitda 2017 e scontando ancora un aumento del prezzo del titolo fino al raggiungimento del valore di 2,6 euro.

Capitolo 2

2.1 Normalizzazione del bilancio - Dati input

Obiettivo della normalizzazione del bilancio è la definizione di un insieme ridotto di variabili, che consenta di analizzare le caratteristiche economiche e finanziarie di un'impresa.

A questo scopo sono stati inseriti nel software SIM (Sistema Integrato Manageriale), i dati di bilancio del Gruppo Piaggio, relativi al periodo compreso tra gli anni 2013 e 2016, ed i dati di bilancio forniti da Mediobanca, relativi allo stesso periodo di tempo, e riguardanti un aggregato delle maggiori imprese appartenenti al settore Costruzione di mezzi di trasporto.

Il SIM viene definito sistema integrato, in quanto considera l'impresa nel suo complesso, analizzando sia l'area operativa, sia quella finanziaria. Per ciascuna di queste aree considera i principali aspetti inerenti: il mercato, le scorte, la produttività, l'occupazione, il circolante, la redditività, la struttura degli impieghi e delle fonti di finanziamento.

I dati di origine riguardano: lo stato patrimoniale, il conto economico, le variazioni rispetto agli esercizi precedenti di immobilizzazioni, capitali e riserve ed alcuni dati statistici (quali il numero di dipendenti, le ore lavorate e gli indici dei prezzi).

2.1.1 Schema dello stato patrimoniale

STATO PATRIMONIALE

| ATTIVO | | Passivo | |
|--|--|--|--|
| A) CREDITI VI SOCI PER VERS. ANCORA DOVUTI, con separata indicazione della parte già rich. | | A) PATRIMONIO NETTO | |
| B) IMMOBILIZZAZIONI | | I. Capitale sociale | |
| <i>I. Immobilizzazioni immateriali</i> | | II. Riserva da sovrapprezzo azioni | |
| 1) Costi di impianto e di ampliamento | | III. Riserva di rivalutazione | |
| 2) Costi di ricerca, di sviluppo e di pubblicità | | IV. Riserva legale | |
| 3) Diritti brevetto ind.le e utilizz. opere dell'ingegno | | V. Riserve statutarie | |
| 4) Concessioni, licenze, marchi e diritti simili | | VI. Riserva per azioni proprie in portafoglio | |
| 5) Avviamento | | VII. Altre riserve, distintamente indicate | |
| 6) Immobilizzazioni in corso ed acconti | | VIII. Utili (perdite) portati a nuovo | |
| 7) Altre | | IX. Utile (perdita) dell'esercizio | |
| Totale | | Totale Patrimonio netto (A) | |
| <i>II. Immobilizzazioni materiali</i> | | B) FONDI PER RISCHI E ONERI | |
| 1) Terreni e fabbricati | | 1) Per trattamento di quiescenza e obb.sim | |
| 2) Impianti e macchinario | | 2) Per imposte, anche differite | |
| 3) Attrezzature industriali e commerciali | | 3) Altri | |
| 4) Altri beni | | Totale Fondi per rischi e oneri (B) | |
| 5) Immobilizzazioni in corso ed acconti | | C) TRATTAMENTO DI FINE RAPPORTO DI LAVORO SUBORDINATO | |
| Totale | | D) DEBITI, con separata indicazione, per ciascuna voce, degli importi esigibili oltre l'esercizio successivo: | |
| <i>III. Immobilizzazioni finanziarie, con separata indicazione, per ciascuna voce dei crediti, degli importi esigibili entro l'esercizio successivo:</i> | | Entro 12 mesi | |
| 1) Partecipazioni in: | | Oltre 12 mesi | |
| a. imprese controllate | | 1) Obbligazioni | |
| b. imprese collegate | | 2) Obbligazioni convertibili | |
| c. imprese controllanti | | 3) Debiti verso soci per finanziamenti | |
| d. altre imprese | | 4) Debiti verso banche | |
| Entro 12 mesi | | 5) Debiti verso altri finanziatori | |
| 2) Crediti: | | 6) Acconti | |
| a. verso imprese controllate | | 7) Debiti verso fornitori | |
| b. verso imprese collegate | | 8) Debiti rappresentati da titoli di credito | |
| c. verso controllanti | | 9) Debiti verso imprese controllate | |
| d. verso altri | | 10) Debiti verso imprese collegate | |
| 3) Altri titoli | | 11) Debiti verso controllanti | |
| 4) Azioni proprie, con indicazione del valore nominale complessivo | | 12) Debiti tributari | |
| Totale | | 13) Debiti verso istituti di previdenza e di sicurezza sociale | |
| Totale Immobilizzazioni (B) | | 14) Altri debiti | |
| C) ATTIVO CIRCOLANTE | | Totale Debiti (D) | |
| <i>I. Rimanenze</i> | | E) RATEI E RISCONTI con separata indicazione dell'aggio su prestiti | |
| 1) Materie prime, sussidiarie e di consumo | | | |
| 2) Prodotti in corso di lavorazione e semilavorati | | | |
| 3) Lavori in corso su ordinazione | | | |
| 4) Prodotti finiti e merci | | | |
| 5) Acconti | | | |
| Totale | | | |
| <i>II. Crediti, con separata indicazione per ciascuna voce, degli importi esigibili oltre l'esercizio successivo:</i> | | | |
| Entro 12 mesi | | | |
| Oltre 12 mesi | | | |
| 1) verso clienti | | | |
| 2) verso imprese controllate | | | |
| 3) verso imprese collegate | | | |
| 4) verso controllanti | | | |
| 4-bis) crediti tributari | | | |
| 4-ter) imposte anticipate | | | |
| 5) verso altri | | | |
| Totale | | | |
| <i>III. Attività finanziarie che non costituiscono immobilizzazioni</i> | | | |
| 1) Partecipazioni in imprese controllate | | | |
| 2) Partecipazioni in imprese collegate | | | |
| 3) Partecipazioni in imprese controllanti | | | |
| 4) Altre partecipazioni | | | |
| 5) Azioni proprie, con indicazione del valore nominale complessivo | | | |
| 6) Altri titoli | | | |
| Totale | | | |
| <i>IV. Disponibilità liquide</i> | | | |
| 1) Depositi bancari e postali | | | |
| 2) Assegni | | | |
| 3) Denaro e valori in cassa | | | |
| Totale | | | |
| Totale Attivo circolante (C) | | | |
| D) RATEI E RISCONTI con separata indicazione del disagio su prestiti | | | |
| TOTALE ATTIVO Conti d'ordine | | TOTALE PASSIVO Conti d'ordine | |

2.1.2 Schema del conto economico

CONTO ECONOMICO

| | |
|--|--|
| A) VALORE DELLA PRODUZIONE | |
| 1) Ricavi delle vendite e delle prestazioni | |
| 2) Variazioni delle rimanenze di prodotti in corso di lavorazione, semilavorati e finiti | |
| 3) Variazione dei lavori in corso su ordinazione | |
| 4) Incrementi di immobilizzazioni per lavori interni | |
| 5) Altri ricavi e proventi, con separata indicazione dei contributi in conto esercizio | |
| Totale (A) | |
| B) COSTI DELLA PRODUZIONE | |
| 6) Per materie prime, sussidiarie, di consumo e merci | |
| 7) Per servizi | |
| 8) Per godimento beni di terzi | |
| 9) Per il personale | |
| a) Salari e stipendi | |
| b) Oneri sociali | |
| c) Trattamento di fine rapporto | |
| d) Trattamento di quiescenza e simili | |
| e) Altri costi | |
| 10) Ammortamenti e svalutazioni | |
| a) Ammortamento delle immobilizzazioni immateriali | |
| b) Ammortamento delle immobilizzazioni materiali | |
| c) Altre svalutazioni delle immobilizzazioni | |
| d) Svalutazione dei crediti compresi nell'attivo circolante e delle disponibilità liquide | |
| 11) Variazione delle rimanenze di materie prime, sussidiarie, di consumo e merci | |
| 12) Accantonamenti per rischi | |
| 13) Altri accantonamenti | |
| 14) Oneri diversi di gestione | |
| Totale (B) | |
| DIFFERENZA TRA VALORE E COSTI DELLA PRODUZIONE (A-B) | |
| C) PROVENTI E ONERI FINANZIARI | |
| 15) Proventi da partecipazioni, con separata indicazione di quelli da imprese controllate e collegate | |
| 16) Altri proventi finanziari | |
| a) Da crediti iscritti nelle immobilizzazioni, con separata indicazione di quelli da imprese controllate e collegate e di quelli da controllanti | |
| b) Da titoli iscritti nelle immobilizzazioni che non costituiscono partecipazioni | |
| c) Da titoli iscritti nell'attivo circolante che non costituiscono partecipazioni | |
| d) Proventi diversi dai precedenti, con separata indicazione di quelli verso imprese controllate e collegate e di quelli da controllanti | |
| 17) Interessi ed altri oneri finanziari, con separata indicazione di quelli verso imprese controllate e collegate e verso controllanti | |
| 17-bis) Utili e perdite su cambi | |
| Totale (15+16-17+-17-bis) | |
| D) RETTIFICHE DI VALORE DI ATTIVITA FINANZIARIE | |
| 18) Rivalutazioni: | |
| a) di partecipazioni | |
| b) di immobilizzazioni finanziarie che non costituiscono partecipazioni | |
| c) di titoli iscritti all'attivo circolante che non costituiscono partecipazioni | |
| 19) Svalutazioni: | |
| a) di partecipazioni | |
| b) di immobilizzazioni finanziarie che non costituiscono partecipazioni | |
| c) di titoli iscritti all'attivo circolante che non costituiscono partecipazioni | |
| Totale delle rettifiche (18-19) | |
| E) PROVENTI E ONERI STRAORDINARI | |
| 20) Proventi con separata indicazione delle plusvalenze da alienazione i cui ricavi non sono iscrivibili al n. 5) | |
| 21) Oneri con separata indicazione delle minusvalenze da alienazione, i cui effetti contabili non sono iscrivibili al n. 14), e delle imposte relative a esercizi precedenti | |
| Totale delle partite straordinarie (20-21) | |
| RISULTATO PRIMA DELLE IMPOSTE (A-B±C±D±E) | |
| 22) Imposte sul reddito dell'esercizio, correnti, differite e anticipate | |
| UTILE (O PERDITA) DELL'ESERCIZIO | |

2.2 Normalizzazione del bilancio del Gruppo Piaggio

| ANNO | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|--|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|
| INPUT: ATTIVO PATRIMONIALE | | | | |
| Immobilizzi tecnici lordi operanti | 1.115.895,00 | 1.166.443,00 | 1.196.882,00 | 1.233.056,00 |
| Immobilizzi in costruzione | 27.640,00 | 25.099,00 | 33.737,00 | 17.169,00 |
| Magazzino prodotti e semilavorati | 128.954,00 | 139.282,00 | 124.256,00 | 123.637,00 |
| Magazzino materie prime | 78.854,00 | 93.116,00 | 88.556,00 | 84.822,00 |
| Crediti commerciali (non fruttiferi) | 75.722,00 | 74.220,00 | 80.944,00 | 75.166,00 |
| Crediti finanziari a lungo termine | 28.782,00 | 42.779,00 | 46.496,00 | 39.642,00 |
| Crediti finanziari a breve termine | 67.342,00 | 98.206,00 | 103.604,00 | 198.826,00 |
| Spese da ammortizzare | 654.528,00 | 668.354,00 | 673.986,00 | 668.665,00 |
| Altre attività non finanziarie | 97.315,00 | 133.090,00 | 124.566,00 | 138.878,00 |
| TOTALE ATTIVO | 2.275.032,00 | 2.440.589,00 | 2.473.027,00 | 2.579.861,00 |
| ALTRE INFORMAZIONI UTILI | | | | |
| • Partecipazioni strategiche | 8.152,00 | 8.818,00 | 8.429,00 | 7.445,00 |
| • Beni accessori in locazione o leasing | 7.346,00 | 11.961,00 | 11.961,00 | 11.710,00 |
| INPUT: PASSIVO PATRIMONIALE | | | | |
| Capitale sociale versato | 209.251,00 | 213.399,00 | 214.785,00 | 214.785,00 |
| Riserve nette | 189.392,00 | 183.606,00 | 177.641,00 | 164.889,00 |
| Fondi ammortamento immob.tecnici | 840.768,00 | 883.981,00 | 923.011,00 | 949.146,00 |
| Fondi relativi al personale | 49.830,00 | 55.741,00 | 49.478,00 | 48.924,00 |
| Debiti finanziari a medio-lungo term. | 434.865,00 | 506.463,00 | 520.391,00 | 535.105,00 |
| Debiti finanziari a breve termine | 116.872,00 | 102.474,00 | 105.895,00 | 173.445,00 |
| Debiti commerciali | 337.397,00 | 368.366,00 | 380.363,00 | 395.649,00 |
| Fondi rischi e spese presunte | 26.545,00 | 20.212,00 | 19.363,00 | 19.449,00 |
| Altre passività non finanziarie | 76.640,00 | 90.283,00 | 70.233,00 | 64.429,00 |
| Risultato (negativo se in perdita) | -6.528,00 | 16.064,00 | 11.867,00 | 14.040,00 |
| TOTALE PASSIVO | 2.275.032,00 | 2.440.589,00 | 2.473.027,00 | 2.579.861,00 |
| INPUT: CONTO ECONOMICO | | | | |
| Fatturato (al netto IVA e sconti) | 1.212.535,00 | 1.202.944,00 | 1.310.312,00 | 1.313.728,00 |
| Variatione rimanenze prodotti e lavori in corso | | 10.328,00 | -15.026,00 | -619,00 |
| Variatione scorte materie prime e sussidiarie | | -14.183,00 | 4.499,00 | 3.819,00 |
| Costi capitalizzati a immobilizzi tecnici | | 39.103,00 | 47.047,00 | 44.247,00 |
| Proventi finanziari (esclusi sconti attivi) | | 1.422,00 | 1.173,00 | 1.611,00 |
| Altri ricavi e costi ordinari (inclusi contributi) (+/-) | | 49.100,00 | 49.895,00 | 54.104,00 |
| Proventi netti presunti e straordinari (+/-) | | -59.503,00 | -70.755,00 | -73.363,00 |
| Acquisti di beni e servizi intermedi (*) | | 905.970,00 | 1.010.688,00 | 1.021.500,00 |
| Costo della manodopera | | 211.513,00 | 213.326,00 | 213.775,00 |
| Costo del lavoro organizzativo | | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Oneri finanziari (esclusi sconti passivi e contributi) | | 43.504,00 | 37.476,00 | 36.952,00 |
| Oneri tributari (imposte dirette sul reddito) | | 10.450,00 | 8.236,00 | 11.463,00 |
| Ammortamenti ordinari e anticipati dichiarati | | 41.710,00 | 45.552,00 | 45.797,00 |
| SALDO DI VERIFICA DELL'INPUT | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| (*) di cui: prestazioni di servizi | | 212.638,00 | 235.892,00 | 233.277,00 |

| INPUT: DATI STATISTICI | | | | |
|---|--------|------------|------------|------------|
| Rivalutazioni/svalutazioni del capitale tecnico | | -291,00 | -29,00 | -1.000,00 |
| Investimenti tecnici lordi | | 36.628,00 | 38.062,00 | 38.247,00 |
| Dividendi agli azionisti | | 0,00 | 26.007,00 | 17.926,00 |
| Aliquota % ammortamento tecnico-economico | 3,80 | | | |
| Valore di mercato delle azioni | | 873.000,00 | 840.000,00 | 574.100,00 |
| Numero lavoratori dipendenti (media) | | 7.816,00 | 7.562,00 | 6.982,00 |
| Manodopera: • forza media | | 7.816,00 | 7.562,00 | 6.982,00 |
| Manodopera: • ore lavorate | | #N/D | #N/D | #N/D |
| Manodopera: • ore perse | | #N/D | #N/D | #N/D |
| Manodopera: • utilizzo teorico (*) | | #N/D | #N/D | #N/D |
| Aliquota % nominale dell'imposta sul reddito | 40,00 | | | |
| Indici prezzi: • produzione e vendita | 100,00 | 100,00 | 100,00 | 100,00 |
| Indici prezzi: • acquisto beni e servizi | 100,00 | 100,00 | 100,00 | 100,00 |
| Indici prezzi: • investimenti tecnici | 100,00 | 100,00 | 100,00 | 100,00 |
| Indici prezzi: • immobilizzi tecnici | 100,00 | 99,98 | 99,97 | 99,89 |
| (*) Ore potenziali per addetto | | | | |

2.3 Normalizzazione del bilancio del settore C.M.T.

| ANNO | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|--|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|
| INPUT: ATTIVO PATRIMONIALE | | | | |
| Immobilizzi tecnici lordi operanti | 28.110.529,00 | 29.178.104,00 | 30.963.887,00 | 32.862.242,00 |
| Immobilizzi in costruzione | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Magazzino prodotti e semilavorati | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Magazzino materie prime | 22.106.753,00 | 23.570.081,00 | 22.477.861,00 | 22.614.953,00 |
| Crediti commerciali (non fruttiferi) | 11.312.470,00 | 12.164.542,00 | 12.924.436,00 | 14.287.340,00 |
| Crediti finanziari a lungo termine | 21.097.669,00 | 21.954.995,00 | 22.871.044,00 | 21.290.100,00 |
| Crediti finanziari a breve termine | 2.013.998,00 | 1.895.107,00 | 2.279.764,00 | 2.501.357,00 |
| Spese da ammortizzare | 9.567.787,00 | 9.673.805,00 | 9.632.327,00 | 9.359.840,00 |
| Altre attività non finanziarie | 12.991.257,00 | 13.679.913,00 | 13.455.359,00 | 9.343.264,00 |
| TOTALE ATTIVO | 107.200.463,00 | 112.116.547,00 | 114.604.678,00 | 112.259.096,00 |
| ALTRE INFORMAZIONI UTILI | | | | |
| • Partecipazioni strategiche | 18.804.444,00 | 19.702.958,00 | 20.238.061,00 | 17.361.774,00 |
| • Beni accessori in locazione o leasing | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| INPUT: PASSIVO PATRIMONIALE | | | | |
| Capitale sociale versato | 14.305.803,00 | 12.825.957,00 | 13.372.468,00 | 14.588.831,00 |
| Riserve nette | 7.820.020,00 | 15.767.351,00 | 15.214.011,00 | 13.340.270,00 |
| Fondi ammortamento immob.tecnici | 18.059.191,00 | 18.628.173,00 | 19.573.410,00 | 20.821.210,00 |
| Fondi relativi al personale | 1.807.782,00 | 1.787.450,00 | 1.678.562,00 | 1.641.432,00 |
| Debiti finanziari a medio-lungo term. | 7.417.469,00 | 6.271.013,00 | 7.791.991,00 | 8.143.110,00 |
| Debiti finanziari a breve termine | 14.351.249,00 | 12.062.223,00 | 11.325.749,00 | 5.913.690,00 |
| Debiti commerciali | 17.843.198,00 | 19.773.693,00 | 20.738.048,00 | 21.652.009,00 |
| Fondi rischi e spese presunte | 4.578.672,00 | 4.711.261,00 | 5.039.290,00 | 5.163.437,00 |
| Altre passività non finanziarie | 22.161.894,00 | 21.624.746,00 | 20.969.383,00 | 21.139.638,00 |
| Risultato (negativo se in perdita) | -1.144.815,00 | -1.335.320,00 | -1.098.234,00 | -144.531,00 |
| TOTALE PASSIVO | 107.200.463,00 | 112.116.547,00 | 114.604.678,00 | 112.259.096,00 |
| INPUT: CONTO ECONOMICO | | | | |
| Fatturato (al netto IVA e sconti) | 54.214.221,00 | 59.753.836,00 | 65.963.038,00 | 72.259.728,00 |
| Variazione rimanenze prodotti e lavori in corso | | 386.970,00 | 143.744,00 | 460.141,00 |
| Variazione scorte materie prime e sussidiarie | | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Costi capitalizzati a immobilizzi tecnici | | 1.539.197,00 | 1.531.502,00 | 1.709.444,00 |
| Proventi finanziari (esclusi sconti attivi) | | 1.375.336,00 | 1.359.328,00 | 1.229.419,00 |
| Altri ricavi e costi ordinari (inclusi contributi) (+/-) | | 2.046.704,00 | 1.901.732,00 | 1.833.351,00 |
| Proventi netti presunti e straordinari (+/-) | | -1.122.331,00 | -1.294.825,00 | -1.506.911,00 |
| Acquisti di beni e servizi intermedi (*) | | 55.111.250,00 | 60.056.477,00 | 65.516.100,00 |
| Costo della manodopera | | 7.113.863,00 | 7.449.916,00 | 7.624.931,00 |
| Costo del lavoro organizzativo | | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Oneri finanziari (esclusi sconti passivi e contributi) | | 1.340.463,00 | 1.290.316,00 | 902.632,00 |
| Oneri tributari (imposte dirette sul reddito) | | 252.142,00 | 304.251,00 | 379.580,00 |
| Ammortamenti ordinari e anticipati dichiarati | | 1.497.314,00 | 1.601.793,00 | 1.706.460,00 |
| SALDO DI VERIFICA DELL'INPUT | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| (*) di cui: prestazioni di servizi | | 12.195.439,00 | 13.049.328,00 | 13.001.139,00 |

| INPUT: DATI STATISTICI | | | |
|--|--------------|--------------|--------------|
| Rivalutazioni/ svalutazioni del capitale tecnico | -49.247,00 | -55.918,00 | -21.817,00 |
| Investimenti tecnici lordi | 2.341.872,00 | 2.553.609,00 | 2.547.039,00 |
| Dividendi agli azionisti | 501.780,00 | 180.545,00 | 151.688,00 |
| Aliquota % ammortamento tecnico-economico | 5,30 | | |
| Valore di mercato delle azioni | #N/D | #N/D | #N/D |
| Numero lavoratori dipendenti (media) | 135.979,00 | 137.185,00 | 136.427,00 |
| Manodopera: • forza media | 135.979,00 | 137.185,00 | 136.427,00 |
| Manodopera: • ore lavorate | #N/D | #N/D | #N/D |
| Manodopera: • ore perse | #N/D | #N/D | #N/D |
| Manodopera: • utilizzo teorico (*) | #N/D | #N/D | #N/D |
| Aliquota % nominale dell'imposta sul reddito | 40,00 | | |
| Indici prezzi: • produzione e vendita | 100,00 | 100,00 | 100,00 |
| Indici prezzi: • acquisto beni e servizi | 100,00 | 100,00 | 100,00 |
| Indici prezzi: • investimenti tecnici | 100,00 | 100,00 | 100,00 |
| Indici prezzi: • immobilizzi tecnici | 100,00 | 99,83 | 99,67 |
| (*) Ore potenziali per addetto | | | |

Capitolo 3

3.1 Normalizzazione del bilancio - Dati Output

In seguito all'inserimento dei dati di bilancio del Gruppo Piaggio e del settore Costruzione mezzi di trasporto, il SIM fornisce in output un'analisi dettagliata riguardante l'andamento dell'azienda e del settore di appartenenza.

Successivamente vengono riportate le trentadue tavole elaborate dal software.

Le prime quattordici tavole rappresentano l'analisi centrata sugli aspetti caratteristici della gestione, come l'equilibrio del conto capitale riguardo alle scelte di composizione delle fonti finanziarie e d'impiego delle stesse scelte d'investimento, la formazione dell'autofinanziamento come interazione delle principali variabili dell'area operativa e finanziaria dell'impresa, e la struttura dei flussi finanziari e la crescita del capitale.

Dalla quindicesima tavola fino alla venticinquesima viene eseguita un'analisi di tipo finanziaria - manageriale, che è fondata su ipotesi di comportamento d'impresa dedotte dalla teoria manageriale e consente di eseguire previsioni e simulazioni economico - finanziarie.

L'analisi operativa manageriale sviluppata nelle ultime sette tavole, è finalizzata all'indagine degli aspetti caratteristici dell'area operativa d'impresa (produttività e redditività), consentendo come è stato stabilito per le tavole precedenti, di eseguire previsioni e simulazioni. E' focalizzata essenzialmente nella crescita del mercato e nella politica delle scorte per la determinazione del prodotto per addetto, nel grado di utilizzo dei fattori produttivi esistenti nell'impresa, e nella formazione del MOL e del tempo di recupero del capitale, mezzi fondamentali della redditività operativa dell'impresa.

3.1.1 Output Gruppo Piaggio

| 1. STRUTTURA PATRIMONIALE | | TOP | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|------------------------------------|--|-----|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|
| valori | | | | | | |
| Passività patrimoniali | | | 1.042.149,00 | 1.143.539,00 | 1.145.723,00 | 1.237.001,00 |
| Capitale netto (+) | | | 392.115,00 | 413.069,00 | 404.293,00 | 393.714,00 |
| Attività patrimoniali nette | | | 1.434.264,00 | 1.556.608,00 | 1.550.016,00 | 1.630.715,00 |
| percentuali | | | | | | |
| Passività patrimoniali | | | 72,7 | 73,5 | 73,9 | 75,9 |
| Capitale netto (+) | | | 27,3 | 26,5 | 26,1 | 24,1 |
| Attività patrimoniali nette | | | 100,0 | 100,0 | 100,0 | 100,0 |
| 2. STRUTTURA PER SCADENZA | | TOP | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
| valori | | | | | | |
| Attività correnti | | | 448.187,00 | 537.914,00 | 521.926,00 | 621.329,00 |
| Attività immobilizzate (+) | | | 986.077,00 | 1.018.694,00 | 1.028.090,00 | 1.009.386,00 |
| Attività patrimoniali nette | | | 1.434.264,00 | 1.556.608,00 | 1.550.016,00 | 1.630.715,00 |
| Passività correnti | | | 557.454,00 | 581.335,00 | 575.854,00 | 652.972,00 |
| Passività permanenti (+) | | | 876.810,00 | 975.273,00 | 974.162,00 | 977.743,00 |
| Passività e capitale netto | | | 1.434.264,00 | 1.556.608,00 | 1.550.016,00 | 1.630.715,00 |
| percentuali | | | | | | |
| Attività correnti | | | 31,2 | 34,6 | 33,7 | 38,1 |
| Attività immobilizzate (+) | | | 68,8 | 65,4 | 66,3 | 61,9 |
| Attività patrimoniali nette | | | 100,0 | 100,0 | 100,0 | 100,0 |
| Passività correnti | | | 38,9 | 37,3 | 37,2 | 40,0 |
| Passività permanenti (+) | | | 61,1 | 62,7 | 62,8 | 60,0 |
| Passività e capitale netto | | | 100,0 | 100,0 | 100,0 | 100,0 |

| 3. STRUTTURA DELLA LIQUIDITÀ | | TOP | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|--|--|-----|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| valori | | | | | | |
| Magazzino | | | 207.808,00 | 232.398,00 | 212.812,00 | 208.459,00 |
| Crediti commerciali (+) | | | 75.722,00 | 74.220,00 | 80.944,00 | 75.166,00 |
| Altre attività operative a breve (+) | | | 97.315,00 | 133.090,00 | 124.566,00 | 138.878,00 |
| Attività operative correnti | | | 380.845,00 | 439.708,00 | 418.322,00 | 422.503,00 |
| Attività finanziarie liquide (+) | | | 67.342,00 | 98.206,00 | 103.604,00 | 198.826,00 |
| Attività totali correnti (*) | | | 448.187,00 | 537.914,00 | 521.926,00 | 621.329,00 |
| Circolante netto (-) | | | -109.267,00 | -43.421,00 | -53.928,00 | -31.643,00 |
| Passività totali correnti | | | 557.454,00 | 581.335,00 | 575.854,00 | 652.972,00 |
| (*) di cui: escluso magazzino | | | 240.379,00 | 305.516,00 | 309.114,00 | 412.870,00 |
| percentuali | | | | | | |
| Magazzino | | | 37,3 | 40,0 | 37,0 | 31,9 |
| Crediti commerciali (+) | | | 13,6 | 12,8 | 14,1 | 11,5 |
| Altre attività operative a breve (+) | | | 17,5 | 22,9 | 21,6 | 21,3 |
| Attività operative correnti | | | 68,3 | 75,6 | 72,6 | 64,7 |
| Attività finanziarie liquide (+) | | | 12,1 | 16,9 | 18,0 | 30,4 |
| Attività totali correnti (*) | | | 80,4 | 92,5 | 90,6 | 95,2 |
| Circolante netto (-) | | | -19,6 | -7,5 | -9,4 | -4,8 |
| Passività totali correnti | | | 100,0 | 100,0 | 100,0 | 100,0 |
| (*) di cui: escluso magazzino | | | 43,1 | 52,6 | 53,7 | 63,2 |
| 4. PASSIVITÀ CORRENTI | | TOP | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
| valori | | | | | | |
| Debiti commerciali | | | 337.397,00 | 368.366,00 | 380.363,00 | 395.649,00 |
| Fondi rischi e spese presunte (+) | | | 26.545,00 | 20.212,00 | 19.363,00 | 19.449,00 |
| Altre passività operative a breve (+) | | | 76.640,00 | 90.283,00 | 70.233,00 | 64.429,00 |
| Passività operative correnti | | | 440.582,00 | 478.861,00 | 469.959,00 | 479.527,00 |
| Debiti finanziari a breve termine (+) | | | 116.872,00 | 102.474,00 | 105.895,00 | 173.445,00 |
| Passività totali correnti | | | 557.454,00 | 581.335,00 | 575.854,00 | 652.972,00 |
| Posizione finanziaria netta | | | 49.530,00 | 4.268,00 | 2.291,00 | -25.381,00 |
| percentuali | | | | | | |
| Debiti commerciali | | | 60,5 | 63,4 | 66,1 | 60,6 |
| Fondi rischi e spese presunte (+) | | | 4,8 | 3,5 | 3,4 | 3,0 |
| Altre passività operative a breve (+) | | | 13,7 | 15,5 | 12,2 | 9,9 |
| Passività operative correnti | | | 79,0 | 82,4 | 81,6 | 73,4 |
| Debiti finanziari a breve termine (+) | | | 21,0 | 17,6 | 18,4 | 26,6 |
| Passività totali correnti | | | 100,0 | 100,0 | 100,0 | 100,0 |
| Posizione finanziaria netta | | | 13,0 | 1,0 | 0,5 | -6,0 |
| 5. INDICI DI ROTAZIONE | | TOP | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
| <i>Tempi medi espressi in mesi</i> | | | | | | |
| Recupero del circolante netto | | | -0,8 | -0,4 | -0,4 | -0,4 |
| Dilazione dei crediti commerciali | | | 0,7 | 0,7 | 0,7 | 0,7 |
| Dilazione dei debiti commerciali | | | 4,5 | 4,3 | 4,4 | 4,4 |
| Recupero del magazzino totale (*) | | | 2,2 | 2,0 | 1,9 | 1,9 |
| (*) di cui: | | | | | | |
| Recupero prodotti e lavori in corso | | | 1,3 | 1,2 | 1,1 | 1,1 |
| Recupero materie prime e suss. su acquisto di beni | | | 1,5 | 1,4 | 1,3 | 1,3 |
| Rapporto % acquisto di beni su fatturato (x) | | | 57,6 | 59,1 | 60,0 | 60,0 |
| Recupero materie prime e suss. su fatturato (=) | | | 0,9 | 0,8 | 0,8 | 0,8 |

| 6. ATTIVO IMMOBILIZZATO | TOP | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|--|-----|-------------------|---------------------|---------------------|---------------------|
| valori | | | | | |
| Immobilitzi tecnici lordi in esercizio | | 1.115.895,00 | 1.166.443,00 | 1.196.882,00 | 1.233.056,00 |
| Fondo ammortamento (-) | | 840.768,00 | 883.981,00 | 923.011,00 | 949.146,00 |
| Immobilitzi tecnici netti in esercizio | | 275.127,00 | 282.462,00 | 273.871,00 | 283.910,00 |
| Immobilitzi tecnici in costruzione (+) | | 27.640,00 | 25.099,00 | 33.737,00 | 17.169,00 |
| Immobilitzzazioni materiali nette | | 302.767,00 | 307.561,00 | 307.608,00 | 301.079,00 |
| Immobilitzzazioni immateriali (+) | | 654.528,00 | 668.354,00 | 673.986,00 | 668.665,00 |
| Immobilitzzazioni finanziarie (+) | | 28.782,00 | 42.779,00 | 46.496,00 | 39.642,00 |
| Attività totali immobilizzate | | 986.077,00 | 1.018.694,00 | 1.028.090,00 | 1.009.386,00 |
| Immobilitzzazioni materiali nette | | | | | |
| | | 302.767,00 | 307.561,00 | 307.608,00 | 301.079,00 |
| Immobilitzzazioni finanziarie (+) | | | | | |
| | | 28.782,00 | 42.779,00 | 46.496,00 | 39.642,00 |
| Attività totali immobilizzate tangibili | | 331.549,00 | 350.340,00 | 354.104,00 | 340.721,00 |
| percentuali | | | | | |
| Immobilitzi tecnici lordi in esercizio | | 113,2 | 114,5 | 116,4 | 122,2 |
| Fondo ammortamento (-) | | 85,3 | 86,8 | 89,8 | 94,0 |
| Immobilitzi tecnici netti in esercizio | | 27,9 | 27,7 | 26,6 | 28,1 |
| Immobilitzi tecnici in costruzione (+) | | 2,8 | 2,5 | 3,3 | 1,7 |
| Immobilitzzazioni materiali nette | | 30,7 | 30,2 | 29,9 | 29,8 |
| Immobilitzzazioni immateriali (+) | | 66,4 | 65,6 | 65,6 | 66,2 |
| Immobilitzzazioni finanziarie (+) | | 2,9 | 4,2 | 4,5 | 3,9 |
| Attività totali immobilizzate | | 100,0 | 100,0 | 100,0 | 100,0 |
| Immobilitzzazioni materiali nette | | | | | |
| | | 91,3 | 87,8 | 86,9 | 88,4 |
| Immobilitzzazioni finanziarie (+) | | | | | |
| | | 8,7 | 12,2 | 13,1 | 11,6 |
| Attività totali immobilizzate tangibili | | 100,0 | 100,0 | 100,0 | 100,0 |
| Grado di ammortamento | | 75,3 | 75,8 | 77,1 | 77,0 |

| 7. PASSIVO PERMANENTE | TOP | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|---|-----|-------------------|---------------------|---------------------|---------------------|
| valori | | | | | |
| Capitale sociale versato | | 209.251,00 | 213.399,00 | 214.785,00 | 214.785,00 |
| Riserve nette (+) | | 189.392,00 | 183.606,00 | 177.641,00 | 164.889,00 |
| Reddito dell'esercizio (+) | | -6.528,00 | 16.064,00 | 11.867,00 | 14.040,00 |
| Capitale o patrimonio netto | | 392.115,00 | 413.069,00 | 404.293,00 | 393.714,00 |
| Fondi relativi al personale (+) | | 49.830,00 | 55.741,00 | 49.478,00 | 48.924,00 |
| Debiti finanziari consolidati (+) | | 434.865,00 | 506.463,00 | 520.391,00 | 535.105,00 |
| Passività totali permanenti | | 876.810,00 | 975.273,00 | 974.162,00 | 977.743,00 |
| Copertura netta a lungo termine (-) | | -109.267,00 | -43.421,00 | -53.928,00 | -31.643,00 |
| Attività totali immobilizzate | | 986.077,00 | 1.018.694,00 | 1.028.090,00 | 1.009.386,00 |
| Patrimonio netto tangibile | | | | | |
| | | -262.413,00 | -255.285,00 | -269.693,00 | -274.951,00 |
| Margine di struttura | | | | | |
| | | 593.962,00 | 605.625,00 | 623.797,00 | 615.672,00 |
| percentuali | | | | | |
| Capitale sociale versato | | 21,2 | 20,9 | 20,9 | 21,3 |
| Riserve nette (+) | | 19,2 | 18,0 | 17,3 | 16,3 |
| Reddito dell'esercizio (+) | | -0,7 | 1,6 | 1,2 | 1,4 |
| Capitale o patrimonio netto | | 39,8 | 40,5 | 39,3 | 39,0 |
| Fondi relativi al personale (+) | | 5,1 | 5,5 | 4,8 | 4,8 |
| Debiti finanziari consolidati (+) | | 44,1 | 49,7 | 50,6 | 53,0 |
| Passività totali permanenti | | 88,9 | 95,7 | 94,8 | 96,9 |
| Copertura netta a lungo termine (-) | | -11,1 | -4,3 | -5,2 | -3,1 |
| Attività totali immobilizzate | | 100,0 | 100,0 | 100,0 | 100,0 |
| Incidenza del patrimonio netto tangibile | | | | | |
| | | -79,1 | -72,9 | -76,2 | -80,7 |
| Incidenza del margine di struttura tangibile | | | | | |
| | | 179,1 | 172,9 | 176,2 | 180,7 |

| 8. INDICI DI INDEBITAMENTO | TOP | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|--|-----|-------|-------|-------|-------|
| percentuali | | | | | |
| Grado d'indebitamento complessivo (passività su capitale netto) | | 265,8 | 276,8 | 283,4 | 314,2 |
| Grado d'indebitamento finanziario netto | | 38,4 | 36,0 | 36,0 | 36,0 |
| • a breve termine su fatturato | | 2,2 | 0,3 | -0,9 | -0,9 |
| • a medio-lungo termine su fatturato | | 36,2 | 35,8 | 36,9 | 36,9 |
| Quota d'indebitamento finanziario netto | | 53,4 | 53,6 | 54,2 | 54,2 |
| Recupero del capitale operativo netto | | 71,9 | 67,2 | 66,4 | 66,4 |
| Grado d'indebitamento finanziario netto | | 38,4 | 36,0 | 36,0 | 36,0 |

| 9. STRUTTURA DEI PROVENTI | TOP | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|---|-----|--------------|--------------|--------------|--------------|
| valori | | | | | |
| Fatturato netto | | 1.202.944,00 | 1.310.312,00 | 1.313.728,00 | 1.313.728,00 |
| Variazione rimanenze prodotti e lavori in corso (+) | | 10.328,00 | -15.026,00 | -619,00 | -619,00 |
| Valore della produzione lorda | | 1.213.272,00 | 1.295.286,00 | 1.313.109,00 | 1.313.109,00 |
| Costi capitalizzati a immobilizzi tecnici (+) | | 39.103,00 | 47.047,00 | 44.247,00 | 44.247,00 |
| Altri ricavi accessori netti (+) | | 49.100,00 | 49.895,00 | 54.104,00 | 54.104,00 |
| Proventi operativi | | 1.301.475,00 | 1.392.228,00 | 1.411.460,00 | 1.411.460,00 |
| percentuali | | | | | |
| Fatturato netto | | 92,4 | 94,1 | 93,1 | 93,1 |
| Variazione rimanenze prodotti e lavori in corso (+) | | 0,8 | -1,1 | 0,0 | 0,0 |
| Valore della produzione lorda | | 93,2 | 93,0 | 93,0 | 93,0 |
| Costi capitalizzati a immobilizzi tecnici (+) | | 3,0 | 3,4 | 3,1 | 3,1 |
| Altri ricavi accessori netti (+) | | 3,8 | 3,6 | 3,8 | 3,8 |
| Proventi operativi | | 100,0 | 100,0 | 100,0 | 100,0 |

| 10. RIPARTO DEI PROVENTI OPERATIVI | TOP | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|--|-----|--------------|--------------|--------------|--------------|
| valori | | | | | |
| Proventi operativi | | 1.301.475,00 | 1.392.228,00 | 1.411.460,00 | 1.411.460,00 |
| Costi esterni operativi (-) (*) | | 920.153,00 | 1.006.189,00 | 1.017.681,00 | 1.017.681,00 |
| Valore aggiunto lordo | | 381.322,00 | 386.039,00 | 393.779,00 | 393.779,00 |
| Costo del lavoro (-) | | 211.513,00 | 213.326,00 | 213.775,00 | 213.775,00 |
| Reddito o margine operativo lordo (MOL) | | 169.809,00 | 172.713,00 | 180.004,00 | 180.004,00 |
| (*) di cui: prestazioni di servizi | | 212.638,00 | 235.892,00 | 233.277,00 | 233.277,00 |
| percentuali | | | | | |
| Proventi operativi | | 100,0 | 100,0 | 100,0 | 100,0 |
| Costi esterni operativi (-) | | 70,7 | 72,3 | 72,1 | 72,1 |
| Valore aggiunto lordo | | 29,3 | 27,7 | 27,9 | 27,9 |
| Costo del lavoro (-) | | 16,3 | 15,3 | 15,1 | 15,1 |
| Reddito o margine operativo lordo (MOL) | | 13,0 | 12,4 | 12,8 | 12,8 |
| (*) di cui: prestazioni di servizi | | 16,3 | 16,9 | 16,5 | 16,5 |
| E DEL VALORE AGGIUNTO | | | | | |
| Costo del lavoro | | 55,5 | 55,3 | 54,3 | 54,3 |
| Reddito o margine operativo lordo (MOL) | | 44,5 | 44,7 | 45,7 | 45,7 |

| 11. RIPARTO DEL REDDITO OPERATIVO | TOP | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|--|-----|-------------------|-------------------|-------------------|------|
| valori | | | | | |
| Reddito o margine operativo lordo (MOL) | | 169.809,00 | 172.713,00 | 180.004,00 | |
| Ammortamenti tecnico-economici (-) | | 43.364,42 | 44.903,18 | 46.168,82 | |
| Reddito o margine operativo netto (MON) | | 126.444,58 | 127.809,83 | 133.835,18 | |
| Oneri finanziari netti (-) | | 42.082,00 | 36.303,00 | 35.341,00 | |
| Reddito corrente ante imposte | | 84.362,58 | 91.506,83 | 98.494,18 | |
| percentuali | | | | | |
| Reddito o margine operativo lordo (MOL) | | 100,0 | 100,0 | 100,0 | |
| Ammortamenti tecnico-economici (-) | | 25,5 | 26,0 | 25,6 | |
| Reddito o margine operativo netto (MON) | | 74,5 | 74,0 | 74,4 | |
| Oneri finanziari netti (-) | | 24,8 | 21,0 | 19,6 | |
| Reddito corrente ante imposte | | 49,7 | 53,0 | 54,7 | |
| E DEL REDDITO OPERATIVO NETTO | | | | | |
| Oneri finanziari netti | | 33,3 | 28,4 | 26,4 | |
| Reddito corrente ante imposte | | 66,7 | 71,6 | 73,6 | |

| 12. FORMAZIONE DEL PROFITTO | TOP | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|---|-----|------------------|------------------|------------------|------|
| valori | | | | | |
| Reddito corrente ante imposte | | 84.362,58 | 91.506,83 | 98.494,18 | |
| Rettifiche di bilancio (+) (*) | | -57.848,58 | -71.403,83 | -72.991,18 | |
| Reddito imponibile | | 26.514,00 | 20.103,00 | 25.503,00 | |
| Oneri fiscali (imposte sul reddito) (-) | | 10.450,00 | 8.236,00 | 11.463,00 | |
| Reddito d'esercizio di bilancio | | 16.064,00 | 11.867,00 | 14.040,00 | |
| (*) imputabili a: | | | | | |
| • Eccesso (-) o carenza (+) di ammortamenti | | 1.654,42 | -648,82 | 371,82 | |
| • Altre rettifiche | | -59.503,00 | -70.755,00 | -73.363,00 | |
| percentuali | | | | | |
| Reddito corrente ante imposte | | 318,2 | 455,2 | 386,2 | |
| Rettifiche di bilancio (+) (*) | | -218,2 | -355,2 | -286,2 | |
| Reddito imponibile | | 100,0 | 100,0 | 100,0 | |
| Oneri fiscali (imposte sul reddito) (-) | | 39,4 | 41,0 | 44,9 | |
| Reddito d'esercizio di bilancio | | 60,6 | 59,0 | 55,1 | |
| (*) imputabili a: | | | | | |
| • Eccesso (-) o carenza (+) di ammortamenti | | 6,2 | -3,2 | 1,5 | |
| • Altre rettifiche | | -224,4 | -352,0 | -287,7 | |

| 13. ANALISI DEL ROI | TOP | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|--|-----------------|-------------|-------------|-------------|------|
| percentuali | | | | | |
| VALORE AGGIUNTO / FATTURATO | | 31,7 | 29,5 | 30,0 | |
| Costo medio del lavoro (-) | (migliaia di €) | 27,1 | 28,2 | 30,6 | |
| Fatturato pro capite (l) | (migliaia di €) | 153,9 | 173,3 | 188,2 | |
| Tasso o aliquota d'ammortamento (-) | | 3,8 | 3,8 | 3,8 | |
| Capitale tecnico per unità di fatturato (x) | | 94,9 | 90,2 | 92,5 | |
| REDDITIVITÀ NETTA DELLE VENDITE (=) | | 10,5 | 9,8 | 10,2 | |
| Tempo di recupero del capitale operativo netto (l) | | 71,9 | 67,2 | 66,4 | |
| ROI (RETURN ON INVESTMENT) (=) | | 14,6 | 14,5 | 15,3 | |

| 14. ANALISI DEL ROE | TOP | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|---|-----|-------|-------|-------|------|
| percentuali | | | | | |
| ROI (Return On Investment) | | 14,6 | 14,5 | 15,3 | |
| Compenso per il rischio operativo (+) | | 5,5 | 6,8 | 7,9 | |
| Rapporto di leva finanziaria (x) | | 114,7 | 115,5 | 118,6 | |
| ROE ante imposte e rettifiche (=) | | 21,0 | 22,4 | 24,7 | |
| Moltiplicatore delle rettifiche di bilancio (x) | | 31,4 | 22,0 | 25,9 | |
| Deflatore fiscale (x) | | 60,6 | 59,0 | 55,1 | |
| ROE (Return On Equity) DI BILANCIO (=) | | 4,0 | 2,9 | 3,5 | |
| Indice della quotazione di mercato (I) | | 216,8 | 205,5 | 143,9 | |
| ROE DI MERCATO (Costo capitale azionario) | | 1,8 | 1,4 | 2,4 | |

| 15. CAPITALE INVESTITO LORDO | TOP | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|--|-----|--------------|--------------|--------------|--------------|
| valori | | | | | |
| Capitale operativo tecnico | | 1.143.535,00 | 1.191.542,00 | 1.230.619,00 | 1.250.225,00 |
| Capitale operativo circolante (+) | | -33.192,00 | -18.941,00 | -32.274,00 | -37.575,00 |
| Capitale operativo totale | | 1.110.343,00 | 1.172.601,00 | 1.198.345,00 | 1.212.650,00 |
| Attività finanziarie (+) (*) | | 96.124,00 | 140.985,00 | 150.100,00 | 238.468,00 |
| Capitale investito nell'impresa | | 1.206.467,00 | 1.313.586,00 | 1.348.445,00 | 1.451.118,00 |
| (*) di cui: partecipazioni strategiche | | 8.152,00 | 8.818,00 | 8.429,00 | 7.445,00 |
| attività liquidabili | | 87.972,00 | 132.167,00 | 141.671,00 | 231.023,00 |
| percentuali | | | | | |
| Capitale operativo tecnico | | 94,8 | 90,7 | 91,3 | 86,2 |
| Capitale operativo circolante (+) | | -2,8 | -1,4 | -2,4 | -2,6 |
| Capitale operativo totale | | 92,0 | 89,3 | 88,9 | 83,6 |
| Attività finanziarie (+) (*) | | 8,0 | 10,7 | 11,1 | 16,4 |
| Capitale investito nell'impresa | | 100,0 | 100,0 | 100,0 | 100,0 |
| E ATTIVITÀ FINANZIARIE | | | | | |
| Partecipazioni strategiche | | 8,5 | 6,3 | 5,6 | 3,1 |
| Attività liquidabili | | 91,5 | 93,7 | 94,4 | 96,9 |
| Totale | | 100,0 | 100,0 | 100,0 | 100,0 |

| 16. FONTI FINANZIARIE | TOP | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|-------------------------------|-----|--------------|--------------|--------------|--------------|
| valori | | | | | |
| Capitale sociale versato | | 209.251,00 | 213.399,00 | 214.785,00 | 214.785,00 |
| Debiti finanziari (+) | | 551.737,00 | 608.937,00 | 626.286,00 | 708.550,00 |
| Fonti finanziarie esterne | | 760.988,00 | 822.336,00 | 841.071,00 | 923.335,00 |
| Fonti finanziarie interne (+) | | 445.479,00 | 491.250,00 | 507.374,00 | 527.783,00 |
| Fonti di finanziamento | | 1.206.467,00 | 1.313.586,00 | 1.348.445,00 | 1.451.118,00 |
| percentuali | | | | | |
| Capitale sociale versato | | 17,3 | 16,2 | 15,9 | 14,8 |
| Debiti finanziari (+) | | 45,7 | 46,4 | 46,4 | 48,8 |
| Fonti finanziarie esterne | | 63,1 | 62,6 | 62,4 | 63,6 |
| Fonti finanziarie interne (+) | | 36,9 | 37,4 | 37,6 | 36,4 |
| Fonti di finanziamento | | 100,0 | 100,0 | 100,0 | 100,0 |
| E FONTI ESTERNE | | | | | |
| Capitale sociale versato | | 27,5 | 26,0 | 25,5 | 23,3 |
| Debiti finanziari (+) | | 72,5 | 74,0 | 74,5 | 76,7 |
| Totale | | 100,0 | 100,0 | 100,0 | 100,0 |

| 17. AUTOFINANZIAMENTO ECONOMICO | TOP | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|------------------------------------|-----|-------------------|-------------------|-------------------|------|
| valori | | | | | |
| Reddito operativo lordo | | 169.809,00 | 172.713,00 | 180.004,00 | |
| Proventi finanziari (+) | | 1.422,00 | 1.173,00 | 1.611,00 | |
| Reddito aziendale lordo | | 171.231,00 | 173.886,00 | 181.615,00 | |
| Costo del lavoro non pagato (+) | | 5.911,00 | -6.263,00 | -554,00 | |
| Costo del capitale esterno (-) | | 53.954,00 | 71.719,00 | 66.341,00 | |
| Autofinanziamento economico | | 123.188,00 | 95.904,00 | 114.720,00 | |

| 18. COSTO DEL CAPITALE ESTERNO | TOP | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|---|-----|------------------|------------------|------------------|------|
| valori | | | | | |
| Dividendi agli azionisti | | 0,00 | 26.007,00 | 17.926,00 | |
| Oneri fiscali (imposte sul reddito) (+) | | 10.450,00 | 8.236,00 | 11.463,00 | |
| Costo del capitale sociale | | 10.450,00 | 34.243,00 | 29.389,00 | |
| Oneri finanziari (+) | | 43.504,00 | 37.476,00 | 36.952,00 | |
| Costo del capitale esterno | | 53.954,00 | 71.719,00 | 66.341,00 | |

| 19. REDDITIVITÀ LORDA DEL CAPITALE | TOP | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|--|-----|-------------|-------------|-------------|------|
| percentuali | | | | | |
| Tasso di redditività operativa | | 14,9 | 14,6 | 14,9 | |
| Incidenza media del capitale operativo (x) | | 90,6 | 89,1 | 86,1 | |
| Rendimento delle attività finanziarie (+) | | 1,2 | 0,8 | 0,8 | |
| Incidenza media attività finanziarie (x) (*) | | 9,4 | 10,9 | 13,9 | |
| Redditività del capitale investito (=) | | 13,6 | 13,1 | 13,0 | |
| ----- | | | | | |
| (*) di cui: partecipazioni strategiche | | 7,2 | 5,9 | 4,1 | |
| attività liquidabili | | 92,8 | 94,1 | 95,9 | |
| | | 100,0 | 100,0 | 100,0 | |

| 20. COSTO UNITARIO DEL CAPITALE | TOP | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|--|-----|------------|-------------|-------------|------|
| percentuali | | | | | |
| Saggio di dividendo azionario | | 0,0 | 12,1 | 8,3 | |
| Moltiplicatore fiscale effettivo (x) (*) | | N/S | 131,7 | 163,9 | |
| Costo medio del capitale sociale (=) | | 4,9 | 16,0 | 13,7 | |
| Incidenza media del capitale sociale (x) | | 16,8 | 16,1 | 15,3 | |
| Costo medio dei debiti finanziari (+) | | 7,5 | 6,1 | 5,5 | |
| Incidenza media dell'indebitamento (x) | | 46,1 | 46,4 | 47,7 | |
| Costo medio del capitale (=) | | 4,3 | 5,4 | 4,7 | |
| ----- | | | | | |
| (*) • Aliquota nominale d'imposta | | 40,0 | 40,0 | 40,0 | |
| • Quota a carico dell'impresa (x) | | 98,5 | 102,4 | 112,4 | |
| • Aliquota effettiva d'imposta (=) | | 39,4 | 41,0 | 44,9 | |
| • Quota di utile distribuita (Pay-out) | | 0,0 | 219,2 | 127,7 | |

| 21. TASSO DI AUTOFINANZIAMENTO | TOP | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|--|-----|-------|-------|-------|------|
| percentuali | | | | | |
| Redditività del capitale investito | | 13,6 | 13,1 | 13,0 | |
| Costo del lavoro non pagato (+) | | 0,5 | -0,5 | 0,0 | |
| Costo medio del capitale (-) | | 4,3 | 5,4 | 4,7 | |
| Tasso di autofinanziamento (=) | | 9,8 | 7,2 | 8,2 | |
| Fattore correttivo nel tempo discreto (x) | | 104,4 | 101,3 | 103,8 | |
| Tasso di crescita garantita (=) | | 10,2 | 7,3 | 8,5 | |
| Incidenza iniziale delle fonti interne (+) | | 36,9 | 37,4 | 37,6 | |
| Incidenza finale in stato stazionario (=) | | 47,1 | 44,7 | 46,1 | |
| Indice crescita del capitale investito (I) | | 107,9 | 102,6 | 109,0 | |
| Fattore rettificativo contabile (x) | | 85,6 | 86,3 | 85,9 | |
| Incidenza finale delle fonti interne (=) | | 37,4 | 37,6 | 36,4 | |

| 22. FABBISOGNO FINANZIARIO | TOP | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|--|-----|------------|------------|------------|------|
| valori | | | | | |
| Investimenti tecnici lordi (*) | | 36.628,00 | 38.062,00 | 38.247,00 | |
| Investimenti in circolante operativo (+) | | 14.251,00 | -13.333,00 | -5.301,00 | |
| Impieghi in capitale operativo | | 50.879,00 | 24.729,00 | 32.946,00 | |
| Impieghi in attività finanziarie (+) | | 44.861,00 | 9.115,00 | 88.368,00 | |
| Fabbisogno finanziario | | 95.740,00 | 33.844,00 | 121.314,00 | |
| _____ | | | | | |
| (*) Differenza rispetto all'incremento contabile per effetto riduttivo del tasso di radiazione (%) e incrementativo del tasso di rivalutazione (%) | | -11.379,00 | -1.015,00 | 18.641,00 | |
| | | -1,02 | -0,09 | 1,45 | |
| | | -0,03 | 0,00 | -0,08 | |

| 23. COPERTURA FINANZIARIA | TOP | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|--|-----|------------|------------|------------|------|
| valori | | | | | |
| Variazione del capitale sociale | | 4.148,00 | 1.386,00 | 0,00 | |
| Variazione dei debiti finanziari (+) | | 57.200,00 | 17.349,00 | 82.264,00 | |
| Variazione delle fonti esterne | | 61.348,00 | 18.735,00 | 82.264,00 | |
| Autofinanziamento economico (+) | | 123.188,00 | 95.904,00 | 114.720,00 | |
| Rettifiche contabili (a saldo) (+) (*) | | -88.796,00 | -80.795,00 | -75.670,00 | |
| Risorse finanziarie | | 95.740,00 | 33.844,00 | 121.314,00 | |
| _____ | | | | | |
| (*) Differenza fra investimenti e incremento contabile differenza fra autofinanziamento e incremento contabile (-) | | -11.379,00 | -1.015,00 | 18.641,00 | |
| | | 77.417,00 | 79.780,00 | 94.311,00 | |

| 24. CRESCITA DEL CAPITALE | TOP | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|--|-----|-------|-------|-------|------|
| percentuali | | | | | |
| Incidenza iniziale del capitale operativo | | 92,0 | 89,3 | 88,9 | |
| Indice di crescita annuale del capitale operativo (x) | | 104,6 | 102,1 | 102,7 | |
| Incidenza finale del capitale operativo (I) | | 89,3 | 88,9 | 83,6 | |
| Indice di crescita annuale del capitale investito (=) | | 107,9 | 102,6 | 109,0 | |
| Fattore rettificativo contabile (I) | | 99,1 | 99,9 | 101,3 | |
| Indice di crescita annuale contabile del capitale (=) | | 108,9 | 102,7 | 107,6 | |
| Incidenza finale delle attività finanziarie (x) | | 10,7 | 11,1 | 16,4 | |
| Incidenza iniziale delle attività finanziarie (I) | | 8,0 | 10,7 | 11,1 | |
| Indice di crescita annuale delle attività finanziarie (=) | | 146,7 | 106,5 | 158,9 | |

| 25. POLITICA DI BILANCIO | TOP | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|--|-----|-------|-------|-------|------|
| percentuali | | | | | |
| Tasso di autofinanziamento | | 9,8 | 7,2 | 8,2 | |
| Costo del lavoro non pagato (-) | | 0,5 | -0,5 | 0,0 | |
| Aliquota tecnico-economica ammortamento (-) | | 3,8 | 3,8 | 3,8 | |
| Rettifica per impianti in costruzione (I) | | 102,3 | 102,5 | 102,1 | |
| Tempo di recupero del capitale tecnico (x) | | 89,7 | 87,0 | 87,9 | |
| Tempo di recupero del capitale operativo (I) | | 87,7 | 85,1 | 85,4 | |
| Incidenza media del capitale operativo (x) | | 90,6 | 89,1 | 86,1 | |
| Rapporto utili ritenuti / distribuiti (-) | | N/S | -54,4 | -21,7 | |
| Saggio di dividendo azionario (x) | | 0,0 | 12,1 | 8,3 | |
| Incidenza media del capitale sociale (x) | | 16,8 | 16,1 | 15,3 | |
| Incidenza rettifiche di bilancio (oneri) (-) | | 4,6 | 5,4 | 5,2 | |

| 26. AREA MERCATO E PRODOTTO | TOP | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|--|---------------|--------------|--------------|--------------|------|
| valori e percentuali | | | | | |
| Fatturato reale del periodo precedente | | 1.212.535,00 | 1.202.944,00 | 1.310.312,00 | |
| Indice di crescita annuale delle vendite (x) | | 99,21 | 108,93 | 100,26 | |
| Fatturato reale del periodo corrente (=) | | 1.202.944,00 | 1.310.312,00 | 1.313.728,00 | |
| Rapporto produzione/vendite (x) | | 100,86 | 98,85 | 99,95 | |
| Produzione lorda reale (=) | | 1.213.272,00 | 1.295.286,00 | 1.313.109,00 | |
| Fattore di produzione interna & altro (x) | | 107,27 | 107,48 | 107,49 | |
| Proventi operativi reali (=) | | 1.301.475,00 | 1.392.228,00 | 1.411.460,00 | |
| corrispondenti a un tasso di crescita percentuale pari a | | | 7,0 | 1,4 | |
| Forza media addetta alla produzione (I) | | 7.816,00 | 7.562,00 | 6.982,00 | |
| Proventi reali per addetto (=) | (€. migliaia) | 166,51 | 184,11 | 202,16 | |
| corrispondenti a un tasso di crescita percentuale pari a | | | 10,6 | 9,8 | |

| 27. AREA SCORTE PRODOTTI E L.I.C. | TOP | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|--|-----|-------|-------|-------|------|
| percentuali | | | | | |
| Tempo di rotazione iniziale | | 10,6 | 11,6 | 9,5 | |
| Indice di crescita annuale dei prezzi di vendita (I) | | 100,0 | 100,0 | 100,0 | |
| Tempo di rotazione aggiornato (=) | | 10,6 | 11,6 | 9,5 | |
| Indice di crescita delle vendite (I) | | 99,2 | 108,9 | 100,3 | |
| Tempo di rotazione modificato (=) | | 10,7 | 10,6 | 9,5 | |
| Variazione rapporto produzione/vendite (+) | | 0,9 | -1,1 | 0,0 | |
| Rettifica valutazione contabile (+) | | 0,0 | 0,0 | 0,0 | |
| Tempo di rotazione finale (=) | | 11,6 | 9,5 | 9,4 | |
| equivalente a giorni | | 42 | 35 | 34 | |

| 28. INTEGRAZIONE E PRODUTTIVITÀ | TOP | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|--|---------------|-------|-------|-------|------|
| valori e percentuali | | | | | |
| Coefficiente tecnico di produzione dei beni intermedi | | 70,7 | 72,3 | 72,1 | |
| Grado reale d'integrazione verticale | | 29,3 | 27,7 | 27,9 | |
| Proventi reali per addetto (x) | (€. migliaia) | 166,5 | 184,1 | 202,2 | |
| Valore aggiunto reale per addetto (=) | (€. migliaia) | 48,8 | 51,0 | 56,4 | |
| Produttività oraria (I) | (€. migliaia) | #N/D | #N/D | #N/D | |
| Grado di utilizzo effettivo (ore lavorate per addetto) (=) | | #N/D | #N/D | #N/D | |
| Tasso di presenza della forza lavoro (I) | | #N/D | #N/D | #N/D | |
| Ore potenziali di utilizzo del lavoro (I) | | #N/D | #N/D | #N/D | |
| Tasso di occupazione della forza lavoro (=) | | #N/D | #N/D | #N/D | |

| 29. UTILIZZO E RECUPERO CAPITALE | TOP | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|---|-----|-------|-------|-------|------|
| percentuali | | | | | |
| Rapporto effettivo capitale/prodotto | | 299,3 | 306,2 | 308,7 | |
| Grado reale d'integrazione verticale (x) | | 29,3 | 27,7 | 27,9 | |
| Rettifica per impianti in costruzione (x) | | 102,3 | 102,5 | 102,1 | |
| Indice prezzi relativi capitale/prodotto (x) | | 100,0 | 100,0 | 99,9 | |
| Tempo di recupero del capitale tecnico (=) | | 89,7 | 87,0 | 87,9 | |
| Tempo di rotazione capitale circolante (+) | | -2,0 | -1,8 | -2,5 | |
| Tempo di recupero del capitale operativo (=) equivalente a mesi | | 87,7 | 85,1 | 85,4 | |
| | | 10,5 | 10,2 | 10,2 | |

| 30. ROTAZIONE DEL CIRCOLANTE | TOP | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|---|-----|-------|-------|-------|------|
| percentuali | | | | | |
| Recupero scorte prodotti e semilavorati | | 11,1 | 10,1 | 9,4 | |
| Recupero materie prime e sussidiarie (v. tav. 5) (+) | | 7,1 | 6,9 | 6,6 | |
| Tempo medio di rotazione delle scorte | | 18,3 | 17,0 | 16,0 | |
| Dilazione di pagamento ai clienti (+) | | 6,2 | 5,9 | 5,9 | |
| Recupero altre attività operative nette (+) | | 2,6 | 3,7 | 4,9 | |
| Tempo di rotazione attività operative circolanti | | 27,2 | 26,6 | 26,9 | |
| Rapporto proventi operativi / vendite (l) | | 108,2 | 106,3 | 107,4 | |
| Dilazione di pagamento dai fornitori (-) | | 37,4 | 35,7 | 36,6 | |
| Rapporto acquisti totali / proventi operativi (x) | | 72,4 | 75,3 | 75,1 | |
| Tempo di rotazione capitale circolante (=) equivalente a giorni | | -2,0 | -1,8 | -2,5 | |
| | | -7 | -7 | -9 | |

| 31. COSTO MEDIO DEL LAVORO | TOP | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|--|-----|-------|-------|-------|------|
| valori e percentuali | | | | | |
| Costo medio della forza lavoro (€ migliaia) | | 27,1 | 28,2 | 30,6 | |
| Quota di addetti alla produzione (x) | | 100,0 | 100,0 | 100,0 | |
| Costo medio del personale organizzativo (+) | | 27,1 | 28,2 | 30,6 | |
| Quota di addetti all'organizzazione (x) | | 0,0 | 0,0 | 0,0 | |
| Costo medio del personale (€ migliaia) | | 27,1 | 28,2 | 30,6 | |
| Indice dei prezzi del prodotto (l) | | 100,0 | 100,0 | 100,0 | |
| Costo medio reale del personale (€ migliaia) | | 27,1 | 28,2 | 30,6 | |
| Quota di addetti alla produzione (l) | | 100,0 | 100,0 | 100,0 | |
| Costo di efficienza del lavoro (€ migliaia) | | 27,1 | 28,2 | 30,6 | |
| NOTA: Differenziale salariale percentuale | | 0,0 | 0,0 | 0,0 | |

| 32. REDDITIVITÀ OPERATIVA LORDA | TOP | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|---|-----|-------|-------|-------|------|
| percentuali | | | | | |
| Coefficiente tecnico di produzione dei beni intermedi | | 70,7 | 72,3 | 72,1 | |
| Indice dei prezzi relativi input / output (x) | | 100,0 | 100,0 | 100,0 | |
| Incidenza dei costi esterni sul prodotto (=) (a) | | 70,7 | 72,3 | 72,1 | |
| Costo di efficienza del lavoro (€ migliaia) | | 27,1 | 28,2 | 30,6 | |
| Proventi reali per addetto (l) (€ migliaia) | | 166,5 | 184,1 | 202,2 | |
| Incidenza costo del lavoro sul prodotto (=) (b) | | 16,3 | 15,3 | 15,1 | |
| M.O.L. per unità di valore del prodotto (100 - a - b) | | 13,0 | 12,4 | 12,8 | |
| Tempo di recupero del capitale operativo (l) | | 87,7 | 85,1 | 85,4 | |
| Tasso di redditività operativa lorda (=) | | 14,9 | 14,6 | 14,9 | |

3.1.2 Output settore Costruzione mezzi di trasporto

| 1. STRUTTURA PATRIMONIALE | | TOP | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|------------------------------------|--|-----|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|
| valori | | | | | | |
| Passività patrimoniali | | | 68.160.264,00 | 66.230.386,00 | 67.543.023,00 | 63.653.316,00 |
| Capitale netto (+) | | | 20.981.008,00 | 27.257.988,00 | 27.488.245,00 | 27.784.570,00 |
| Attività patrimoniali nette | | | 89.141.272,00 | 93.488.374,00 | 95.031.268,00 | 91.437.886,00 |
| percentuali | | | | | | |
| Passività patrimoniali | | | 76,5 | 70,8 | 71,1 | 69,6 |
| Capitale netto (+) | | | 23,5 | 29,2 | 28,9 | 30,4 |
| Attività patrimoniali nette | | | 100,0 | 100,0 | 100,0 | 100,0 |
| 2. STRUTTURA PER SCADENZA | | TOP | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
| valori | | | | | | |
| Attività correnti | | | 48.424.478,00 | 51.309.643,00 | 51.137.420,00 | 48.746.914,00 |
| Attività immobilizzate (+) | | | 40.716.794,00 | 42.178.731,00 | 43.893.848,00 | 42.690.972,00 |
| Attività patrimoniali nette | | | 89.141.272,00 | 93.488.374,00 | 95.031.268,00 | 91.437.886,00 |
| Passività correnti | | | 58.935.013,00 | 58.171.923,00 | 58.072.470,00 | 53.868.774,00 |
| Passività permanenti (+) | | | 30.206.259,00 | 35.316.451,00 | 36.958.798,00 | 37.569.112,00 |
| Passività e capitale netto | | | 89.141.272,00 | 93.488.374,00 | 95.031.268,00 | 91.437.886,00 |
| percentuali | | | | | | |
| Attività correnti | | | 54,3 | 54,9 | 53,8 | 53,3 |
| Attività immobilizzate (+) | | | 45,7 | 45,1 | 46,2 | 46,7 |
| Attività patrimoniali nette | | | 100,0 | 100,0 | 100,0 | 100,0 |
| Passività correnti | | | 66,1 | 62,2 | 61,1 | 58,9 |
| Passività permanenti (+) | | | 33,9 | 37,8 | 38,9 | 41,1 |
| Passività e capitale netto | | | 100,0 | 100,0 | 100,0 | 100,0 |

| 3. STRUTTURA DELLA LIQUIDITÀ | | TOP | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|--|--|-----|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|
| valori | | | | | | |
| Magazzino | | | 22.106.753,00 | 23.570.081,00 | 22.477.861,00 | 22.614.953,00 |
| Crediti commerciali (+) | | | 11.312.470,00 | 12.164.542,00 | 12.924.436,00 | 14.287.340,00 |
| Altre attività operative a breve (+) | | | 12.991.257,00 | 13.679.913,00 | 13.455.359,00 | 9.343.264,00 |
| Attività operative correnti | | | 46.410.480,00 | 49.414.536,00 | 48.857.656,00 | 46.245.557,00 |
| Attività finanziarie liquide (+) | | | 2.013.998,00 | 1.895.107,00 | 2.279.764,00 | 2.501.357,00 |
| Attività totali correnti (*) | | | 48.424.478,00 | 51.309.643,00 | 51.137.420,00 | 48.746.914,00 |
| Circolante netto (-) | | | -10.510.535,00 | -6.862.280,00 | -6.935.050,00 | -5.121.860,00 |
| Passività totali correnti | | | 58.935.013,00 | 58.171.923,00 | 58.072.470,00 | 53.868.774,00 |
| (*) di cui: escluso magazzino | | | 26.317.725,00 | 27.739.562,00 | 28.659.559,00 | 26.131.961,00 |
| percentuali | | | | | | |
| Magazzino | | | 37,5 | 40,5 | 38,7 | 42,0 |
| Crediti commerciali (+) | | | 19,2 | 20,9 | 22,3 | 26,5 |
| Altre attività operative a breve (+) | | | 22,0 | 23,5 | 23,2 | 17,3 |
| Attività operative correnti | | | 78,7 | 84,9 | 84,1 | 85,8 |
| Attività finanziarie liquide (+) | | | 3,4 | 3,3 | 3,9 | 4,6 |
| Attività totali correnti (*) | | | 82,2 | 88,2 | 88,1 | 90,5 |
| Circolante netto (-) | | | -17,8 | -11,8 | -11,9 | -9,5 |
| Passività totali correnti | | | 100,0 | 100,0 | 100,0 | 100,0 |
| (*) di cui: escluso magazzino | | | 44,7 | 47,7 | 49,4 | 48,5 |
| 4. PASSIVITÀ CORRENTI | | TOP | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
| valori | | | | | | |
| Debiti commerciali | | | 17.843.198,00 | 19.773.693,00 | 20.738.048,00 | 21.652.009,00 |
| Fondi rischi e spese presunte (+) | | | 4.578.672,00 | 4.711.261,00 | 5.039.290,00 | 5.163.437,00 |
| Altre passività operative a breve (+) | | | 22.161.894,00 | 21.624.746,00 | 20.969.383,00 | 21.139.638,00 |
| Passività operative correnti | | | 44.583.764,00 | 46.109.700,00 | 46.746.721,00 | 47.955.084,00 |
| Debiti finanziari a breve termine (+) | | | 14.351.249,00 | 12.062.223,00 | 11.325.749,00 | 5.913.690,00 |
| Passività totali correnti | | | 58.935.013,00 | 58.171.923,00 | 58.072.470,00 | 53.868.774,00 |
| Posizione finanziaria netta | | | 12.337.251,00 | 10.167.116,00 | 9.045.985,00 | 3.412.333,00 |
| percentuali | | | | | | |
| Debiti commerciali | | | 30,3 | 34,0 | 35,7 | 40,2 |
| Fondi rischi e spese presunte (+) | | | 7,8 | 8,1 | 8,7 | 9,6 |
| Altre passività operative a breve (+) | | | 37,6 | 37,2 | 36,1 | 39,2 |
| Passività operative correnti | | | 75,6 | 79,3 | 80,5 | 89,0 |
| Debiti finanziari a breve termine (+) | | | 24,4 | 20,7 | 19,5 | 11,0 |
| Passività totali correnti | | | 100,0 | 100,0 | 100,0 | 100,0 |
| Posizione finanziaria netta | | | 26,6 | 20,6 | 18,5 | 7,4 |
| 5. INDICI DI ROTAZIONE | | TOP | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
| <i>Tempi medi espressi in mesi</i> | | | | | | |
| Recupero del circolante netto | | | -1,7 | -1,3 | -1,0 | -1,0 |
| Dilazione dei crediti commerciali | | | 2,4 | 2,3 | 2,3 | 2,3 |
| Dilazione dei debiti commerciali | | | 3,9 | 3,9 | 3,7 | 3,7 |
| Recupero del magazzino totale (*) | | | 4,6 | 4,2 | 3,7 | 3,7 |
| (*) di cui: | | | | | | |
| Recupero prodotti e lavori in corso | | | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Recupero materie prime e suss. su acquisto di beni | | | 6,4 | 5,9 | 5,2 | 5,2 |
| Rapporto % acquisto di beni su fatturato (x) | | | 71,8 | 71,3 | 72,7 | 72,7 |
| Recupero materie prime e suss. su fatturato (=) | | | 4,6 | 4,2 | 3,7 | 3,7 |

| 6. ATTIVO IMMOBILIZZATO | TOP | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|--|-----|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|
| valori | | | | | |
| Immobiliizzi tecnici lordi in esercizio | | 28.110.529,00 | 29.178.104,00 | 30.963.887,00 | 32.862.242,00 |
| Fondo ammortamento (-) | | 18.059.191,00 | 18.628.173,00 | 19.573.410,00 | 20.821.210,00 |
| Immobiliizzi tecnici netti in esercizio | | 10.051.338,00 | 10.549.931,00 | 11.390.477,00 | 12.041.032,00 |
| Immobiliizzi tecnici in costruzione (+) | | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Immobilizzazioni materiali nette | | 10.051.338,00 | 10.549.931,00 | 11.390.477,00 | 12.041.032,00 |
| Immobilizzazioni immateriali (+) | | 9.567.787,00 | 9.673.805,00 | 9.632.327,00 | 9.359.840,00 |
| Immobilizzazioni finanziarie (+) | | 21.097.669,00 | 21.954.995,00 | 22.871.044,00 | 21.290.100,00 |
| Attività totali immobilizzate | | 40.716.794,00 | 42.178.731,00 | 43.893.848,00 | 42.690.972,00 |
| Immobilizzazioni materiali nette | | | | | |
| | | 10.051.338,00 | 10.549.931,00 | 11.390.477,00 | 12.041.032,00 |
| Immobilizzazioni finanziarie (+) | | | | | |
| | | 21.097.669,00 | 21.954.995,00 | 22.871.044,00 | 21.290.100,00 |
| Attività totali immobilizzate tangibili | | 31.149.007,00 | 32.504.926,00 | 34.261.521,00 | 33.331.132,00 |
| percentuali | | | | | |
| Immobiliizzi tecnici lordi in esercizio | | 69,0 | 69,2 | 70,5 | 77,0 |
| Fondo ammortamento (-) | | 44,4 | 44,2 | 44,6 | 48,8 |
| Immobiliizzi tecnici netti in esercizio | | 24,7 | 25,0 | 26,0 | 28,2 |
| Immobiliizzi tecnici in costruzione (+) | | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Immobilizzazioni materiali nette | | 24,7 | 25,0 | 26,0 | 28,2 |
| Immobilizzazioni immateriali (+) | | 23,5 | 22,9 | 21,9 | 21,9 |
| Immobilizzazioni finanziarie (+) | | 51,8 | 52,1 | 52,1 | 49,9 |
| Attività totali immobilizzate | | 100,0 | 100,0 | 100,0 | 100,0 |
| Immobilizzazioni materiali nette | | | | | |
| | | 32,3 | 32,5 | 33,2 | 36,1 |
| Immobilizzazioni finanziarie (+) | | | | | |
| | | 67,7 | 67,5 | 66,8 | 63,9 |
| Attività totali immobilizzate tangibili | | 100,0 | 100,0 | 100,0 | 100,0 |
| Grado di ammortamento | | 64,2 | 63,8 | 63,2 | 63,4 |

| 7. PASSIVO PERMANENTE | TOP | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|---|-----|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|
| valori | | | | | |
| Capitale sociale versato | | 14.305.803,00 | 12.825.957,00 | 13.372.468,00 | 14.588.831,00 |
| Riserve nette (+) | | 7.820.020,00 | 15.767.351,00 | 15.214.011,00 | 13.340.270,00 |
| Reddito dell'esercizio (+) | | -1.144.815,00 | -1.335.320,00 | -1.098.234,00 | -144.531,00 |
| Capitale o patrimonio netto | | 20.981.008,00 | 27.257.988,00 | 27.488.245,00 | 27.784.570,00 |
| Fondi relativi al personale (+) | | 1.807.782,00 | 1.787.450,00 | 1.678.562,00 | 1.641.432,00 |
| Debiti finanziari consolidati (+) | | 7.417.469,00 | 6.271.013,00 | 7.791.991,00 | 8.143.110,00 |
| Passività totali permanenti | | 30.206.259,00 | 35.316.451,00 | 36.958.798,00 | 37.569.112,00 |
| Copertura netta a lungo termine (-) | | -10.510.535,00 | -6.862.280,00 | -6.935.050,00 | -5.121.860,00 |
| Attività totali immobilizzate | | 40.716.794,00 | 42.178.731,00 | 43.893.848,00 | 42.690.972,00 |
| Patrimonio netto tangibile | | | | | |
| | | 11.413.221,00 | 17.584.183,00 | 17.855.918,00 | 18.424.730,00 |
| Margine di struttura | | | | | |
| | | 19.735.786,00 | 14.920.743,00 | 16.405.603,00 | 14.906.402,00 |
| percentuali | | | | | |
| Capitale sociale versato | | 35,1 | 30,4 | 30,5 | 34,2 |
| Riserve nette (+) | | 19,2 | 37,4 | 34,7 | 31,2 |
| Reddito dell'esercizio (+) | | -2,8 | -3,2 | -2,5 | -0,3 |
| Capitale o patrimonio netto | | 51,5 | 64,6 | 62,6 | 65,1 |
| Fondi relativi al personale (+) | | 4,4 | 4,2 | 3,8 | 3,8 |
| Debiti finanziari consolidati (+) | | 18,2 | 14,9 | 17,8 | 19,1 |
| Passività totali permanenti | | 74,2 | 83,7 | 84,2 | 88,0 |
| Copertura netta a lungo termine (-) | | -25,8 | -16,3 | -15,8 | -12,0 |
| Attività totali immobilizzate | | 100,0 | 100,0 | 100,0 | 100,0 |
| Incidenza del patrimonio netto tangibile | | | | | |
| | | 36,6 | 54,1 | 52,1 | 55,3 |
| Incidenza del margine di struttura tangibile | | | | | |
| | | 63,4 | 45,9 | 47,9 | 44,7 |

| 8. INDICI DI INDEBITAMENTO | TOP | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|--|-----|-------|-------|-------|-------|
| percentuali | | | | | |
| Grado d'indebitamento complessivo (passività su capitale netto) | | 324,9 | 243,0 | 245,7 | 229,1 |
| Grado d'indebitamento finanziario netto | | | -5,7 | -8,8 | -10,9 |
| • a breve termine su fatturato | | 18,8 | 14,6 | 8,6 | |
| • a medio-lungo termine su fatturato | | -24,6 | -23,3 | -19,5 | |
| Quota d'indebitamento finanziario netto | | -16,6 | -26,7 | -39,9 | |
| Recupero del capitale operativo netto | | 34,6 | 32,7 | 27,3 | |
| Grado d'indebitamento finanziario netto | | -5,7 | -8,8 | -10,9 | |

| 9. STRUTTURA DEI PROVENTI | TOP | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|---|-----|----------------------|----------------------|----------------------|------|
| valori | | | | | |
| Fatturato netto | | 59.753.836,00 | 65.963.038,00 | 72.259.728,00 | |
| Variazione rimanenze prodotti e lavori in corso (+) | | 386.970,00 | 143.744,00 | 460.141,00 | |
| Valore della produzione lorda | | 60.140.806,00 | 66.106.782,00 | 72.719.869,00 | |
| Costi capitalizzati a immobilizzi tecnici (+) | | 1.539.197,00 | 1.531.502,00 | 1.709.444,00 | |
| Altri ricavi accessori netti (+) | | 2.046.704,00 | 1.901.732,00 | 1.833.351,00 | |
| Proventi operativi | | 63.726.707,00 | 69.540.016,00 | 76.262.664,00 | |
| percentuali | | | | | |
| Fatturato netto | | 93,8 | 94,9 | 94,8 | |
| Variazione rimanenze prodotti e lavori in corso (+) | | 0,6 | 0,2 | 0,6 | |
| Valore della produzione lorda | | 94,4 | 95,1 | 95,4 | |
| Costi capitalizzati a immobilizzi tecnici (+) | | 2,4 | 2,2 | 2,2 | |
| Altri ricavi accessori netti (+) | | 3,2 | 2,7 | 2,4 | |
| Proventi operativi | | 100,0 | 100,0 | 100,0 | |

| 10. RIPARTO DEI PROVENTI OPERATIVI | TOP | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|--|-----|---------------------|---------------------|----------------------|------|
| valori | | | | | |
| Proventi operativi | | 63.726.707,00 | 69.540.016,00 | 76.262.664,00 | |
| Costi esterni operativi (-) (*) | | 55.111.250,00 | 60.056.477,00 | 65.516.100,00 | |
| Valore aggiunto lordo | | 8.615.457,00 | 9.483.539,00 | 10.746.564,00 | |
| Costo del lavoro (-) | | 7.113.863,00 | 7.449.916,00 | 7.624.931,00 | |
| Reddito o margine operativo lordo (MOL) | | 1.501.594,00 | 2.033.623,00 | 3.121.633,00 | |
| (*) di cui: prestazioni di servizi | | 12.195.439,00 | 13.049.328,00 | 13.001.139,00 | |
| percentuali | | | | | |
| Proventi operativi | | 100,0 | 100,0 | 100,0 | |
| Costi esterni operativi (-) | | 86,5 | 86,4 | 85,9 | |
| Valore aggiunto lordo | | 13,5 | 13,6 | 14,1 | |
| Costo del lavoro (-) | | 11,2 | 10,7 | 10,0 | |
| Reddito o margine operativo lordo (MOL) | | 2,4 | 2,9 | 4,1 | |
| (*) di cui: prestazioni di servizi | | 19,1 | 18,8 | 17,0 | |
| E DEL VALORE AGGIUNTO | | | | | |
| Costo del lavoro | | 82,6 | 78,6 | 71,0 | |
| Reddito o margine operativo lordo (MOL) | | 17,4 | 21,4 | 29,0 | |

| 11. RIPARTO DEL REDDITO OPERATIVO | TOP | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|--|-----|--------------|--------------|--------------|------|
| valori | | | | | |
| Reddito o margine operativo lordo (MOL) | | 1.501.594,00 | 2.033.623,00 | 3.121.633,00 | |
| Ammortamenti tecnico-economici (-) | | 1.518.148,77 | 1.593.762,76 | 1.691.392,42 | |
| Reddito o margine operativo netto (MON) | | -16.554,77 | 439.860,24 | 1.430.240,58 | |
| Oneri finanziari netti (-) | | -34.873,00 | -69.012,00 | -326.787,00 | |
| Reddito corrente ante imposte | | 18.318,23 | 508.872,24 | 1.757.027,58 | |
| percentuali | | | | | |
| Reddito o margine operativo lordo (MOL) | | 100,0 | 100,0 | 100,0 | |
| Ammortamenti tecnico-economici (-) | | 101,1 | 78,4 | 54,2 | |
| Reddito o margine operativo netto (MON) | | -1,1 | 21,6 | 45,8 | |
| Oneri finanziari netti (-) | | -2,3 | -3,4 | -10,5 | |
| Reddito corrente ante imposte | | 1,2 | 25,0 | 56,3 | |
| E DEL REDDITO OPERATIVO NETTO | | | | | |
| Oneri finanziari netti | | 210,7 | -15,7 | -22,8 | |
| Reddito corrente ante imposte | | -110,7 | 115,7 | 122,8 | |

| 12. FORMAZIONE DEL PROFITTO | TOP | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|---|-----|---------------|---------------|---------------|------|
| valori | | | | | |
| Reddito corrente ante imposte | | 18.318,23 | 508.872,24 | 1.757.027,58 | |
| Rettifiche di bilancio (+) (*) | | -1.101.496,23 | -1.302.855,24 | -1.521.978,58 | |
| Reddito imponibile | | -1.083.178,00 | -793.983,00 | 235.049,00 | |
| Oneri fiscali (imposte sul reddito) (-) | | 252.142,00 | 304.251,00 | 379.580,00 | |
| Reddito d'esercizio di bilancio | | -1.335.320,00 | -1.098.234,00 | -144.531,00 | |
| (*) imputabili a: | | | | | |
| • Eccesso (-) o carenza (+) di ammortamenti | | 20.834,77 | -8.030,24 | -15.067,58 | |
| • Altre rettifiche | | -1.122.331,00 | -1.294.825,00 | -1.506.911,00 | |
| percentuali | | | | | |
| Reddito corrente ante imposte | | -1,7 | -64,1 | 747,5 | |
| Rettifiche di bilancio (+) (*) | | 101,7 | 164,1 | -647,5 | |
| Reddito imponibile | | 100,0 | 100,0 | 100,0 | |
| Oneri fiscali (imposte sul reddito) (-) | | -23,3 | -38,3 | 161,5 | |
| Reddito d'esercizio di bilancio | | 123,3 | 138,3 | -61,5 | |
| (*) imputabili a: | | | | | |
| • Eccesso (-) o carenza (+) di ammortamenti | | -1,9 | 1,0 | -6,4 | |
| • Altre rettifiche | | 103,6 | 163,1 | -641,1 | |

| 13. ANALISI DEL ROI | TOP | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|--|-----------------|-------|-------|-------|------|
| percentuali | | | | | |
| VALORE AGGIUNTO / FATTURATO | | 14,4 | 14,4 | 14,9 | |
| Costo medio del lavoro (-) | (migliaia di €) | 52,3 | 54,3 | 55,9 | |
| Fatturato pro capite (l) | (migliaia di €) | 439,4 | 480,8 | 529,7 | |
| Tasso o aliquota d'ammortamento (-) | | 5,3 | 5,3 | 5,3 | |
| Capitale tecnico per unità di fatturato (x) | | 47,9 | 45,6 | 44,2 | |
| REDDITIVITÀ NETTA DELLE VENDITE (=) | | 0,0 | 0,7 | 2,0 | |
| Tempo di recupero del capitale operativo netto (l) | | 34,6 | 32,7 | 27,3 | |
| ROI (RETURN ON INVESTMENT) (=) | | -0,1 | 2,0 | 7,2 | |

| 14. ANALISI DEL ROE | TOP | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|---|-----|------|----------|--------|-------|
| percentuali | | | | | |
| ROI (Return On Investment) | | | -0,1 | 2,0 | 7,2 |
| Compenso per il rischio operativo (+) | | | -1,1 | 0,8 | 3,1 |
| Rapporto di leva finanziaria (x) | | | -14,2 | -21,1 | -28,5 |
| ROE ante imposte e rettifiche (=) | | | 0,1 | 1,9 | 6,4 |
| Moltiplicatore delle rettifiche di bilancio (x) | | | -5.913,1 | -156,0 | 13,4 |
| Deflatore fiscale (x) | | | 123,3 | 138,3 | -61,5 |
| ROE (Return On Equity) DI BILANCIO (=) | | | -5,5 | -4,0 | -0,5 |
| Indice della quotazione di mercato (I) | | #N/D | #N/D | #N/D | #N/D |
| ROE DI MERCATO (Costo capitale azionario) | | #N/D | #N/D | #N/D | #N/D |

| 15. CAPITALE INVESTITO LORDO | TOP | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|--|-----|---------------|---------------|---------------|---------------|
| valori | | | | | |
| Capitale operativo tecnico | | 28.110.529,00 | 29.178.104,00 | 30.963.887,00 | 32.862.242,00 |
| Capitale operativo circolante (+) | | 6.405.388,00 | 8.016.097,00 | 7.150.225,00 | 3.453.910,00 |
| Capitale operativo totale | | 34.515.917,00 | 37.194.201,00 | 38.114.112,00 | 36.316.152,00 |
| Attività finanziarie (+) (*) | | 23.111.667,00 | 23.850.102,00 | 25.150.808,00 | 23.791.457,00 |
| Capitale investito nell'impresa | | 57.627.584,00 | 61.044.303,00 | 63.264.920,00 | 60.107.609,00 |
| (*) di cui: partecipazioni strategiche | | 18.804.444,00 | 19.702.958,00 | 20.238.061,00 | 17.361.774,00 |
| attività liquidabili | | 4.307.223,00 | 4.147.144,00 | 4.912.747,00 | 6.429.683,00 |
| percentuali | | | | | |
| Capitale operativo tecnico | | 48,8 | 47,8 | 48,9 | 54,7 |
| Capitale operativo circolante (+) | | 11,1 | 13,1 | 11,3 | 5,7 |
| Capitale operativo totale | | 59,9 | 60,9 | 60,2 | 60,4 |
| Attività finanziarie (+) (*) | | 40,1 | 39,1 | 39,8 | 39,6 |
| Capitale investito nell'impresa | | 100,0 | 100,0 | 100,0 | 100,0 |
| E ATTIVITÀ FINANZIARIE | | | | | |
| Partecipazioni strategiche | | 81,4 | 82,6 | 80,5 | 73,0 |
| Attività liquidabili | | 18,6 | 17,4 | 19,5 | 27,0 |
| Totale | | 100,0 | 100,0 | 100,0 | 100,0 |

| 16. FONTI FINANZIARIE | TOP | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|-------------------------------|-----|---------------|---------------|---------------|---------------|
| valori | | | | | |
| Capitale sociale versato | | 14.305.803,00 | 12.825.957,00 | 13.372.468,00 | 14.588.831,00 |
| Debiti finanziari (+) | | 21.768.718,00 | 18.333.236,00 | 19.117.740,00 | 14.056.800,00 |
| Fonti finanziarie esterne | | 36.074.521,00 | 31.159.193,00 | 32.490.208,00 | 28.645.631,00 |
| Fonti finanziarie interne (+) | | 21.553.063,00 | 29.885.110,00 | 30.774.712,00 | 31.461.978,00 |
| Fonti di finanziamento | | 57.627.584,00 | 61.044.303,00 | 63.264.920,00 | 60.107.609,00 |
| percentuali | | | | | |
| Capitale sociale versato | | 24,8 | 21,0 | 21,1 | 24,3 |
| Debiti finanziari (+) | | 37,8 | 30,0 | 30,2 | 23,4 |
| Fonti finanziarie esterne | | 62,6 | 51,0 | 51,4 | 47,7 |
| Fonti finanziarie interne (+) | | 37,4 | 49,0 | 48,6 | 52,3 |
| Fonti di finanziamento | | 100,0 | 100,0 | 100,0 | 100,0 |
| E FONTI ESTERNE | | | | | |
| Capitale sociale versato | | 39,7 | 41,2 | 41,2 | 50,9 |
| Debiti finanziari (+) | | 60,3 | 58,8 | 58,8 | 49,1 |
| Totale | | 100,0 | 100,0 | 100,0 | 100,0 |

| 17. AUTOFINANZIAMENTO ECONOMICO | TOP | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|------------------------------------|-----|---------------------|---------------------|---------------------|------|
| valori | | | | | |
| Reddito operativo lordo | | 1.501.594,00 | 2.033.623,00 | 3.121.633,00 | |
| Proventi finanziari (+) | | 1.375.336,00 | 1.359.328,00 | 1.229.419,00 | |
| Reddito aziendale lordo | | 2.876.930,00 | 3.392.951,00 | 4.351.052,00 | |
| Costo del lavoro non pagato (+) | | -20.332,00 | -108.888,00 | -37.130,00 | |
| Costo del capitale esterno (-) | | 2.094.385,00 | 1.775.112,00 | 1.433.900,00 | |
| Autofinanziamento economico | | 762.213,00 | 1.508.951,00 | 2.880.022,00 | |

| 18. COSTO DEL CAPITALE ESTERNO | TOP | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|---|-----|---------------------|---------------------|---------------------|------|
| valori | | | | | |
| Dividendi agli azionisti | | 501.780,00 | 180.545,00 | 151.688,00 | |
| Oneri fiscali (imposte sul reddito) (+) | | 252.142,00 | 304.251,00 | 379.580,00 | |
| Costo del capitale sociale | | 753.922,00 | 484.796,00 | 531.268,00 | |
| Oneri finanziari (+) | | 1.340.463,00 | 1.290.316,00 | 902.632,00 | |
| Costo del capitale esterno | | 2.094.385,00 | 1.775.112,00 | 1.433.900,00 | |

| 19. REDDITIVITÀ LORDA DEL CAPITALE | TOP | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|--|-----|------------|------------|------------|------|
| percentuali | | | | | |
| Tasso di redditività operativa | | 4,2 | 5,4 | 8,4 | |
| Incidenza media del capitale operativo (x) | | 60,4 | 60,6 | 60,3 | |
| Rendimento delle attività finanziarie (+) | | 5,9 | 5,5 | 5,0 | |
| Incidenza media attività finanziarie (x) (*) | | 39,6 | 39,4 | 39,7 | |
| Redditività del capitale investito (=) | | 4,8 | 5,5 | 7,1 | |
| (*) di cui: partecipazioni strategiche | | | | | |
| attività liquidabili | | 82,0 | 81,5 | 76,8 | |
| | | 18,0 | 18,5 | 23,2 | |
| | | 100,0 | 100,0 | 100,0 | |

| 20. COSTO UNITARIO DEL CAPITALE | TOP | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|--|-----|--------------|--------------|--------------|------|
| percentuali | | | | | |
| Saggio di dividendo azionario | | 3,7 | 1,4 | 1,1 | |
| Moltiplicatore fiscale effettivo (x) (*) | | 150,2 | 268,5 | 350,2 | |
| Costo medio del capitale sociale (=) | | 5,6 | 3,7 | 3,8 | |
| Incidenza media del capitale sociale (x) | | 22,9 | 21,1 | 22,7 | |
| Costo medio dei debiti finanziari (+) | | 6,7 | 6,9 | 5,4 | |
| Incidenza media dell'indebitamento (x) | | 33,8 | 30,1 | 26,9 | |
| Costo medio del capitale (=) | | 3,5 | 2,9 | 2,3 | |
| (*) • Aliquota nominale d'imposta | | | | | |
| • Quota a carico dell'impresa (x) | | 40,0 | 40,0 | 40,0 | |
| • Aliquota effettiva d'imposta (=) | | -23,3 | -38,3 | 161,5 | |
| • Quota di utile distribuita (Pay-out) | | -37,6 | -16,4 | -105,0 | |

| 21. TASSO DI AUTOFINANZIAMENTO | TOP | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|--|-----|-------|-------|------|------|
| percentuali | | | | | |
| Redditività del capitale investito | | 4,8 | 5,5 | 7,1 | |
| Costo del lavoro non pagato (+) | | 0,0 | -0,2 | -0,1 | |
| Costo medio del capitale (-) | | 3,5 | 2,9 | 2,3 | |
| Tasso di autofinanziamento (=) | | 1,3 | 2,4 | 4,7 | |
| Fattore correttivo nel tempo discreto (x) | | 103,0 | 101,8 | 97,5 | |
| Tasso di crescita garantita (=) | | 1,3 | 2,5 | 4,6 | |
| Incidenza iniziale delle fonti interne (+) | | 37,4 | 49,0 | 48,6 | |
| Incidenza finale in stato stazionario (=) | | 38,7 | 51,4 | 53,2 | |
| Indice crescita del capitale investito (I) | | 108,1 | 104,9 | 96,0 | |
| Fattore rettificativo contabile (x) | | 136,7 | 99,2 | 94,5 | |
| Incidenza finale delle fonti interne (=) | | 49,0 | 48,6 | 52,3 | |

| 22. FABBISOGNO FINANZIARIO | TOP | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|--|-----|--------------|--------------|---------------|------|
| valori | | | | | |
| Investimenti tecnici lordi (*) | | 2.341.872,00 | 2.553.609,00 | 2.547.039,00 | |
| Investimenti in circolante operativo (+) | | 1.610.709,00 | -865.872,00 | -3.696.315,00 | |
| Impieghi in capitale operativo | | 3.952.581,00 | 1.687.737,00 | -1.149.276,00 | |
| Impieghi in attività finanziarie (+) | | 738.435,00 | 1.300.706,00 | -1.359.351,00 | |
| Fabbisogno finanziario | | 4.691.016,00 | 2.988.443,00 | -2.508.627,00 | |
| _____ | | | | | |
| (*) Differenza rispetto all'incremento contabile per effetto riduttivo del tasso di radiazione (%) e incrementativo del tasso di rivalutazione (%) | | 1.274.297,00 | 767.826,00 | 648.684,00 | |
| | | 4,27 | 2,36 | 1,96 | |
| | | -0,17 | -0,19 | -0,07 | |

| 23. COPERTURA FINANZIARIA | TOP | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|--|-----|---------------|--------------|---------------|------|
| valori | | | | | |
| Variazione del capitale sociale | | -1.479.846,00 | 546.511,00 | 1.216.363,00 | |
| Variazione dei debiti finanziari (+) | | -3.435.482,00 | 784.504,00 | -5.060.940,00 | |
| Variazione delle fonti esterne | | -4.915.328,00 | 1.331.015,00 | -3.844.577,00 | |
| Autofinanziamento economico (+) | | 762.213,00 | 1.508.951,00 | 2.880.022,00 | |
| Rettifiche contabili (a saldo) (+) (*) | | 8.844.131,00 | 148.477,00 | -1.544.072,00 | |
| Risorse finanziarie | | 4.691.016,00 | 2.988.443,00 | -2.508.627,00 | |
| _____ | | | | | |
| (*) Differenza fra investimenti e incremento contabile differenza fra autofinanziamento e incremento contabile (-) | | 1.274.297,00 | 767.826,00 | 648.684,00 | |
| | | -7.569.834,00 | 619.349,00 | 2.192.756,00 | |

| 24. CRESCITA DEL CAPITALE | TOP | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|--|-----|-------|-------|-------|------|
| percentuali | | | | | |
| Incidenza iniziale del capitale operativo | | 59,9 | 60,9 | 60,2 | |
| Indice di crescita annuale del capitale operativo (x) | | 111,5 | 104,5 | 97,0 | |
| Incidenza finale del capitale operativo (I) | | 60,9 | 60,2 | 60,4 | |
| Indice di crescita annuale del capitale investito (=) | | 108,1 | 104,9 | 96,0 | |
| Fattore rettificativo contabile (I) | | 102,1 | 101,2 | 101,1 | |
| Indice di crescita annuale contabile del capitale (=) | | 105,9 | 103,6 | 95,0 | |
| Incidenza finale delle attività finanziarie (x) | | 39,1 | 39,8 | 39,6 | |
| Incidenza iniziale delle attività finanziarie (I) | | 40,1 | 39,1 | 39,8 | |
| Indice di crescita annuale delle attività finanziarie (=) | | 103,2 | 105,5 | 94,6 | |

| 25. POLITICA DI BILANCIO | TOP | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|--|-----|------|--------|--------|--------|
| percentuali | | | | | |
| Tasso di autofinanziamento | | | 1,3 | 2,4 | 4,7 |
| Costo del lavoro non pagato (-) | | | 0,0 | -0,2 | -0,1 |
| Aliquota tecnico-economica ammortamento (-) | | | 5,3 | 5,3 | 5,3 |
| Rettifica per impianti in costruzione (I) | | | 100,0 | 100,0 | 100,0 |
| Tempo di recupero del capitale tecnico (x) | | | 44,9 | 43,2 | 41,8 |
| Tempo di recupero del capitale operativo (I) | | | 56,3 | 54,1 | 48,8 |
| Incidenza media del capitale operativo (x) | | | 60,4 | 60,6 | 60,3 |
| Rapporto utili ritenuti / distribuiti (-) | | | -366,1 | -708,3 | -195,3 |
| Saggio di dividendo azionario (x) | | | 3,7 | 1,4 | 1,1 |
| Incidenza media del capitale sociale (x) | | | 22,9 | 21,1 | 22,7 |
| Incidenza rettifiche di bilancio (oneri) (-) | | | 1,9 | 2,1 | 2,5 |

| 26. AREA MERCATO E PRODOTTO | TOP | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|--|---------------|---------------|---------------|---------------|------|
| valori e percentuali | | | | | |
| Fatturato reale del periodo precedente | | 54.214.221,00 | 59.753.836,00 | 65.963.038,00 | |
| Indice di crescita annuale delle vendite (x) | | 110,22 | 110,39 | 109,55 | |
| Fatturato reale del periodo corrente (=) | | 59.753.836,00 | 65.963.038,00 | 72.259.728,00 | |
| Rapporto produzione/vendite (x) | | 100,65 | 100,22 | 100,64 | |
| Produzione lorda reale (=) | | 60.140.806,00 | 66.106.782,00 | 72.719.869,00 | |
| Fattore di produzione interna & altro (x) | | 105,96 | 105,19 | 104,87 | |
| Proventi operativi reali (=) | | 63.726.707,00 | 69.540.016,00 | 76.262.664,00 | |
| corrispondenti a un tasso di crescita percentuale pari a | | | 9,1 | 9,7 | |
| Forza media addetta alla produzione (I) | | 135.979,00 | 137.185,00 | 136.427,00 | |
| Proventi reali per addetto (=) | (€. migliaia) | 468,65 | 506,91 | 559,00 | |
| corrispondenti a un tasso di crescita percentuale pari a | | | 8,2 | 10,3 | |

| 27. AREA SCORTE PRODOTTI E L.I.C. | TOP | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|--|-----|-------|-------|-------|------|
| percentuali | | | | | |
| Tempo di rotazione iniziale | | 0,0 | 0,0 | 0,0 | |
| Indice di crescita annuale dei prezzi di vendita (I) | | 100,0 | 100,0 | 100,0 | |
| Tempo di rotazione aggiornato (=) | | 0,0 | 0,0 | 0,0 | |
| Indice di crescita delle vendite (I) | | 110,2 | 110,4 | 109,5 | |
| Tempo di rotazione modificato (=) | | 0,0 | 0,0 | 0,0 | |
| Variazione rapporto produzione/vendite (+) | | 0,6 | 0,2 | 0,6 | |
| Rettifica valutazione contabile (+) | | -0,6 | -0,2 | -0,6 | |
| Tempo di rotazione finale (=) | | 0,0 | 0,0 | 0,0 | |
| equivalente a giorni | | 0 | 0 | 0 | |

| 28. INTEGRAZIONE E PRODUTTIVITÀ | TOP | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|--|---------------|-------|-------|-------|------|
| valori e percentuali | | | | | |
| Coefficiente tecnico di produzione dei beni intermedi | | 86,5 | 86,4 | 85,9 | |
| Grado reale d'integrazione verticale | | 13,5 | 13,6 | 14,1 | |
| Proventi reali per addetto (x) | (€. migliaia) | 468,7 | 506,9 | 559,0 | |
| Valore aggiunto reale per addetto (=) | (€. migliaia) | 63,4 | 69,1 | 78,8 | |
| Produttività oraria (I) | (€. migliaia) | #N/D | #N/D | #N/D | |
| Grado di utilizzo effettivo (ore lavorate per addetto) (=) | | #N/D | #N/D | #N/D | |
| Tasso di presenza della forza lavoro (I) | | #N/D | #N/D | #N/D | |
| Ore potenziali di utilizzo del lavoro (I) | | #N/D | #N/D | #N/D | |
| Tasso di occupazione della forza lavoro (=) | | #N/D | #N/D | #N/D | |

| 29. UTILIZZO E RECUPERO CAPITALE | TOP | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|---|-----|-------|-------|-------|-------|
| percentuali | | | | | |
| Rapporto effettivo capitale/prodotto | | | 332,8 | 317,9 | 298,0 |
| Grado reale d'integrazione verticale (x) | | 13,5 | 13,6 | 14,1 | |
| Rettifica per impianti in costruzione (x) | | 100,0 | 100,0 | 100,0 | |
| Indice prezzi relativi capitale/prodotto (x) | | 99,9 | 99,7 | 99,6 | |
| Tempo di recupero del capitale tecnico (=) | | 44,9 | 43,2 | 41,8 | |
| Tempo di rotazione capitale circolante (+) | | 11,3 | 10,9 | 7,0 | |
| Tempo di recupero del capitale operativo (=) equivalente a mesi | | 56,3 | 54,1 | 48,8 | |
| | | 6,8 | 6,5 | 5,9 | |

| 30. ROTAZIONE DEL CIRCOLANTE | TOP | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|---|-----|-------|-------|-------|------|
| percentuali | | | | | |
| Recupero scorte prodotti e semilavorati | | 0,0 | 0,0 | 0,0 | |
| Recupero materie prime e sussidiarie (v. tav. 5) (+) | | 38,2 | 34,9 | 31,2 | |
| Tempo medio di rotazione delle scorte | | 38,2 | 34,9 | 31,2 | |
| Dilazione di pagamento ai clienti (+) | | 19,6 | 19,0 | 18,8 | |
| Recupero altre attività operative nette (+) | | -14,3 | -11,7 | -13,4 | |
| Tempo di rotazione attività operative circolanti | | 43,5 | 42,2 | 36,7 | |
| Rapporto proventi operativi / vendite (l) | | 106,6 | 105,4 | 105,5 | |
| Dilazione di pagamento dai fornitori (-) | | 32,7 | 32,4 | 31,1 | |
| Rapporto acquisti totali / proventi operativi (x) | | 90,2 | 90,0 | 89,2 | |
| Tempo di rotazione capitale circolante (=) equivalente a giorni | | 11,3 | 10,9 | 7,0 | |
| | | 41 | 40 | 25 | |

| 31. COSTO MEDIO DEL LAVORO | TOP | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|--|-----|-------|-------|-------|------|
| valori e percentuali | | | | | |
| Costo medio della forza lavoro (€ migliaia) | | 52,3 | 54,3 | 55,9 | |
| Quota di addetti alla produzione (x) | | 100,0 | 100,0 | 100,0 | |
| Costo medio del personale organizzativo (+) | | 52,3 | 54,3 | 55,9 | |
| Quota di addetti all'organizzazione (x) | | 0,0 | 0,0 | 0,0 | |
| Costo medio del personale (€ migliaia) | | 52,3 | 54,3 | 55,9 | |
| Indice dei prezzi del prodotto (l) | | 100,0 | 100,0 | 100,0 | |
| Costo medio reale del personale (€ migliaia) | | 52,3 | 54,3 | 55,9 | |
| Quota di addetti alla produzione (l) | | 100,0 | 100,0 | 100,0 | |
| Costo di efficienza del lavoro (€ migliaia) | | 52,3 | 54,3 | 55,9 | |
| NOTA: Differenziale salariale percentuale | | 0,0 | 0,0 | 0,0 | |

| 32. REDDITIVITÀ OPERATIVA LORDA | TOP | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|---|-----|-------|-------|-------|------|
| percentuali | | | | | |
| Coefficiente tecnico di produzione dei beni intermedi | | 86,5 | 86,4 | 85,9 | |
| Indice dei prezzi relativi input / output (x) | | 100,0 | 100,0 | 100,0 | |
| Incidenza dei costi esterni sul prodotto (=) (a) | | 86,5 | 86,4 | 85,9 | |
| Costo di efficienza del lavoro (€ migliaia) | | 52,3 | 54,3 | 55,9 | |
| Proventi reali per addetto (l) (€ migliaia) | | 468,7 | 506,9 | 559,0 | |
| Incidenza costo del lavoro sul prodotto (=) (b) | | 11,2 | 10,7 | 10,0 | |
| M.O.L. per unità di valore del prodotto (100 - a - b) | | 2,4 | 2,9 | 4,1 | |
| Tempo di recupero del capitale operativo (l) | | 56,3 | 54,1 | 48,8 | |
| Tasso di redditività operativa lorda (=) | | 4,2 | 5,4 | 8,4 | |

Capitolo 4

4.1 Analisi tradizionale - patrimonio

Il sistema di contabilità tradizionale fornisce gli elementi per effettuare un'analisi del bilancio dell'impresa che ha come *punti focali*:

- l'equilibrio del conto patrimoniale in relazione alla scadenza;
- la redditività del capitale netto.

Gli intermediari finanziari sono ovviamente più interessati al primo tipo di analisi, mentre gli azionisti dell'impresa al secondo.

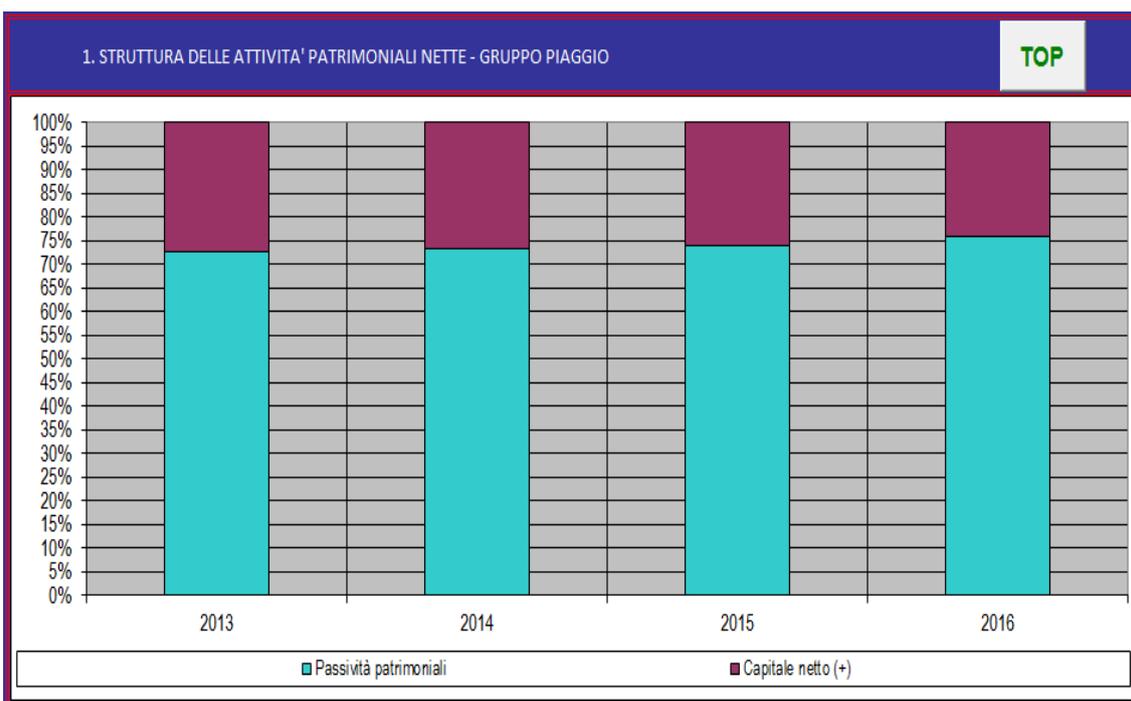
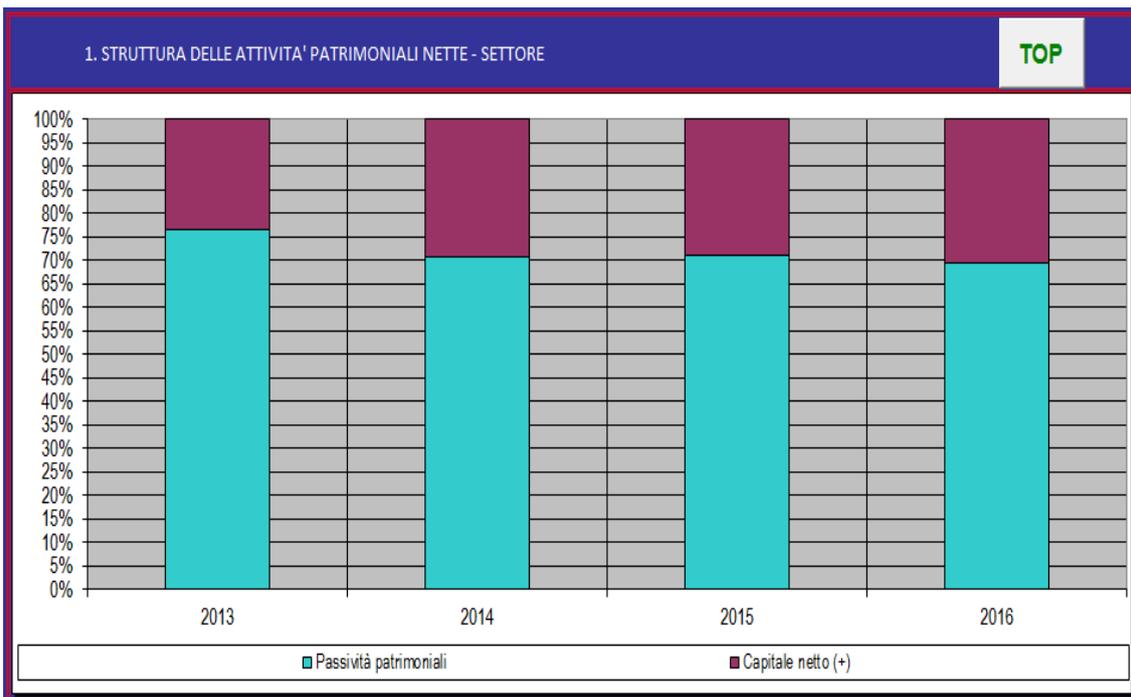
Lo stato patrimoniale dell'impresa è composto dalle *attività patrimoniali nette* ATN, che costituiscono il capitale di proprietà della stessa, dalle *passività* PA, che rappresentano i debiti che l'impresa ha assunto durante la sua gestione, e dal *capitale o patrimonio netto* KN, misurato dalla differenza fra attività e passività, che rappresenta la ricchezza netta dell'impresa. Possiamo dunque riproporre la seguente relazione:

$$ATN = PA + KN$$

ove abbiamo considerato fra le attività gli *immobilizzi tecnici operanti al netto del fondo ammortamento*.

4.1.1 Struttura patrimoniale

La tavola 1 (pag. 38, pag. 48) consente di valutare la struttura patrimoniale dell'impresa, cioè la copertura delle attività patrimoniali nette mediante le quote rappresentative delle passività patrimoniali e del capitale netto. Il grafico sottostante ne fornisce una sintesi visiva: l'area superiore esprime l'incidenza del capitale netto e quella inferiore l'incidenza, normalmente più rilevante, delle passività.



Dal punto di vista del finanziatore esterno un aumento dell'incidenza del capitale netto sulle attività è auspicabile, poiché comporta una diminuzione del rischio d'insolvenza e di fallimento, anche se ciò può, come vedremo in seguito, penalizzare la redditività finale dell'impresa. In proposito esistono convenzioni secondo le quali l'incidenza del capitale netto viene considerata normale se compresa fra un terzo e due terzi. Ma tali

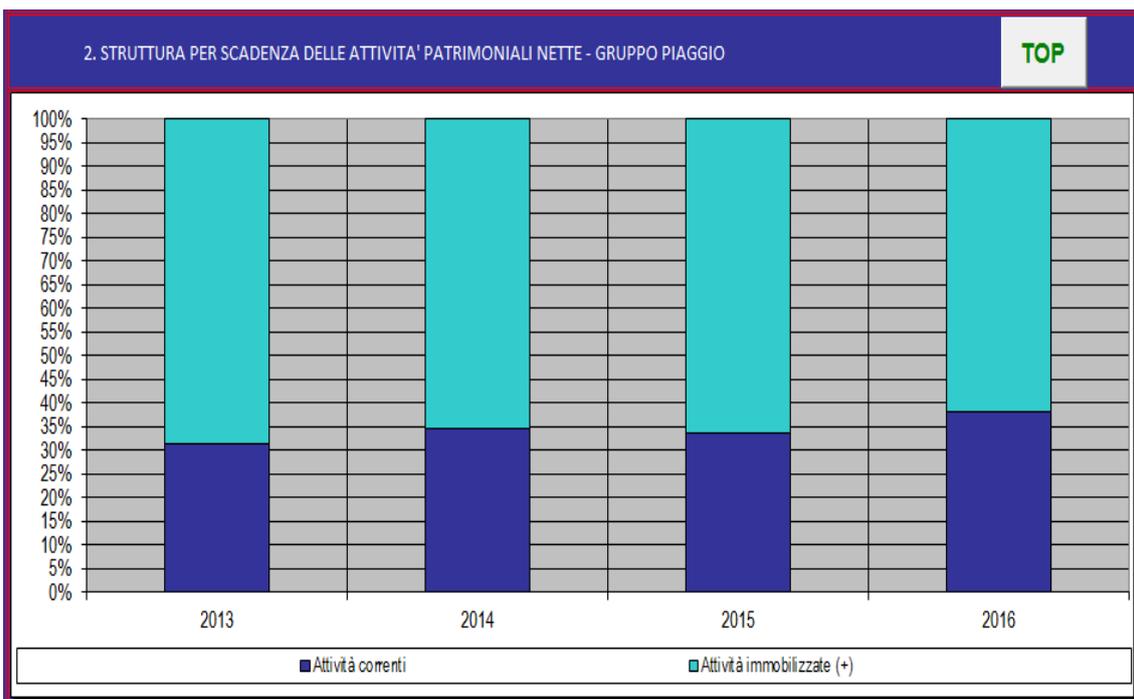
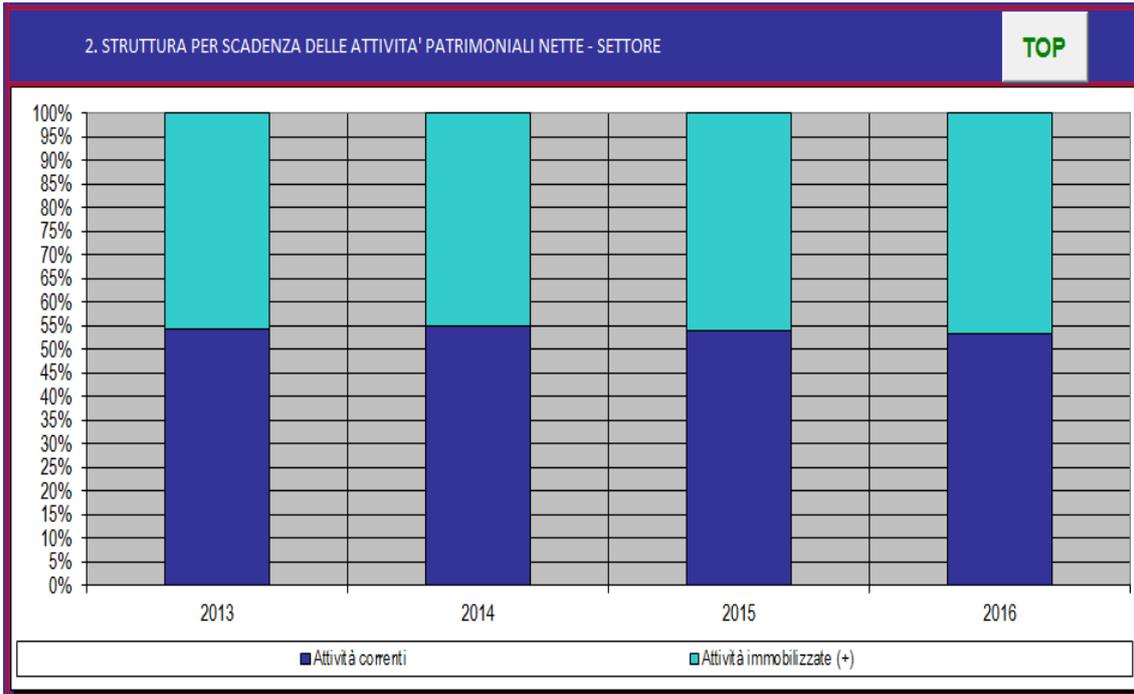
regole empiriche, come sarà chiarito in seguito, hanno scarsa o nessuna validità dal punto di vista del *management* dell'impresa.

Come è possibile valutare dal grafico, l'incidenza del capitale netto rispetto a quella delle passività rappresenta valori simili sia per il settore che per il Gruppo Piaggio, con il primo che tende in questi 4 anni analizzati ad una flebile ricapitalizzazione. Essendo l'incidenza del capitale netto pari a circa un quarto, ci si dovrebbe aspettare che secondo i valori convenzionali risultino entrambi sottocapitalizzati e questo potrebbe far ritenere, agli occhi dei finanziatori esterni, sia il Gruppo Piaggio che l'intero settore maggiormente esposti al rischio di insolvenza e di fallimento rispetto ad altre realtà industriali.

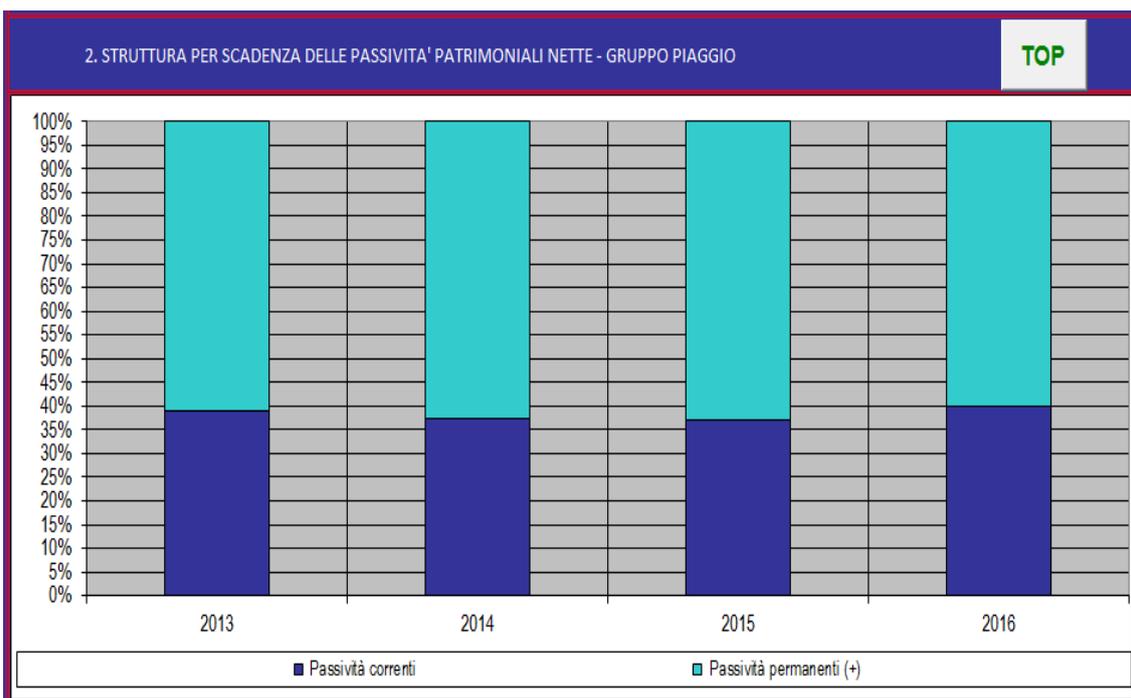
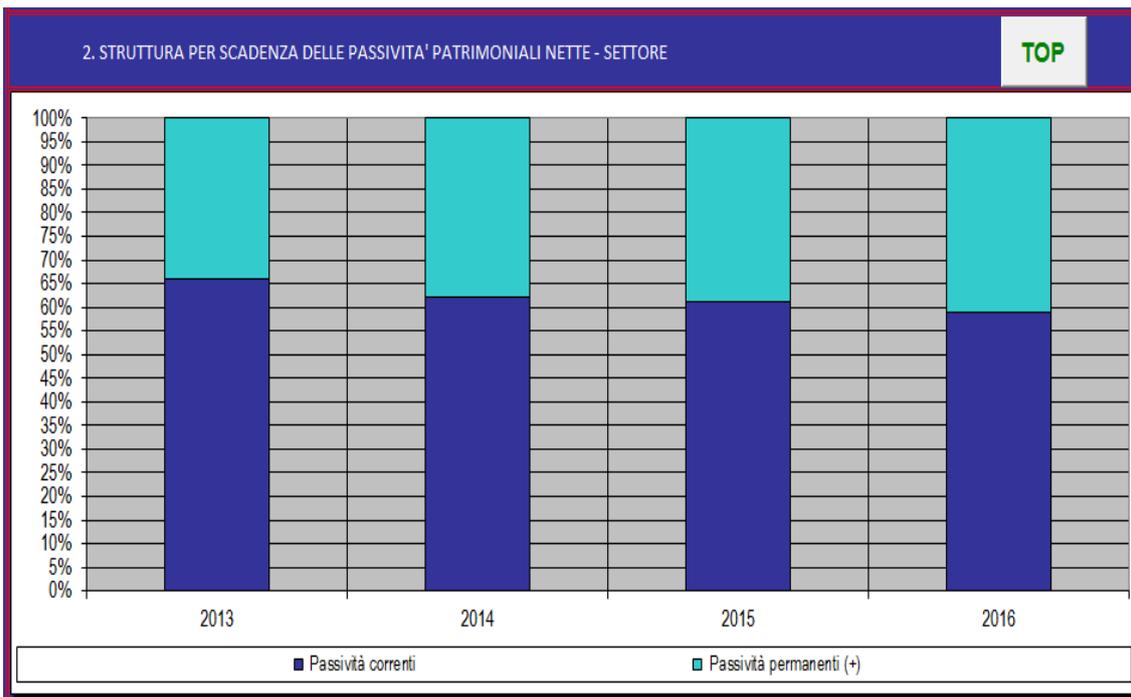
4.1.2 **Struttura per scadenza**

La classificazione dello stato patrimoniale in base alla scadenza consente di analizzare l'equilibrio di breve e lungo termine degli *stocks*, in quanto tale classificazione è finalizzata a rilevare il diverso:

- *grado di liquidità delle attività* (attitudine ad essere convertite in moneta direttamente mediante realizzo o indirettamente attraverso i profitti che nel tempo provengono dal loro utilizzo);



- *grado di esigibilità delle passività* (attitudine a creare fabbisogni finanziari direttamente per il pagamento dei debiti in scadenza o indirettamente attraverso i costi ad esse correlati).



Le attività comprendono *attività correnti* AC (o a breve termine, per definizione scadenti entro l'anno) e *attività immobilizzate* AI (o a lungo termine).

Anche le passività sono costituite da componenti a breve termine, le *passività correnti* PC, e a lungo termine. Queste ultime, insieme al capitale netto, vengono definite *passività permanenti* PP. La tavola 2 (pag. 38, pag. 48) permette di valutare la struttura

per scadenza del bilancio d'impresa ed essi vanno osservati orizzontalmente confrontando la zona inferiore delle due colonne o, alternativamente, quella superiore, allo scopo di verificare la congruità degli elementi in relazione alla scadenza.

Infatti dal punto di vista del finanziatore esterno l'incidenza delle attività correnti sulle attività patrimoniali nette dovrebbe risultare superiore all'incidenza delle passività correnti, al fine di assicurare un buon grado di liquidità all'impresa e quindi consentirle di far fronte agevolmente agli impegni a breve termine verso i creditori.

Nell'ottica del *management* tale soluzione potrebbe però essere troppo costosa in termini sia di rinuncia a una più elevata crescita dell'area operativa (attuabile mediante indebitamento a breve), sia di peggioramento dell'autonomia finanziaria (ridotta formazione dei mezzi di autofinanziamento, a causa del maggior costo di una struttura del capitale più liquida): l'impresa manageriale potrebbe quindi effettuare una scelta diversa da quella desiderata dai creditori.

Sia per il settore che per il Gruppo Piaggio il rapporto tra attività correnti e attività immobilizzate risulta pressoché costante nei quattro anni analizzati, come pure il rapporto tra passività correnti e passività permanenti. Quello che invece risulta differente tra il settore e l'impresa analizzata, è che il primo mostra una percentuale di attività correnti e, coerentemente di passività correnti, vistosamente più alta di quella del Gruppo Piaggio che d'altronde, avendo una minore esposizione sulle passività correnti, ha anche un minore bisogno di attivo corrente. Sia per il settore che per Piaggio si ha che la differenza tra attività correnti e passività correnti è a vantaggio di queste ultime con uno scarto di circa il 10% per entrambi. Non è quindi una situazione particolarmente gradita dal finanziatore esterno ma più vicina all'ottica d'impresa manageriale.

4.1.3 Struttura della liquidità

Consideriamo ora le principali componenti delle attività e delle passività correnti.

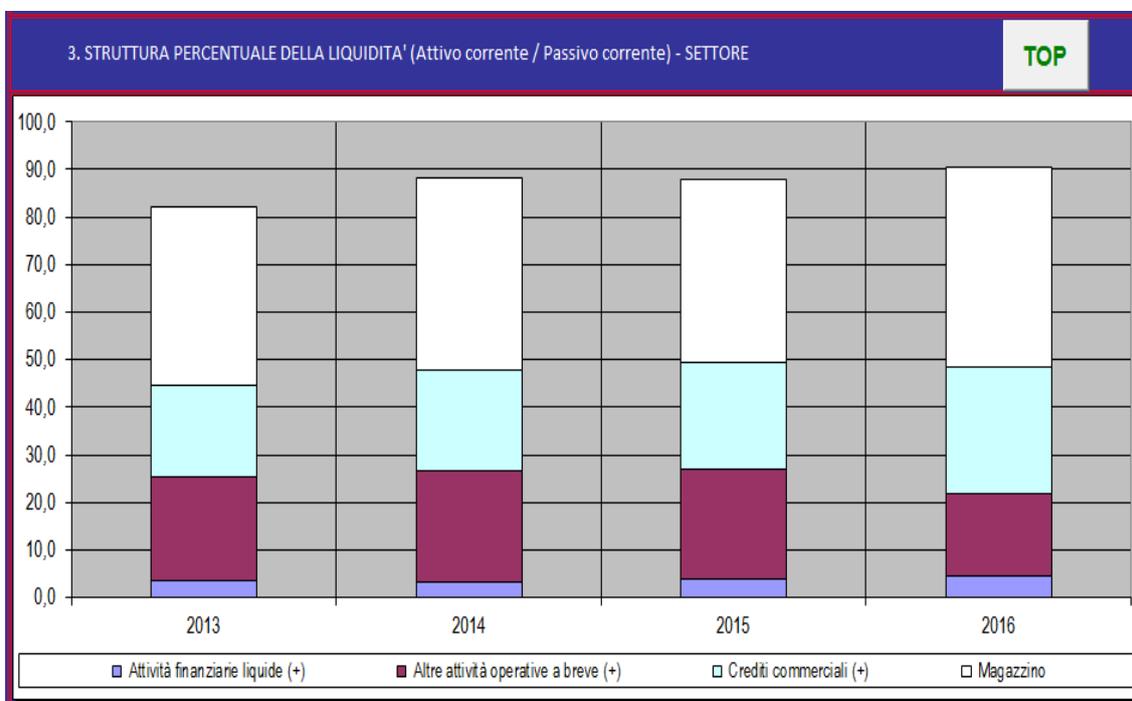
Possiamo definirle come somma di una componente operativa (rispettivamente *attività operative correnti* AOC e *passività operative correnti* POC) e di una componente finanziaria (le *attività finanziarie liquide* CB e i *debiti finanziari a breve termine* DB).

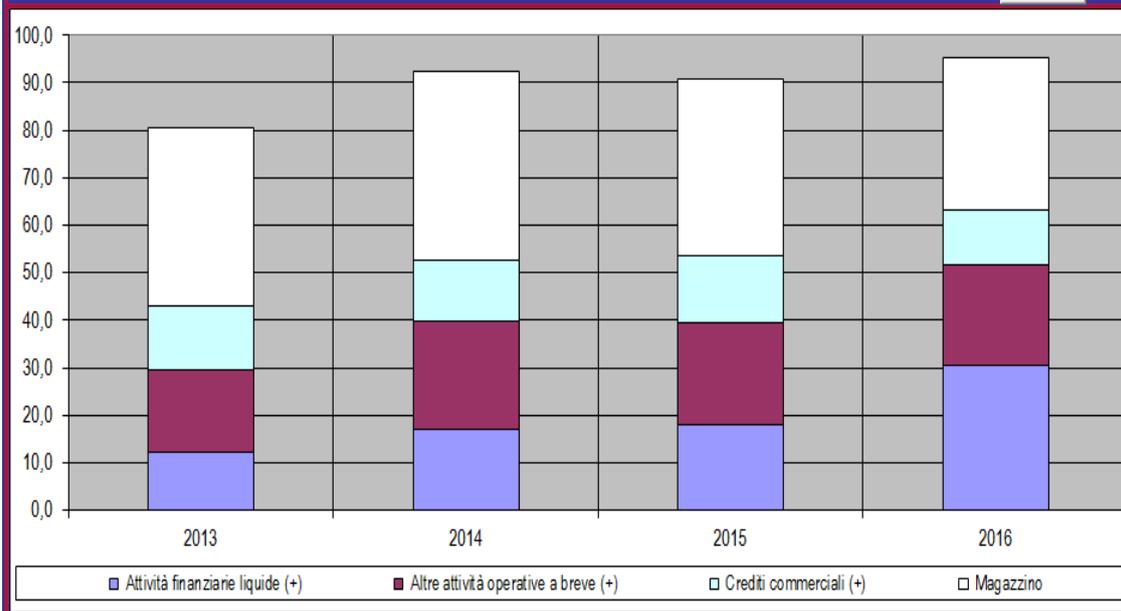
In base a questa classificazione gli indici più comunemente calcolati sono soprattutto finalizzati alla concessione del credito da parte degli istituti finanziari e quindi tendono a misurare la solvibilità dell'impresa, cioè la sua capacità di far fronte ai debiti di più prossima scadenza, sia di natura commerciale, sia di natura finanziaria.

La liquidità, cioè la possibilità di trasformare un'attività in moneta, diventa allora un requisito cruciale che dipende sia dal tempo occorrente per la conversione, sia dal costo sostenuto per il realizzo delle attività.

Valutazioni del grado di liquidità si basano sui seguenti rapporti:

- *liquidità corrente (current ratio)*, espressa dal rapporto fra attività correnti AC e passività correnti PC;
- *liquidità veloce (acid test o quick ratio)*, rapporto analogo al precedente, ma depurato del valore delle rimanenze di magazzino, in quanto queste ultime sono considerate la componente meno liquida delle attività correnti;
- *liquidità immediata o disponibile*, misurata dal rapporto fra crediti finanziari a breve termine CB e passività correnti.





Per convenzione l'indice di liquidità corrente dovrebbe attestarsi intorno a 2 e quello di liquidità veloce dovrebbe risultare superiore all'unità. Ma queste convenzioni non hanno fondamento razionale, poiché i valori effettivi degli indici dipendono da innumerevoli fattori: alcuni di origine strutturale (le dilazioni di pagamento imposte dalle consuetudini e le caratteristiche del settore produttivo in cui opera l'impresa), altri di natura tecnica (adozione di metodologie *just in time*) e altri ancora esclusivamente soggettivi (le preferenze del *management*). In sintesi quindi i rapporti suindicati forniscono solo alcuni indicatori di liquidità non vincolanti, utili per valutare le differenze strutturali o di comportamento fra imprese, ma non valori essenziali per trarre un giudizio positivo o negativo sulla loro solvibilità aziendale.

La tavola 3 (pag. 39, pag. 49) consente di valutare il grado di liquidità dell'impresa. Dai dati percentuali si leggono i seguenti indici:

- il rapporto di liquidità immediata o disponibile in corrispondenza della voce *Attività finanziarie liquide*;
- il rapporto di liquidità corrente in corrispondenza delle *Attività totali correnti*;
- il rapporto di liquidità veloce (senza magazzino) in nota alle attività totali correnti.

Una rappresentazione grafica degli indici di liquidità viene riproposta nell'istogramma, ove l'area inferiore misura il rapporto di liquidità immediata o disponibile, l'insieme delle due aree adiacenti (inferiore e intermedia) indica il rapporto di liquidità veloce e l'area complessiva (inclusa cioè quella superiore) esprime il rapporto di liquidità corrente.

Sia il settore che il Gruppo Piaggio si attestano su valori relativi di liquidità corrente molto simili, come simile è anche la loro evoluzione nel tempo. La differenza principale è data da una maggiore incidenza delle attività finanziarie liquide del Gruppo Piaggio rispetto al settore, che compensa con una quota di crediti commerciali più alta. Quindi da una prima analisi è possibile dedurre che il Gruppo Piaggio rispetto alla media del settore sia più efficiente nella riscossione o in generale nel mantenere più basso il livello dei crediti commerciali a beneficio di una maggiore quantità di cash disponibile.

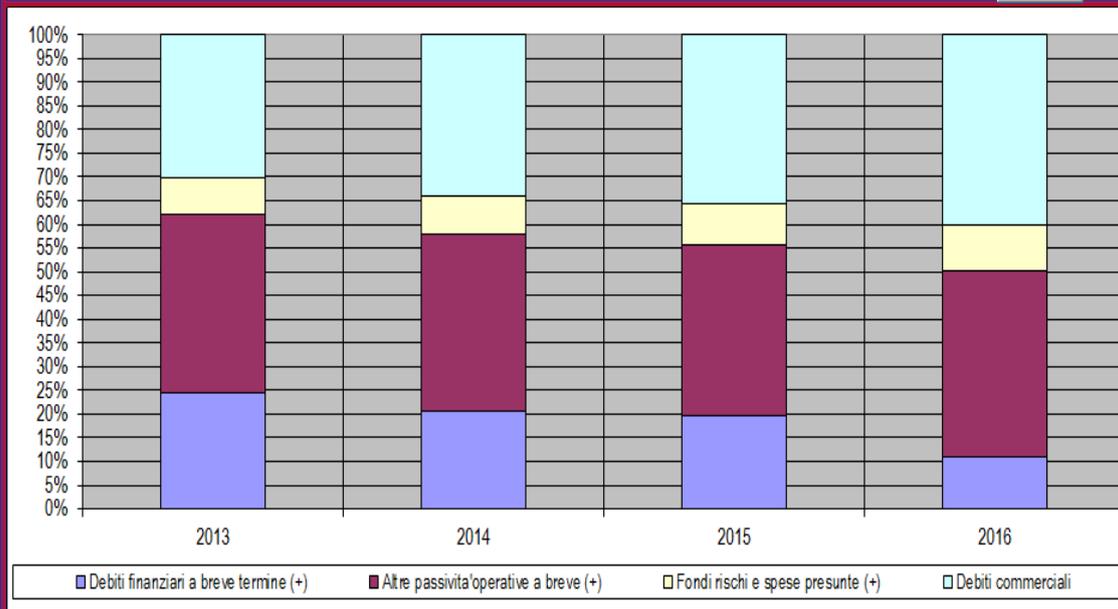
4.1.4 Struttura passivo corrente

Dalla tavola 4 (pag. 39, pag. 49) invece si deduce la composizione delle passività correnti, consentendo in particolare di verificare quanta parte dei debiti a breve sia di natura operativa (difficilmente modificabile per migliorare i rapporti di liquidità) e quanta parte invece dipenda da un'eccessiva propensione dell'impresa a indebitarsi verso gli intermediari finanziari a breve anziché a lungo termine, provocando così una riduzione del grado di liquidità. Una relativa importanza per il finanziatore esterno assume inoltre il peso della *posizione finanziaria netta*, che misura l'incidenza dei *debiti finanziari a breve netti* sulle attività correnti operative, in quanto è rappresentativo della copertura a tale titolo effettuata dai finanziatori esterni.

Un confronto del precedente istogramma relativo alla liquidità con l'istogramma sottostante, che sintetizza la composizione delle passività correnti, dovrebbe evidenziare, secondo le convenzioni finanziarie precedentemente descritte, un'altezza circa doppia delle attività rispetto alle passività (o di poco superiore al 100% in assenza di rimanenze di magazzino), al fine di esprimere un giudizio positivo sulla liquidità dell'impresa, ma, come detto, gli indicatori dipendono da molteplici fattori e l'analisi va quindi approfondita per comprendere la natura delle scelte effettuate dal *management*.

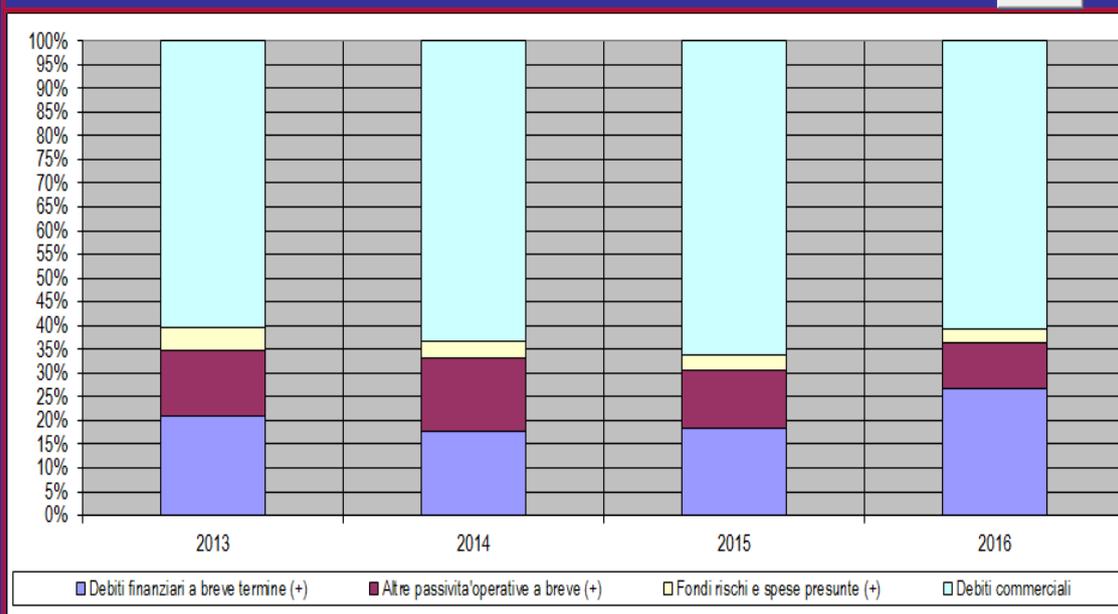
4. STRUTTURA DELLE PASSIVITA' CORRENTI - SETTORE

TOP



4. STRUTTURA DELLE PASSIVITA' CORRENTI - GRUPPO PIAGGIO

TOP



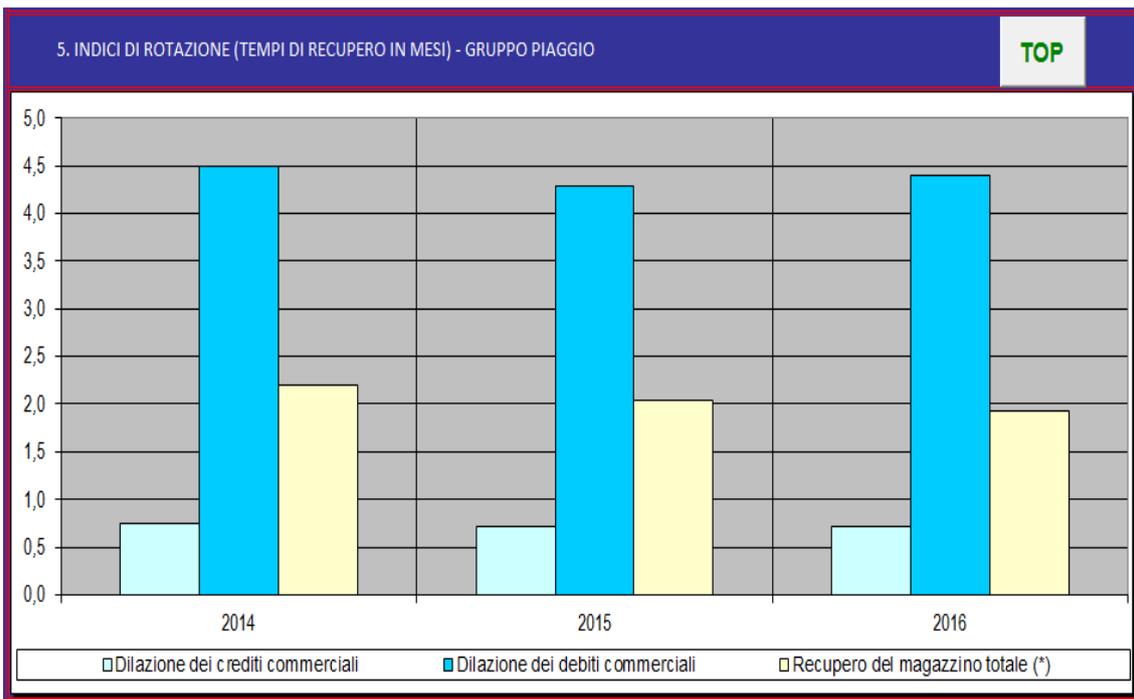
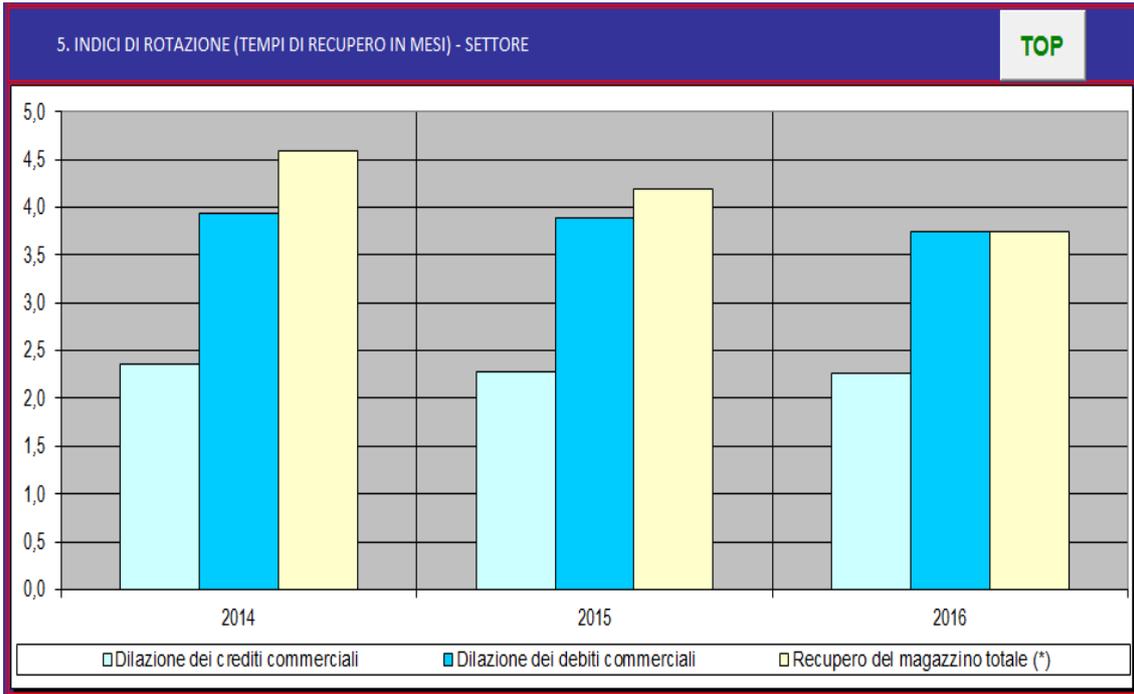
La differenza principale che emerge immediatamente tra settore e Gruppo Piaggio è che il primo ha una quota maggiore di altre passività operative che rappresentano passività non finanziarie con scadenza entro i 12 mesi ma che comunque sono differenti dalle passività di natura commerciale, mentre il Gruppo Piaggio presenta rispetto al settore

una rilevante quota di debiti commerciali, questa informazione unita a quella del paragrafo precedente relativa ai crediti commerciali, aiuta a comprendere come Piaggio abbia un forte potere sia verso i suoi clienti, riuscendo a mantenere basso il livello dei crediti commerciali, sia verso i suoi fornitori riuscendo a mantenere un notevole livello di debiti commerciali.

4.1.5 Indici di rotazione

La valutazione della liquidità dev'essere completata mediante un'analisi delle singole componenti delle attività e delle passività correnti (ciascuna calcolata come media aritmetica degli stock d'inizio e fine periodo) in rapporto ai flussi economici da cui esse traggono origine. Il circolante netto CN, i crediti commerciali CC e le rimanenze MG vengono quindi rapportati al fatturato FN, mentre i debiti commerciali DC agli *acquisti di beni e servizi sia di consumo, sia d'investimento* (AQ + IL), ottenendo così il *tempo medio di recupero* (o dilazione media) *del circolante, dei crediti commerciali, delle rimanenze e dei debiti commerciali*, espressi in mesi.

Il *tempo medio di recupero del magazzino* viene poi scisso nelle due componenti relative ai *prodotti e lavori in corso e alle materie prime e sussidiarie*, quest'ultimo espresso come interazione fra *tempo medio di recupero rispetto agli acquisti di beni e rapporto fra acquisti di beni e fatturato*. La tavola 5 (pag. 39, pag. 49) e il grafico affiancato permettono di valutare l'evoluzione temporale dei tempi medi di recupero del circolante netto, dei crediti e dei debiti commerciali, del magazzino e delle sue componenti.



Per quanto concerne la dilazione dei crediti commerciali si osserva che dal punto di vista del *management*, tempi d'incasso troppo rapidi vanno giudicati negativamente, in quanto possono scoraggiare l'acquisto a credito dei beni prodotti dall'impresa. Ma anche tempi d'incasso troppo lunghi possono ripercuotersi negativamente, facendo crescere il grado di presunta inesigibilità dei crediti (l'incidenza dei crediti scaduti sul

totale). Anche per il magazzino tempi di recupero troppo veloci, indotti dal *just in time*, possono implicare eccessivi tempi di attesa del cliente o rischi di esaurimento delle scorte e quindi perdite per interruzioni del ciclo produttivo, così come tempi troppo lenti possono segnalare la mancata ottimizzazione delle risorse o la presenza di prodotti obsoleti con conseguenti perdite per necessarie svalutazioni del magazzino. Irrilevante è invece la rotazione del magazzino in un'impresa di servizi.

Riguardo alle dilazioni di pagamento relative ai debiti commerciali, si osserva che l'allungamento dei termini può indurre i fornitori a rendere più difficoltosi gli approvvigionamenti, mentre il loro accorciamento può comportare eccessivi costi di finanziamento per l'impresa.

Il tempo di dilazione dei debiti commerciali risulta simile sia per il settore che per Piaggio, mentre la differenza maggiore consiste nel tempo di dilazione dei crediti commerciali e nel tempo di recupero dei magazzini che presentano entrambi valori decisamente più bassi per Piaggio, segno evidente da un lato di una strategia manageriale di rapido incasso, che pur sacrificando la crescita delle vendite, tende a massimizzare la liquidità, e dall'altro di tecniche più efficienti di gestione delle scorte .

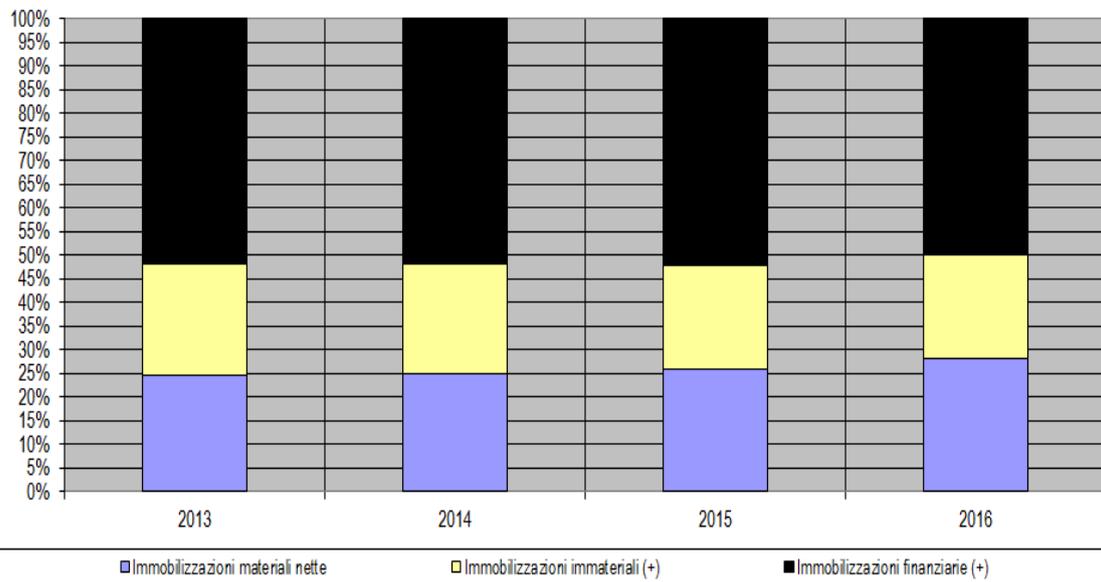
4.1.6 Attivo immobilizzato

Per quanto concerne invece le principali componenti delle attività AI e delle passività PP a lungo termine, possiamo definire alcune variabili rilevanti per l'analisi:

- le *immobilizzazioni materiali nette* come somma delle immobilizzazioni tecniche nette in esercizio (IT – FA) e di quelle in costruzione IC;
- il *capitale o patrimonio netto tangibile* come differenza fra capitale netto KN e immobilizzazioni immateriali (le spese da ammortizzare SA), allo scopo di depurare il patrimonio di una componente delle attività la cui valutazione è chiaramente molto soggettiva;
- il *marginale di struttura* come differenza fra attività immobilizzate AI e patrimonio netto KN, atta a misurare la parte residua (considerata strutturale) di attività a lungo termine da coprire mediante il ricorso ad altri mezzi finanziari.

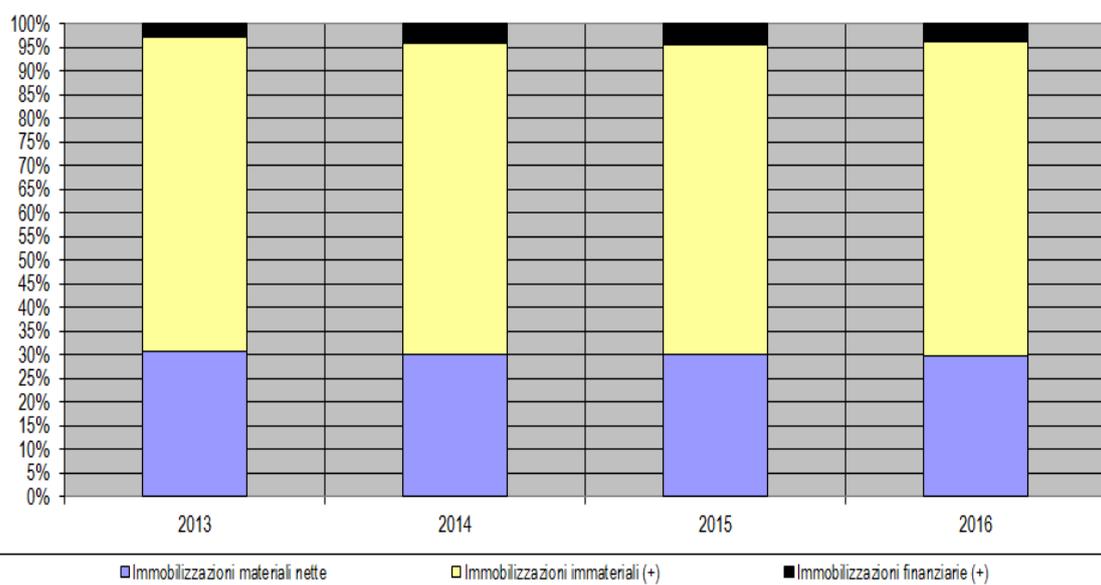
6. STRUTTURA DELLE ATTIVITA' IMMOBILIZZATE TOTALI NETTE - SETTORE

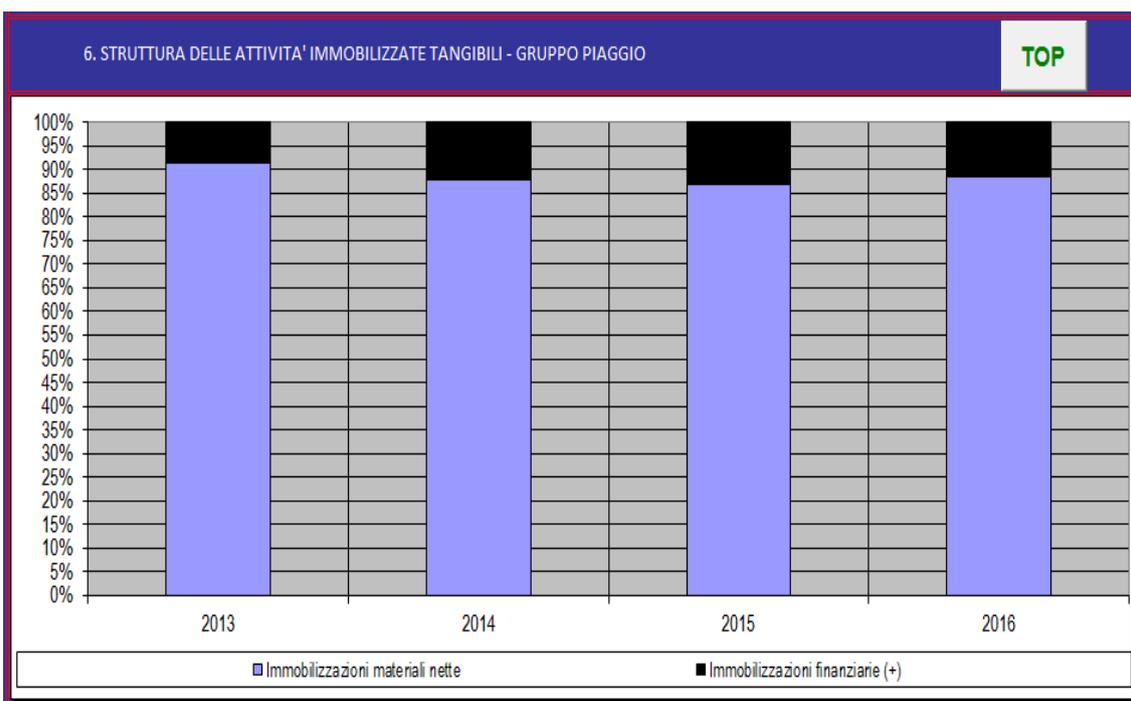
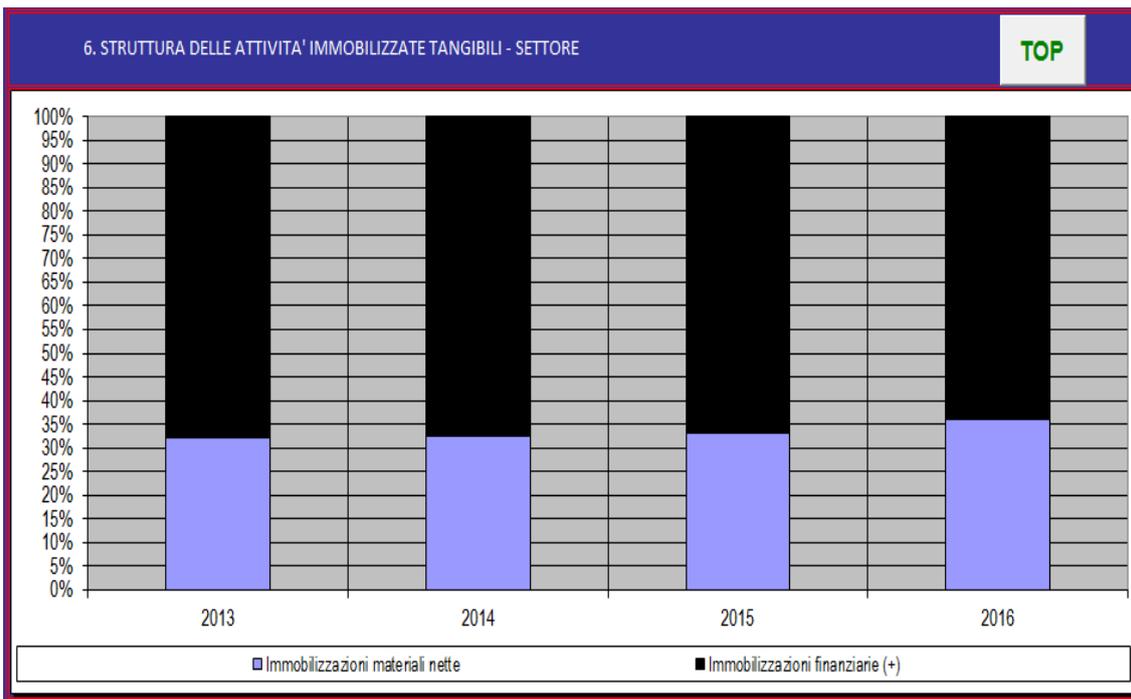
TOP



6. STRUTTURA DELLE ATTIVITA' IMMOBILIZZATE TOTALI NETTE - GRUPPO PIAGGIO

TOP

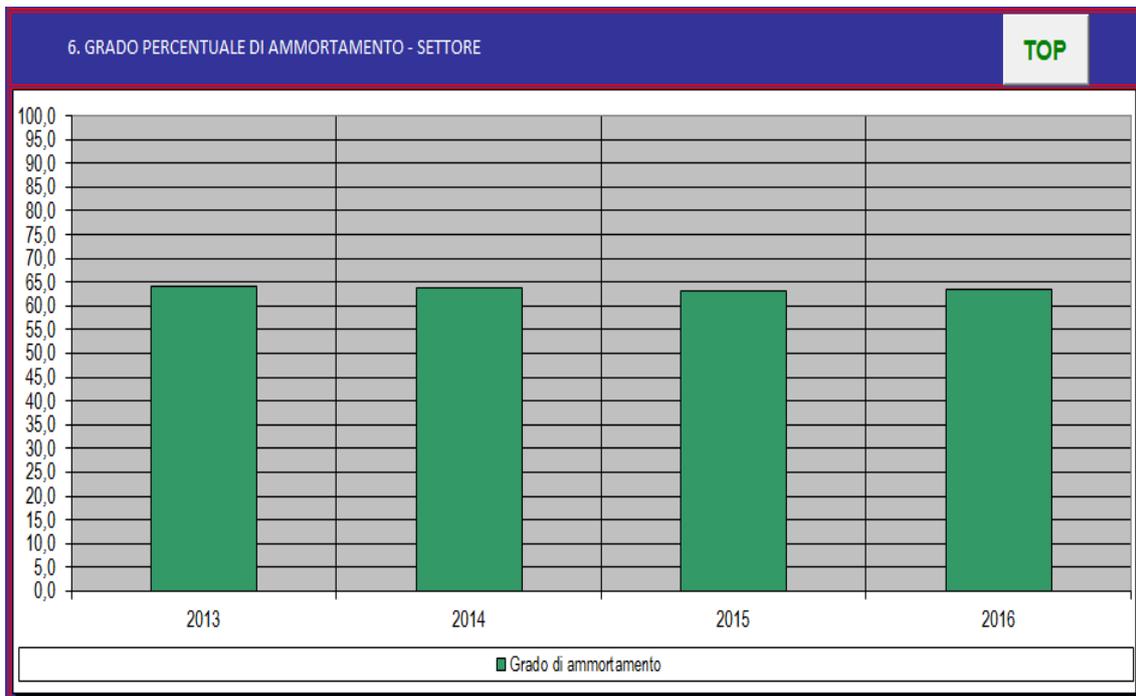


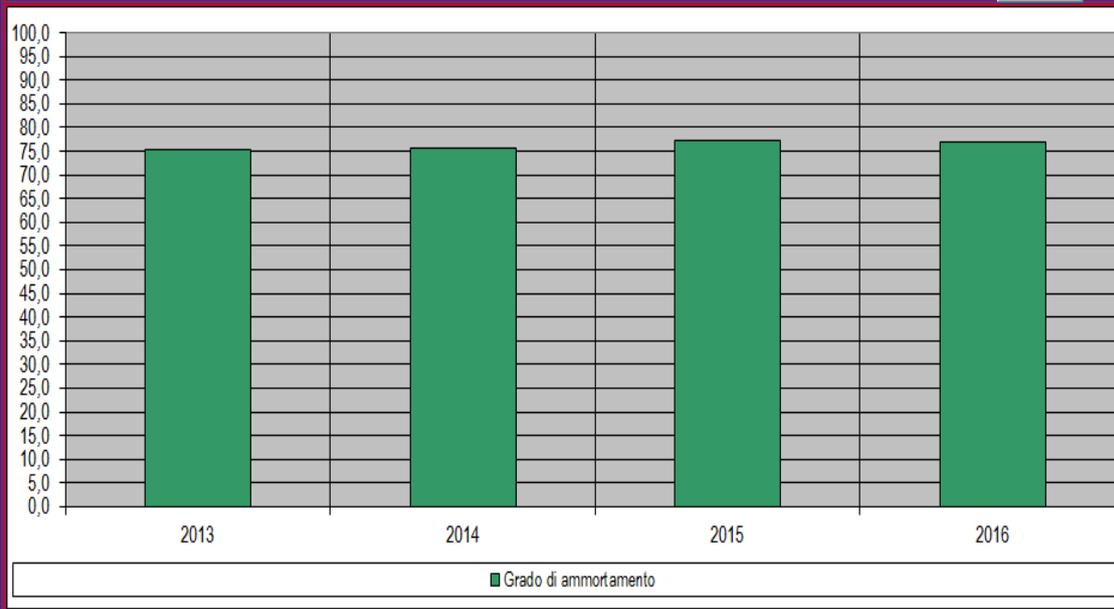


La tavola 6 (pag. 40, pag. 50) e i primi due istogrammi del grafico affiancato permettono di analizzare la struttura delle attività a lungo termine con e senza attività immateriali, allo scopo di verificare:

- se l'impresa adotta una strategia di *crescita esterna* (alta incidenza delle partecipazioni, incluse nei crediti a lungo termine CL);
- se le *attività intangibili* (le spese da ammortizzare SA) sono rilevanti, nel qual caso dovrebbe sorgere un dubbio riguardo all'effettiva consistenza delle stesse, spesso rappresentative di pregresse politiche di bilancio finalizzate al rinvio delle perdite ad esercizi futuri mediante la capitalizzazione di spese di R&S o di altri oneri.

Nella tavola viene anche indicato il *grado di ammortamento*, cioè il rapporto fra fondo ammortamento FA e immobilizzi tecnici lordi in esercizio IT, che fornisce una misura della vetustà degli impianti e macchinari operanti nell'impresa.





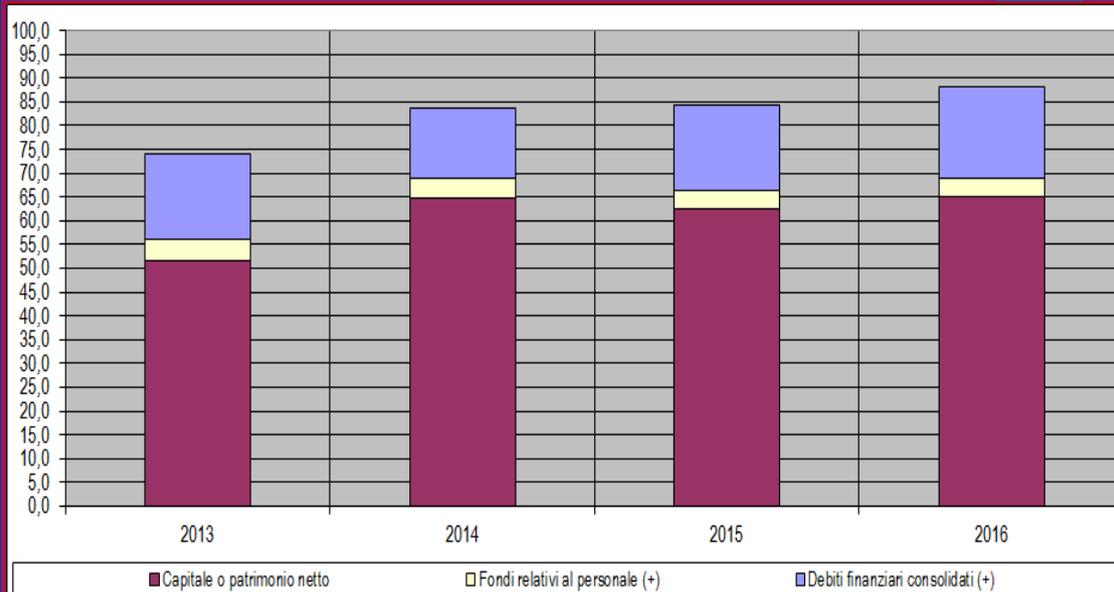
La prima differenza che è facile cogliere è l'alta incidenza delle immobilizzazioni finanziarie del settore rispetto all'incidenza delle stesse relative al Gruppo Piaggio, una differenza profonda che vede tali attività costituire una quota di circa il 50% rispetto alle attività immobilizzate totali nette del settore ed invece un quota di soltanto il 10%-15% per quanto riguarda Piaggio. Sicuramente la media del settore adotterà una strategia di crescita esterna nettamente più forte rispetto al Gruppo Piaggio che presenta invece una forte componente delle immobilizzazioni immateriali. Per quanto riguarda il grado di ammortamento i valori del settore e quelli del Gruppo Piaggio sono simili, con uno scarto del 10%, ed entrambi costanti negli anni, rappresentando un ciclo vita degli impianti e dei macchinari che ha superato la metà della durata prevista.

4.1.7 Passivo permanente

La tavola 7 (pag. 40, pag. 50) e le prime due colonne del grafico affiancato sono espresse in percentuale delle attività immobilizzate AI, al fine di valutare sia *l'incidenza del capitale netto*, sia il *grado di copertura a lungo termine*, cioè l'incidenza delle passività permanenti PP.

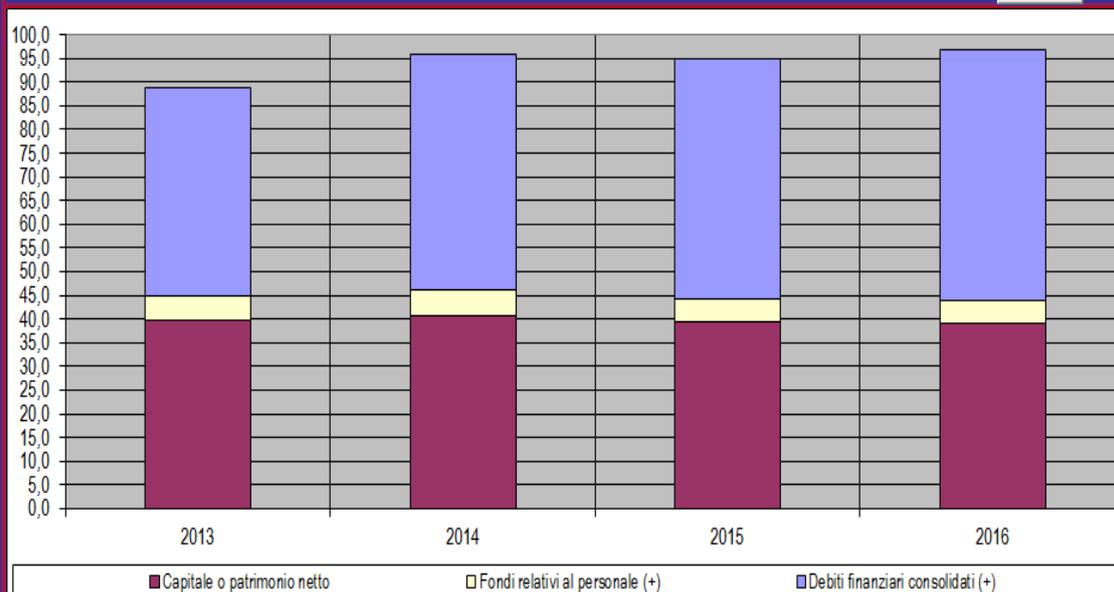
7. STRUTTURA PERCENTUALE DELLE PASSIVITA' PERMANENTI - SETTORE

TOP



7. STRUTTURA PERCENTUALE DELLE PASSIVITA' PERMANENTI - GRUPPO PIAGGIO

TOP



Per il finanziatore esterno entrambi gli indicatori sono inversamente correlati al rischio che l'impresa può correre in presenza di crisi di liquidità. Infatti, se le attività correnti devono eccedere le passività correnti, allo scopo di minimizzare il rischio d'insolvenza, allora le passività permanenti devono eccedere l'attivo immobilizzato.

Il grado di copertura a lungo termine deve quindi superare l'unità. In caso contrario, la concomitante presenza di una bassa incidenza dei debiti finanziari consolidati e di un'alta incidenza di quelli a breve (cfr. tavola 4 pag. 39, pag. 49) può suggerire l'opportunità di convertire parte di questi ultimi con indebitamento a lungo termine, al fine di ripristinare l'equilibrio fra fonti e impieghi in base alla scadenza. L'esistenza di un'alta incidenza dei debiti finanziari, sia a breve, sia consolidati, può invece suggerire l'opportunità di programmare un aumento di capitale sociale, da utilizzare per rimborsare l'eccesso di indebitamento a breve termine, purché ovviamente tale soluzione sia gradita al *management*.

Altri due indicatori, sono evidenziati nella terza colonna del grafico:

- *l'incidenza del patrimonio netto tangibile* sull'attivo immobilizzato tangibile, al fine di raffrontarlo con l'analogo indicatore complessivo KN/AI e valutare se la presenza delle immobilizzazioni immateriali riduce sensibilmente il peso del capitale netto, aumentando così il grado di rischio dell'impresa;
- *l'incidenza del margine di struttura* sulle attività immobilizzate tangibili, per cui, come abbiamo già osservato, per i finanziatori esterni è importante che l'impresa assicuri un alto grado di copertura delle attività immobilizzate mediante capitale di rischio e che quindi il margine di struttura non risulti eccessivo (nella prassi della concessione dei mutui s'impone spesso un vincolo pari al 75%).

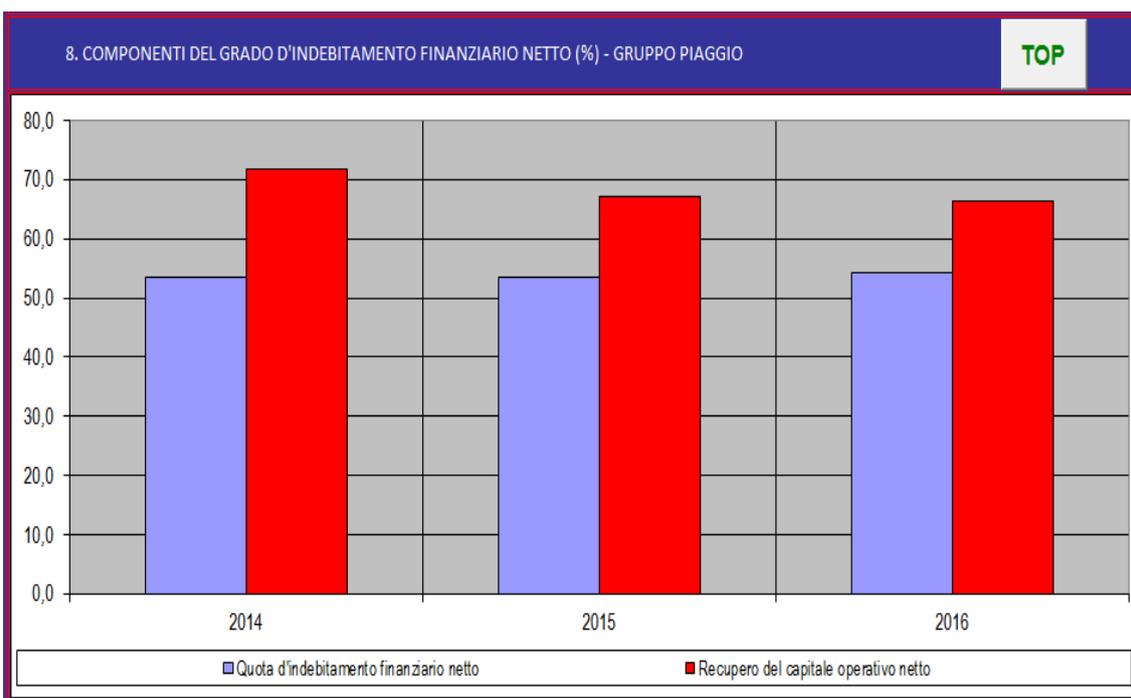
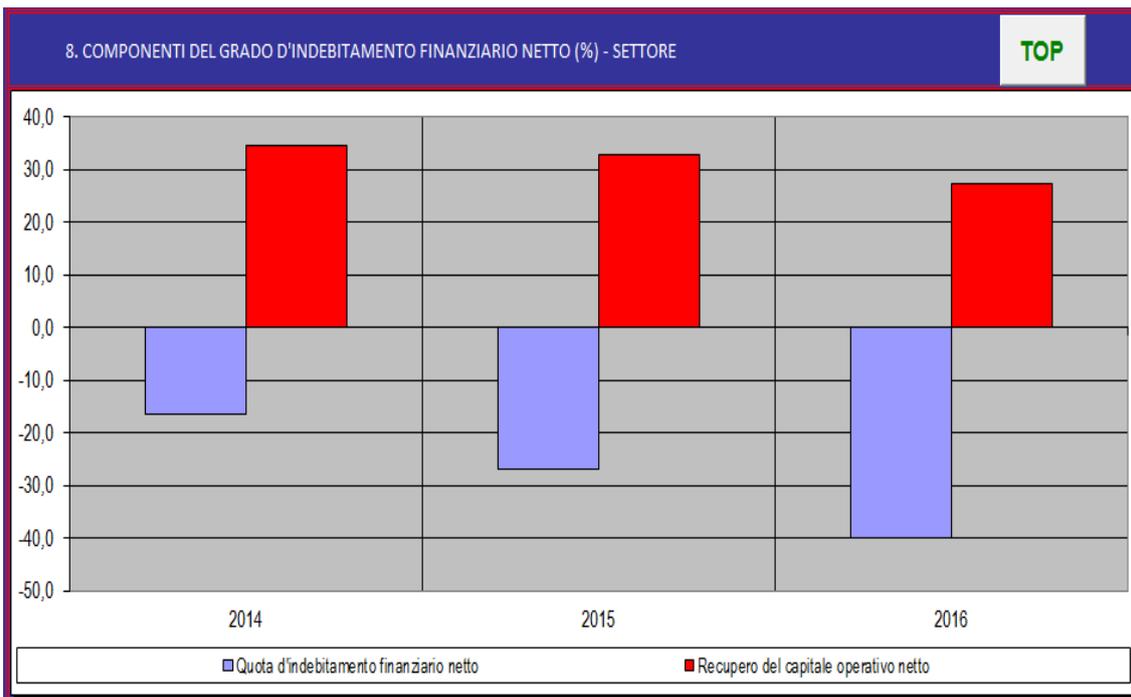
Dal grafico è immediatamente osservabile la maggiore incidenza del patrimonio netto sulla passività permanenti del settore rispetto a quanto lo sia per il Gruppo Piaggio che invece in percentuale fa un maggiore ricorso al debito. Nel paragrafo 4.1.2 si era già visto come sia il settore che il Gruppo Piaggio avessero delle passività correnti superiori alle attività correnti, potrebbe quindi essere opportuno che parte della passività correnti fossero convertite con un indebitamento di lungo periodo, e che Piaggio valuti un aumento di capitale sociale considerata la notevole incidenza del debito di lungo periodo rispetto al totale delle passività permanenti.

4.1.8 Indici di indebitamento

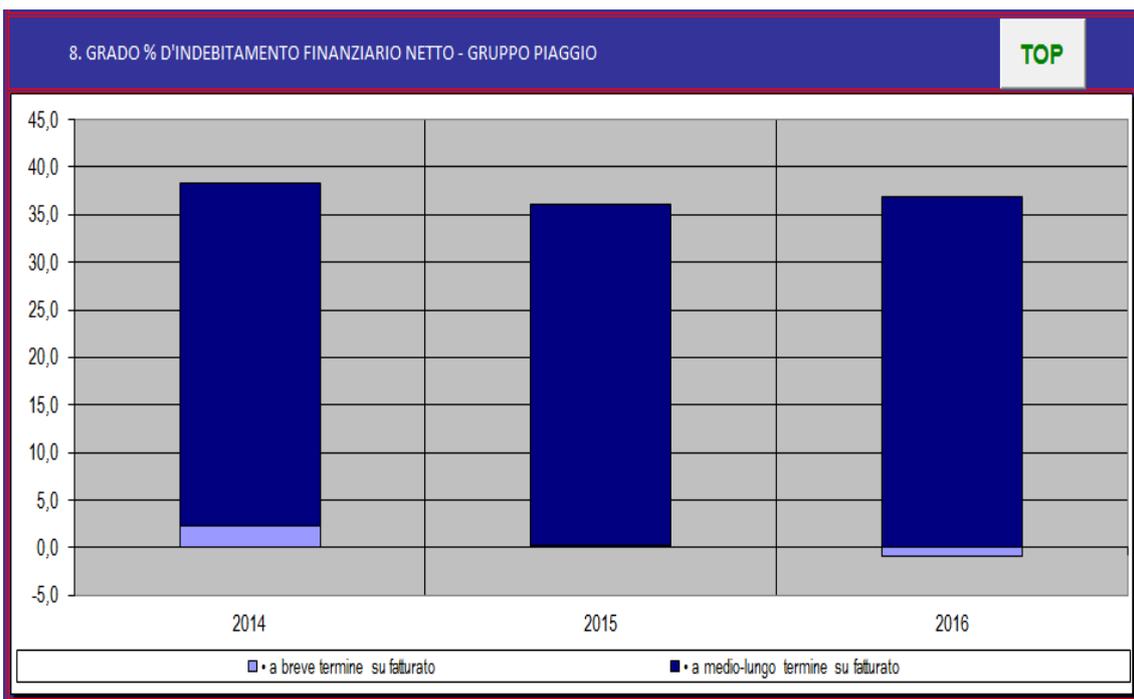
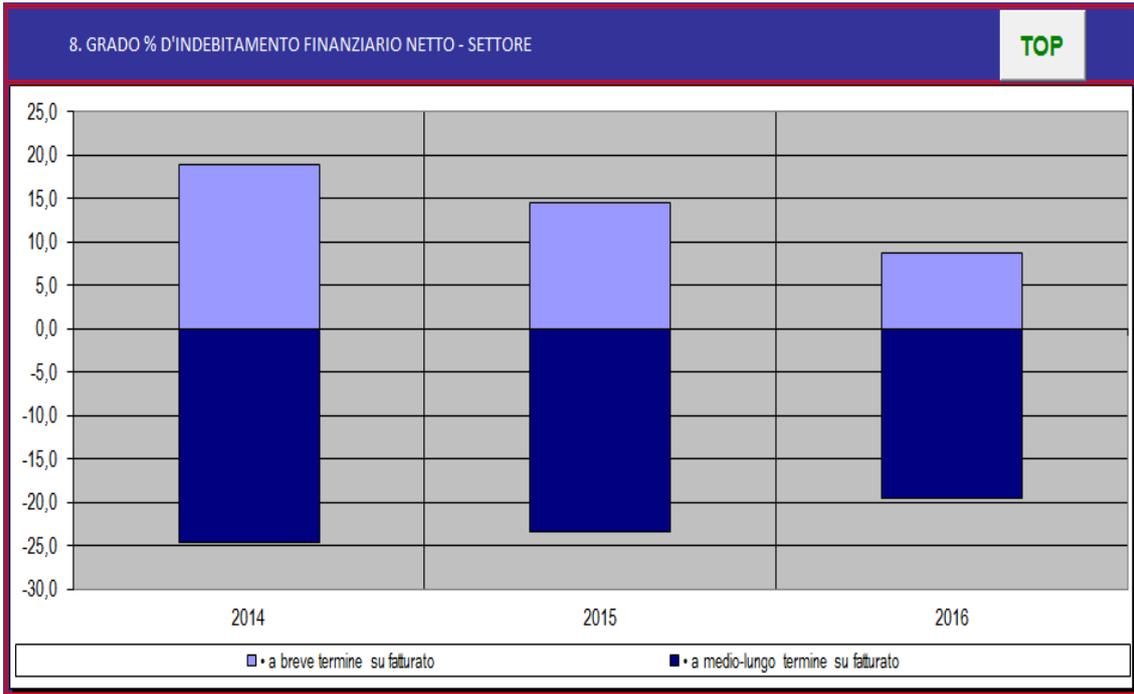
Alcuni indici si prefiggono il fine di valutare altre caratteristiche della struttura finanziaria dell'impresa. I più utilizzati sono i seguenti:

- *grado d'indebitamento complessivo (debt ratio)*, espresso dal rapporto fra stock di capitale (passività PA e capitale netto KN);
- *grado d'indebitamento netto finanziario*, calcolato come rapporto fra stock medi (relativi ai debiti finanziari netti a breve e medio-lungo termine) e flussi (il fatturato FN).

Si osservi in proposito che il primo indice è un'altra misura dell'incidenza del capitale netto sulle attività patrimoniali nette, che, come detto, per consuetudine dovrebbe risultare superiore a un terzo. Per quanto concerne invece il secondo indicatore è opportuno segnalare che esso può essere scisso in due componenti, una di rapporto fra stock finanziari e una di tempo di recupero del capitale, ciascuna delle quali risente diversamente di effetti di natura strutturale o ciclica. La tavola 8 (pag. 41, pag. 51) riporta gli indici definiti dalle relazioni precedenti, mentre nei grafici sottostanti si può visivamente osservare il grado d'indebitamento complessivo e le componenti del grado d'indebitamento finanziario: quest'ultimo è indicato nel secondo grafico ove le due sezioni quantificano le quote a breve e lungo termine.



La scelta del grado d'indebitamento dell'impresa, come vedremo in seguito, dipende però soprattutto dalle decisioni soggettive del *management*, per cui sconsigliamo di far riferimento a qualche regola empirica, come quelle indicate in precedenza, per valutarne la congruità.



Nel primo grafico, l'istogramma della quota di indebitamento finanziario netto del settore risulta negativa in quanto la componente attiva è superiore a quella passiva ed il delta tra le due aumenta negli anni, mentre per il Gruppo Piaggio la quota di indebitamento finanziario netto è positiva e costante negli anni e anche l'incidenza della

quota di recupero del capitale operativo netto è sensibilmente più alta di quella del settore.

Nel secondo grafico si evidenzia, invece, come per il settore sia presente una componente negativa dell'istogramma per il medesimo motivo addotto al punto precedente, è utile osservare la quota di incidenza sul fatturato netto dell'indebitamento finanziario netto a breve termine, che tende ad abbassarsi nel corso del tempo considerato. Per quanto riguarda il Gruppo Piaggio la quota di incidenza sul fatturato netto dell'indebitamento finanziario netto a medio-lungo termine è invece positiva, rappresentandone una percentuale importante a differenza di quella a breve termine che, al contrario, risulta essere irrisoria.

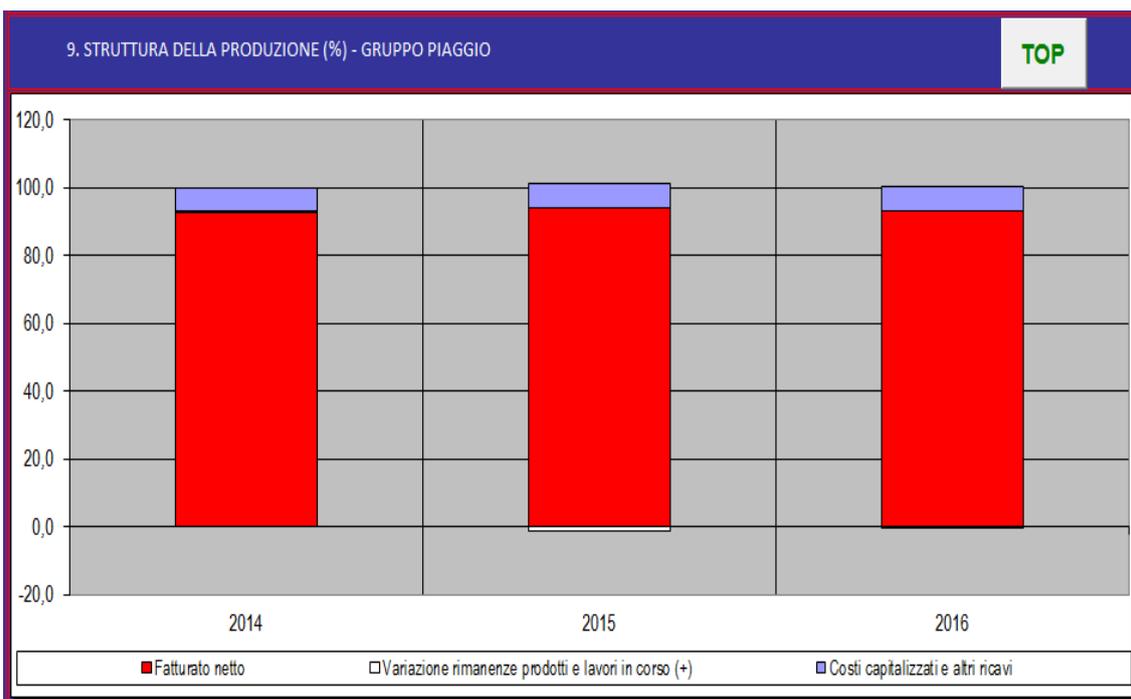
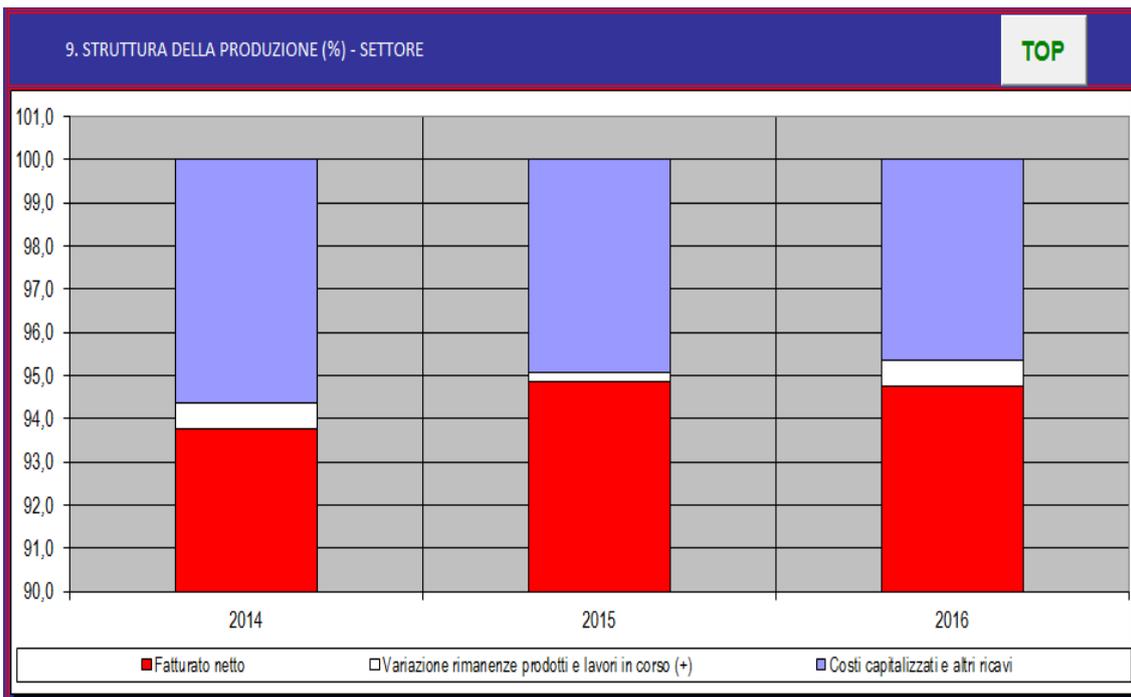
4.2 Analisi tradizionale - reddito

Il secondo aspetto su cui s'incentra l'analisi tradizionale riguarda la redditività. A tale scopo nel seguito suddividiamo in sezioni logiche il conto economico dell'impresa, ricorrendo alla forma scalare.

4.2.1 Struttura della produzione

In primo luogo possiamo definire il valore della *produzione lorda* come l'insieme dei flussi ottenuti dalla vendita dei beni e servizi sul mercato (*il fatturato netto*) o ancora incorporati nelle scorte (*variazione delle rimanenze di prodotti finiti e semilavorati*).

Dalla produzione lorda perveniamo a una misura dei *proventi operativi*, sommandovi gli *oneri capitalizzati* (relativi alla costruzione d'impianti in economia all'interno dell'impresa) e gli *altri ricavi* (accessori all'attività principale dell'impresa), al netto dei costi di analoga natura. La tavola 9 (pag. 41, pag. 51) e il grafico sottostante consentono di rilevare la struttura della produzione tipica dell'impresa. In particolare un'elevata quota di rimanenze può segnalare l'esistenza di un lungo ciclo di lavorazione o l'effetto di fluttuazioni temporanee della domanda di mercato. Un'alta incidenza dei costi capitalizzati può invece costituire un segnale di elevati costi di collaudo, installazione o manutenzione straordinaria. Entrambe però possono rappresentare il sintomo di un eccesso di capacità produttiva inutilizzata che l'impresa ha difficoltà a riassorbire: l'accumulo di scorte e i lavori di manutenzione straordinaria possono infatti essere effettuati anche per utilizzare forza lavoro esuberante e non velocemente eliminabile e quindi possono segnalare inefficienze dell'impresa o una scarsa flessibilità nell'adattarsi prontamente a una recessione del mercato.



Il settore ed il Gruppo Piaggio seguono un andamento simile, ovvero con un'incidenza del fatturato netto che supera il 90% sul totale della produzione lorda e pressoché costante nel tempo per entrambi. Ad una lettura superficiale i grafici sembrerebbero suggerire due situazioni profondamente differenti ma bisogna far attenzione ai valori dell'asse delle ordinate dell'istogramma, che il software presenta in un ordine di

grandezza differente. Dal punto di vista della struttura della produzione non sono quindi presenti particolari criticità o inefficienze.

4.2.2 Proventi e valore aggiunto

A fronte della produzione effettuata, l'impresa sostiene *costi esterni operativi*, che comprendono tutti i *costi per acquisti* di beni e servizi da altre imprese, al netto della *variazione delle scorte di materie prime e altre merci acquistate*.

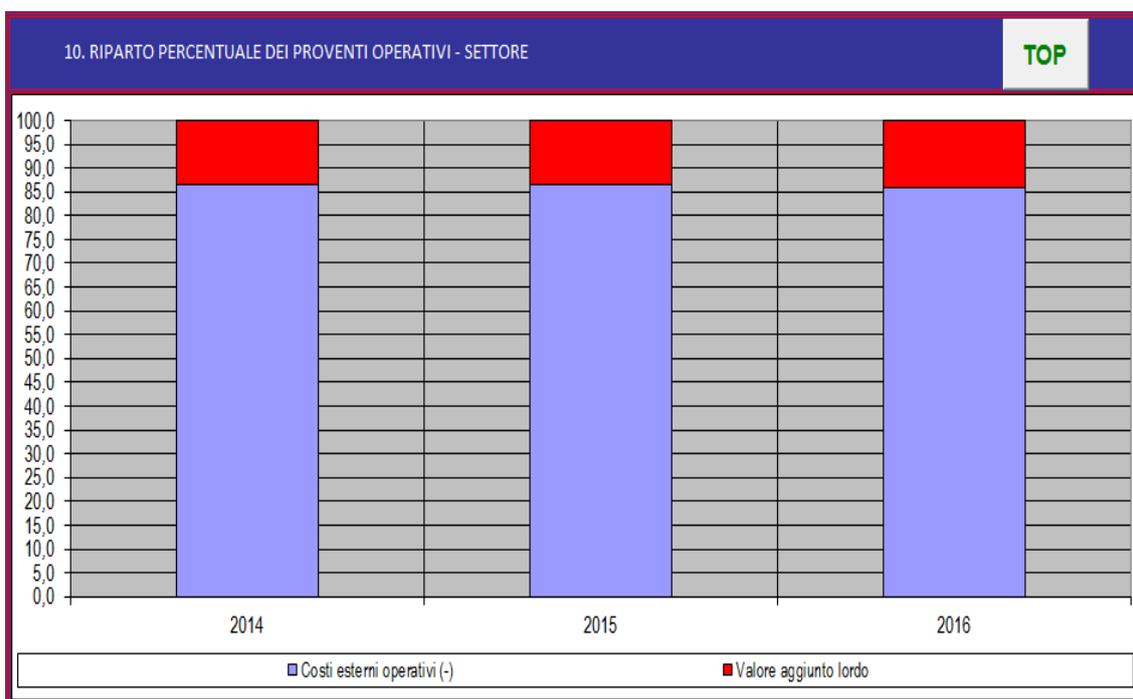
Deducendo i costi esterni operativi dai proventi operativi si ottiene il *valore aggiunto lordo*, cioè il valore che l'impresa aggiunge ai beni e servizi acquistati dal mercato mediante la loro trasformazione nel ciclo produttivo.

Oltre ai costi esterni, l'impresa per produrre deve sostenere anche costi interni operativi, costituiti essenzialmente dal *costo del lavoro*, che comprende sia il *costo della forza lavoro addetta alla produzione*, sia il *costo del personale preposto all'organizzazione e al controllo*. Possiamo a questo punto determinare il *reddito (o margine) operativo lordo*. Esso è misurato dalla differenza fra ricavi operativi e costi operativi esterni ed interni oppure dalla differenza fra valore aggiunto e costi operativi interni.

La tavola 10 (pag. 41, pag. 51), esplicativa delle relazioni precedenti, e i grafico affiancati consentono di rilevare in termini percentuali le seguenti indicazioni:

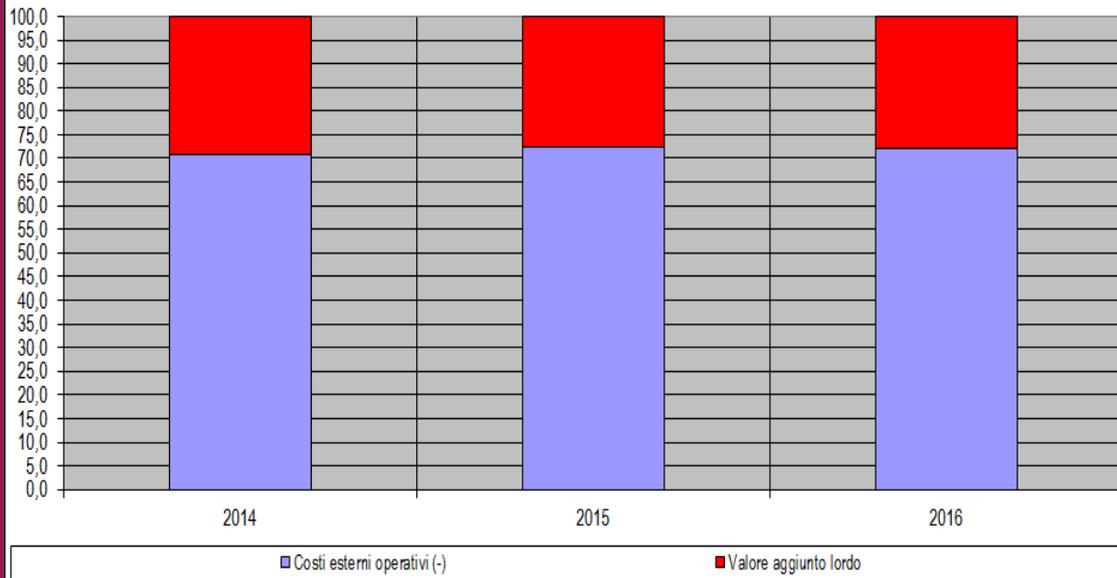
- un indice spurio *d'integrazione verticale* dell'impresa, calcolato come incidenza del valore aggiunto sui proventi operativi e rappresentato dall'insieme delle due aree inferiori del primo grafico; è un indicatore utile per valutare l'ampiezza del ciclo di trasformazione dei beni e servizi acquistati, anche se va utilizzato come *prima approssimazione*, in quanto non distingue fra effetti reali e monetari, questi ultimi connessi a una variazione dei prezzi relativi; Il suo complemento a 100, cioè *l'incidenza dei costi esterni operativi* sui proventi operativi è invece un indice spurio del *coefficiente tecnico input/output* ed è rappresentato dall'area superiore della prima colonna del grafico;

- *l'incidenza del costo del lavoro* (sia sui proventi operativi nel primo grafico, sia sul valore aggiunto nel secondo), allo scopo di rilevare la quota assorbita dai costi interni operativi;
- *l'incidenza del reddito o margine operativo lordo*, che misura la quota di prodotto destinata a remunerare il capitale investito nell'attività produttiva e pertanto costituisce uno degli elementi di spiegazione della redditività d'impresa.



10. RIPARTO PERCENTUALE DEI PROVENTI OPERATIVI - GRUPPO PIAGGIO

TOP



10. RIPARTO PERCENTUALE DEL VALORE AGGIUNTO LORDO - SETTORE

TOP





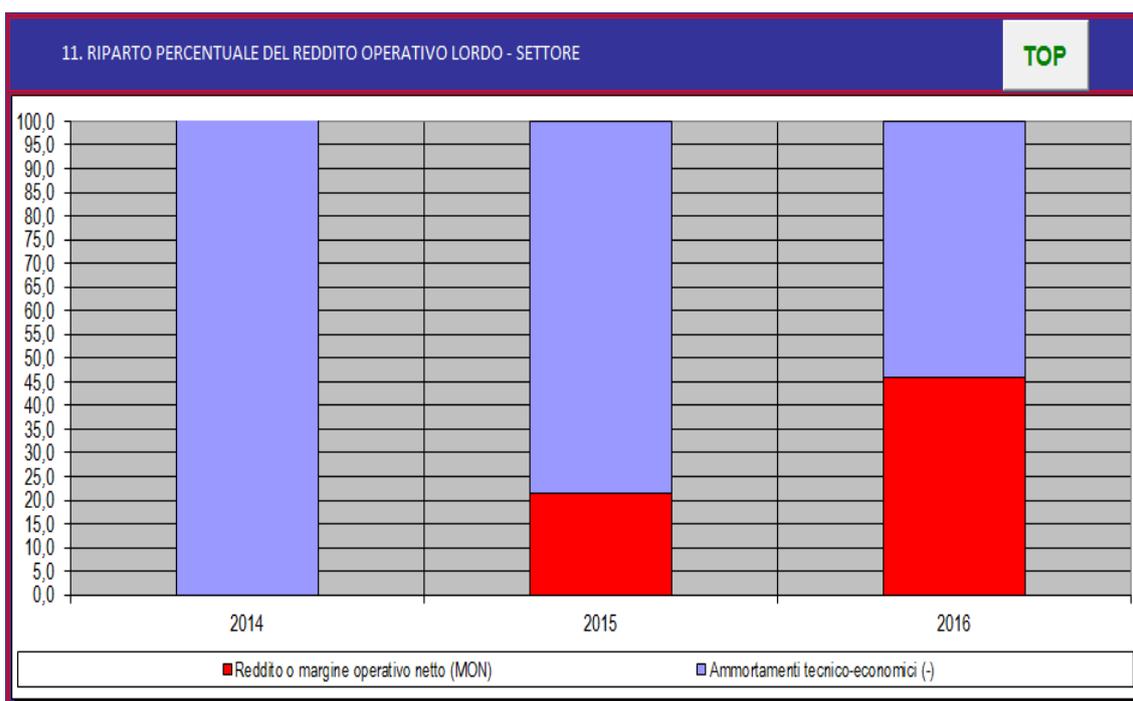
Il Gruppo Piaggio rispetto al settore di appartenenza mostra una minore incidenza relativa dei costi esterni operativi, di conseguenza risulta più integrato verticalmente in quanto fa un minore ricorso al mercato, incorporando più attività della filiera produttiva rispetto alla media del settore. Inoltre il settore mostra anche un più alto livello relativo del costo del lavoro e questo permette al Gruppo Piaggio di avere un MOL più alto di quello della media del settore, e quindi una maggiore capacità del Gruppo di remunerare il capitale investito nell'attività produttiva. I valori di entrambi i grafici sono pressoché costanti nel tempo sia per il Gruppo che per il settore.

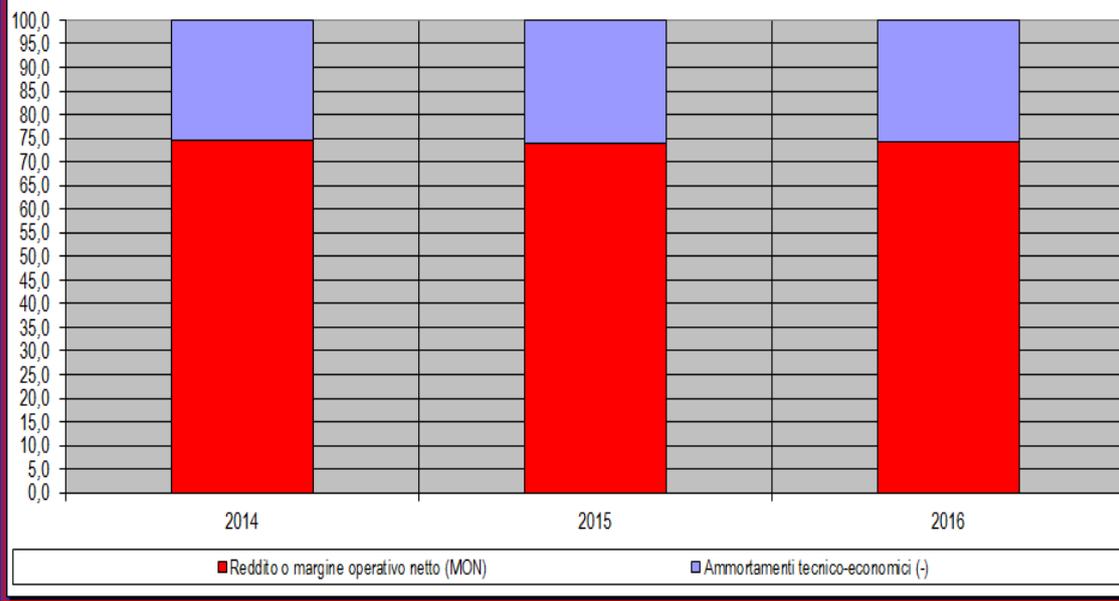
4.2.3 Reddito operativo

Per determinare il profitto dell'impresa, obiettivo finale dell'analisi tradizionale, dobbiamo prima dedurre gli *ammortamenti tecnico economici* dal reddito operativo lordo, ottenendo così il *reddito (o margine) operativo netto*, ove l'ammortamento è calcolato applicando *l'aliquota tecnico-economico al valore medio degli immobilizzi tecnici lordi in esercizio*. Dal reddito operativo netto dobbiamo poi dedurre gli *oneri finanziari netti* (definiti come differenza fra *oneri finanziari* e *proventi finanziari*) per ricavare il *reddito o profitto corrente* prima delle imposte e delle rettifiche di bilancio. La compensazione fra oneri e proventi finanziari viene effettuata nella convinzione che

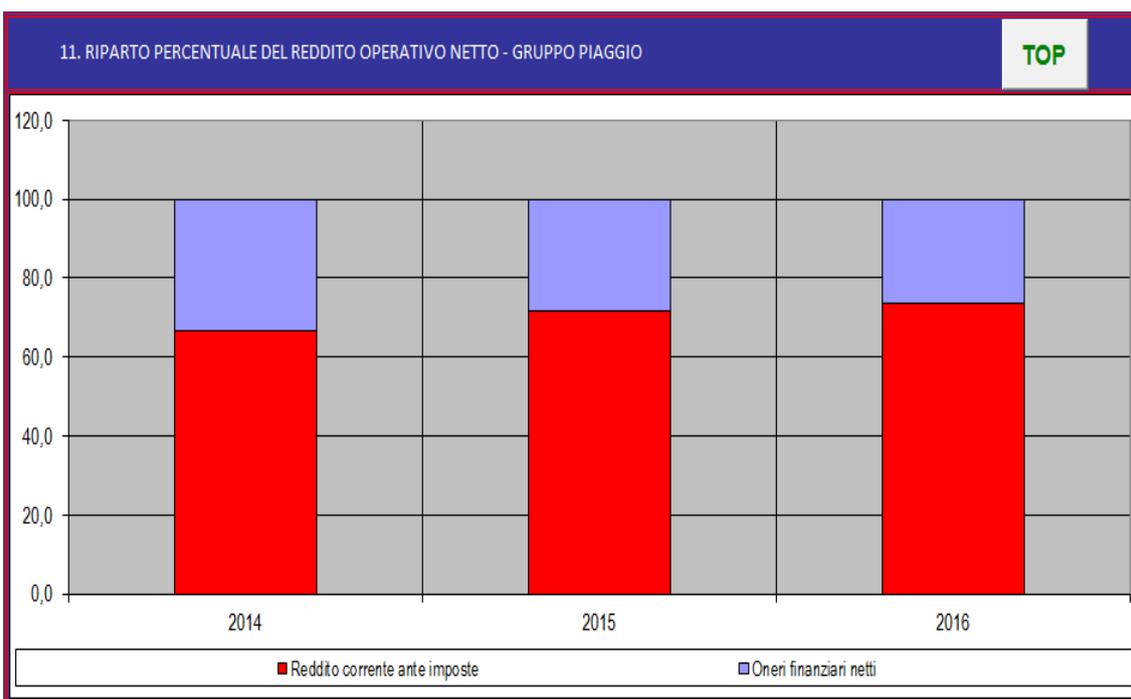
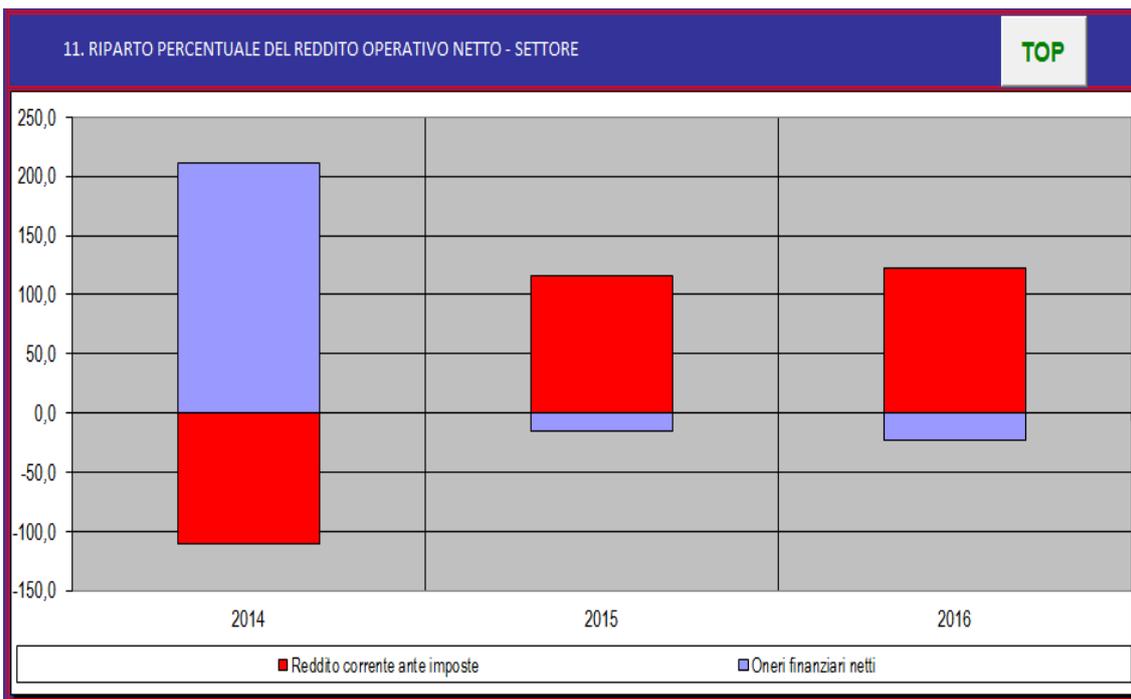
debiti e attività finanziarie siano beni omogenei, mentre nell'ottica manageriale, come vedremo successivamente, essi sono beni eterogenei (in quanto rispondono a diverse finalità) e pertanto vengono sempre tenuti distinti.

La tavola 11 (pag. 42, pag. 52) e i grafici sottostanti consentono di verificare quanta parte del reddito operativo lordo e netto non possa essere considerata profitto in senso stretto (ante imposte) per l'impresa. In particolare suggeriamo che, qualora si rilevasse nel tempo una crescente incidenza degli ammortamenti tecnico-economici (l'area superiore del primo grafico), a parità di incidenza del MOL sul valore aggiunto risultante dalla tavola 10 (pag. 41, pag. 51), allora si dovrebbe dedurre non solo una complementare riduzione dell'incidenza del MON (l'area inferiore del primo grafico), ma anche un allungamento del tempo di recupero del capitale investito in attività produttive e quindi una più accentuata tendenza al deterioramento della redditività operativa.





Se invece si rilevasse, in presenza di stabilità dei tassi d'interesse attivi e passivi, una crescita dell'incidenza degli oneri finanziari netti (l'area superiore del secondo grafico), si dovrebbe sempre tener presente la contraddittorietà di tale evento: da un lato la compressione del reddito corrente ante imposte (l'area inferiore del secondo grafico), ma dall'altro la riduzione dell'impiego di capitale di rischio, per cui l'effetto netto può essere benefico sulla profittabilità, in presenza però di un'amplificazione del rischio sostenuto dall'impresa, come vedremo tra breve.



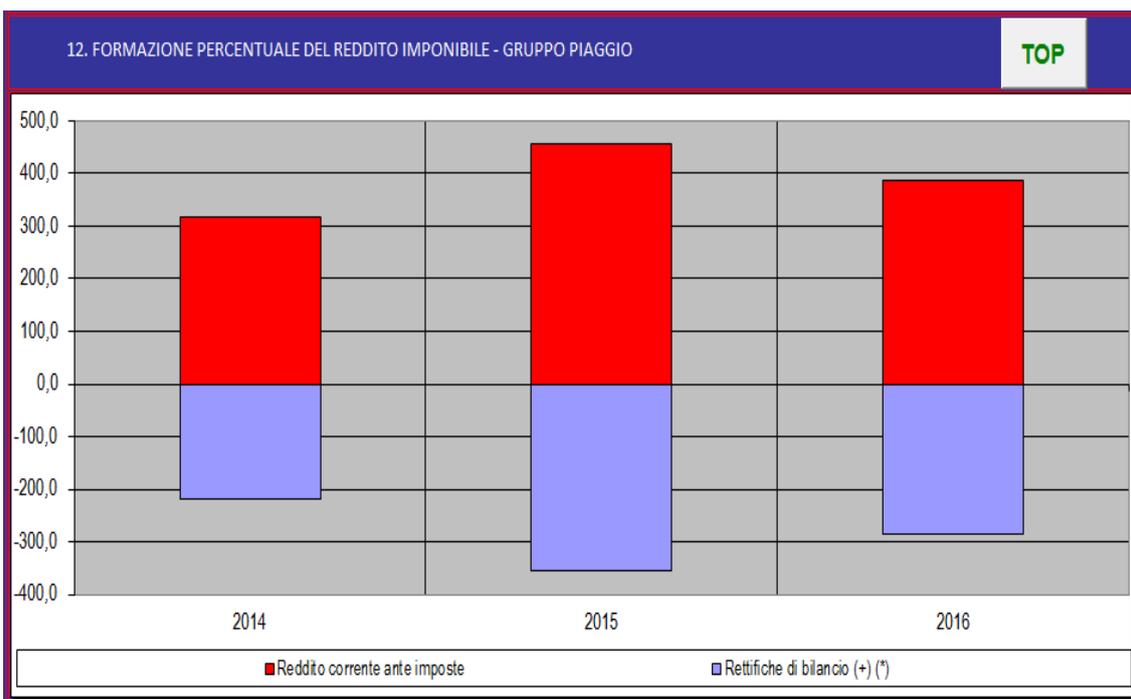
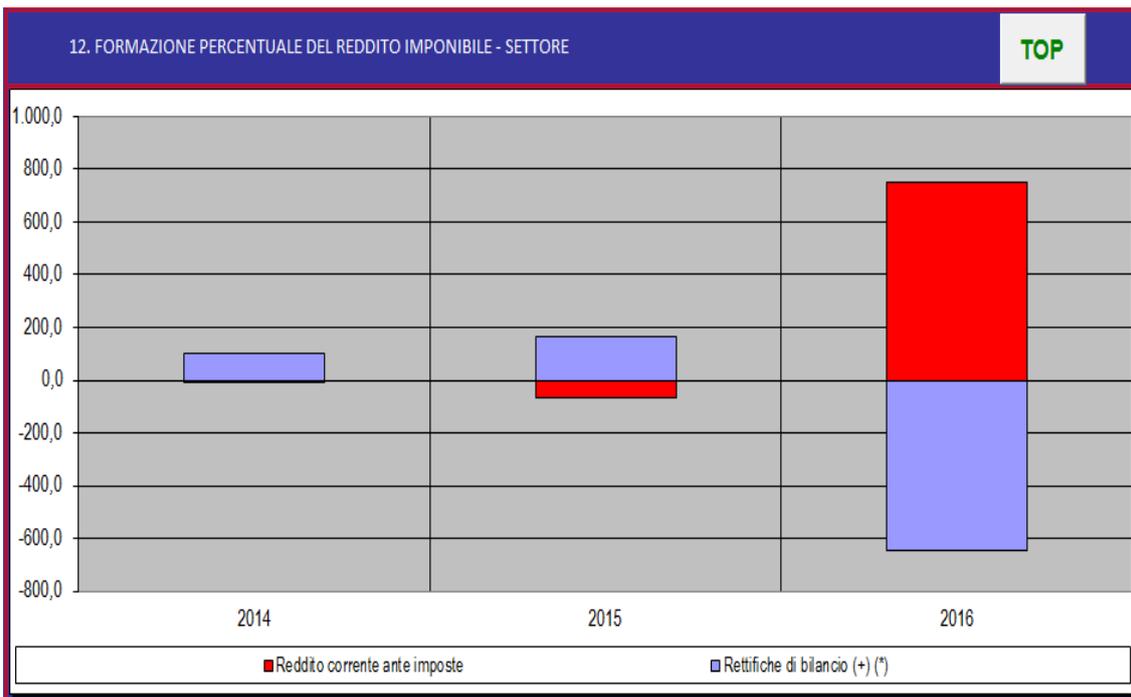
Per quanto riguarda il confronto sul primo grafico, mentre il Gruppo Piaggio mostra una situazione pressoché costante negli anni, con gli ammortamenti che incidono per il 25% sul MOL e quindi portando il MON ad un 75% del MOL, per il settore la situazione è nettamente differente con il MON che nel 2014 è nullo, coperto totalmente dagli ammortamenti, per poi passare a circa il 20% nel 2015 e a circa il 45% nel 2016. Ciò non è dovuto alla diminuzione della quota di ammortamenti, che anzi aumenta negli

anni in valore assoluto, ma è dovuto soprattutto ad una netta crescita del MOL negli anni, che fa segnare un aumento del 35% nel 2015 e del 54% nel 2016.

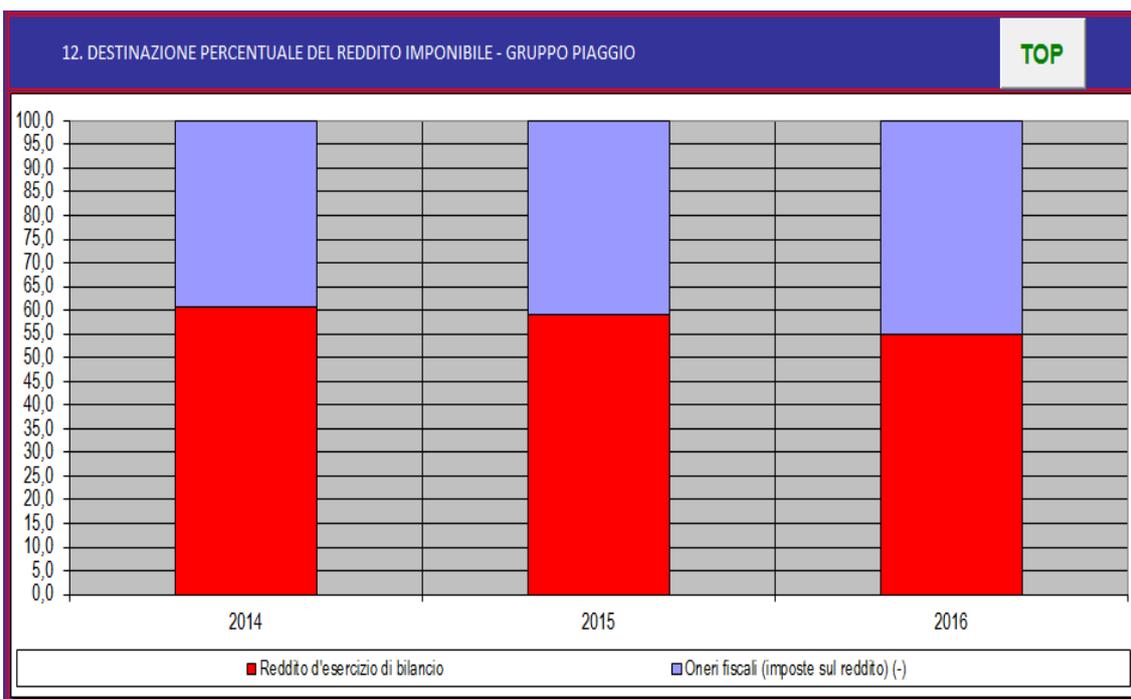
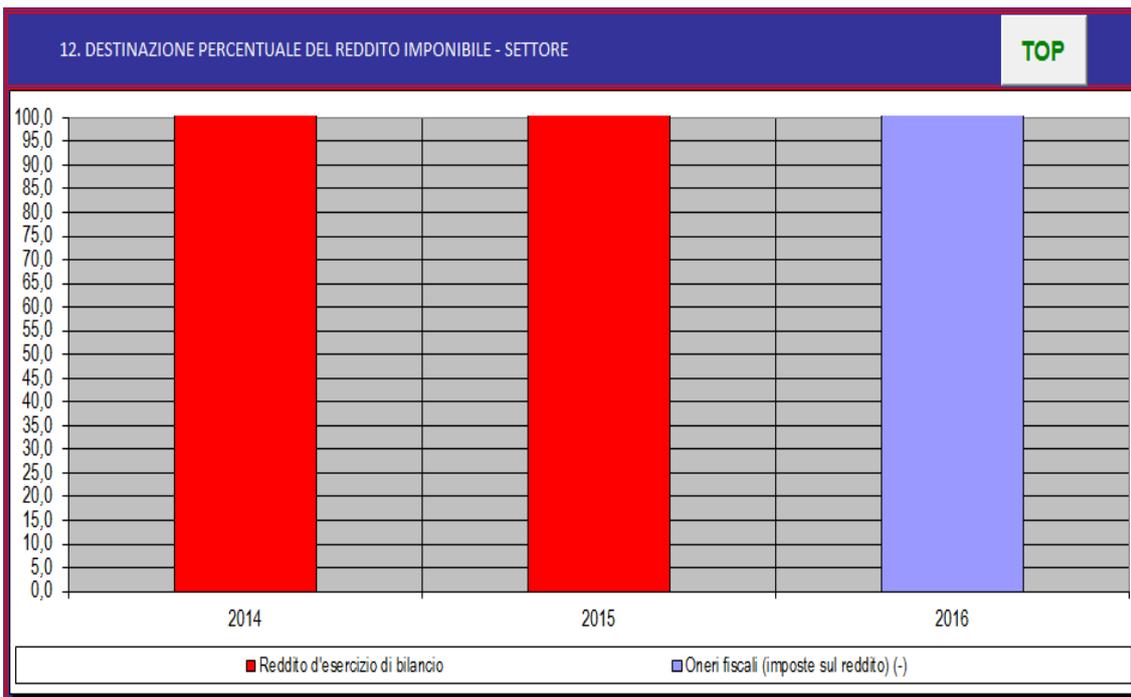
Nel secondo grafico il Gruppo presenta un aumento nel tempo della quota di reddito corrente ante imposta rispetto al MON ed una conseguenziale diminuzione degli oneri finanziari netti, che a loro volta comportano una diminuzione del rischio finanziario a cui l'impresa si espone sacrificando però una diminuzione della profittabilità. Nel 2016 si ha un'incidenza del reddito corrente ante imposta che è oltre il 70% del MON. La situazione del settore è invece differente da quella del Gruppo in quanto nel 2014 presenta un MON negativo che diventa positivo con il contributo degli oneri finanziari netti che, oltre ad essere positivi per tutti e tre gli anni, mostrano un esponenziale incremento nel tempo passando da +98% del 2015 a +374% del 2016. Questa situazione è giustificata dal fatto che nei tre anni, mentre i proventi finanziari dell'intero settore si mantengono su livelli simili, si ha un crollo degli oneri finanziari portando quindi il saldo, ovvero gli oneri finanziari netti, ad un importante valore positivo che si va a sommare al MON per definire il reddito corrente ante imposte.

4.2.4 Formazione del profitto

Dobbiamo infine aggiungere al reddito corrente i ricavi presunti e le altre rettifiche di costi (al netto dei costi presunti e rettifiche di ricavi), che abbiamo complessivamente raggruppato nella voce *proventi netti presunti e straordinari*, allo scopo di pervenire al *profitto dichiarato ante imposte o reddito imponibile*, ove le *rettifiche di bilancio* comprendono anche la differenza fra ammortamenti tecnico-economici e ammortamenti dichiarati in bilancio.



Il *reddito d'esercizio di bilancio* (profitto netto dichiarato al mercato), si ricava infine sottraendo gli *oneri tributari* (imposte dirette) dal reddito imponibile. Quest'ultimo corrisponde all'incremento del capitale netto (in assenza di variazioni di capitale sociale e riserve), chiudendo così il sistema contabile tradizionale.



La tavola 12 (pag. 42, pag. 52) e il grafico affiancato pongono in evidenza sia l'impatto provocato sul reddito corrente (primo grafico) dalle rettifiche di bilancio (area superiore) nella determinazione del reddito imponibile (area inferiore), sia l'incidenza degli oneri fiscali rispetto al reddito imponibile (area superiore del secondo grafico). Nel primo caso, se l'incidenza è negativa (rettifiche di bilancio decrementative del

reddito corrente), allora il reddito imponibile risulta essere una quota del totale; se invece l'incidenza è positiva (rettifiche di bilancio incrementative), il reddito imponibile dichiarato risulta maggiore di quello corrente e di conseguenza le rettifiche di bilancio compaiono nel quadrante negativo. Per quanto concerne invece la ripartizione del reddito imponibile fra oneri tributari e reddito d'esercizio, la quota dei primi dovrebbe coincidere con l'aliquota nominale d'imposta, ma spesso risulta minore per effetto di deduzioni dall'imponibile di perdite pregresse.

Nel primo grafico il settore mostra un reddito imponibile negativo per i primi due anni per poi tornare positivo nel 2016, con il valore negativo delle rettifiche che è prossimo al valore del reddito corrente ante imposte, quindi una situazione che muta radicalmente nell'intervallo di tempo analizzato. Il corrispettivo grafico del Gruppo Piaggio invece è più omogeneo, in quanto si ha sempre un reddito imponibile positivo nell'intervallo di tempo analizzato, e un contributo negativo delle rettifiche che risulta essere sempre più basso, in valore assoluto, del valore del reddito corrente ante imposte.

Nel secondo grafico il settore mostra un reddito imponibile negativo per i primi due anni e di conseguenza non è presente la parte del grafico riferita agli oneri fiscali, nel 2016 il reddito imponibile torna ad essere positivo con gli oneri fiscali che ne superano il valore. Per quanto riguarda il Gruppo Piaggio invece, si ha una situazione quasi costante negli anni con il reddito d'esercizio che rappresenta una quota di circa il 55%-60% rispetto al valore del reddito imponibile.

4.2.5 Analisi del ROI

Una volta definiti i precedenti flussi di reddito, si possono calcolare alcuni rapporti suggeriti dall'analisi finanziaria tradizionale per fornire una spiegazione sintetica della *redditività operativa netta*, ossia del tasso di profitto dell'attività strettamente industriale. Nell'analisi successiva effettuiamo un'integrazione dei seguenti:

- *rapporto fra valore aggiunto e fatturato*, atto a calcolare un indice d'integrazione verticale di più immediata rilevazione, ma ancora più spurio di quello in precedenza indicato, in quanto trascura anche l'impatto delle variazioni del magazzino, dei costi capitalizzati e degli altri ricavi accessori netti;

- *costo medio del lavoro*, calcolato come rapporto fra costo complessivo del lavoro e numero medio dei dipendenti;
- *fatturato pro-capite*, rapportato cioè al numero medio dei lavoratori, consentendo così di ottenere un indice combinato dell'efficienza produttiva, delle condizioni del mercato e delle politiche di prezzo adottate dall'impresa (è un indice molto utilizzato come misura della produttività, ma completamente inadatto ad effettuare confronti interaziendali, in quanto troppo influenzato dal diverso grado d'integrazione verticale e di utilizzo delle risorse, caratterizzanti ciascuna impresa);
- *tasso o aliquota tecnico-economica d'ammortamento*, che è un valore prescelto dal management in base alla tecnologia adottata nel settore produttivo in cui opera l'impresa;
- *recupero del capitale tecnico per unità di fatturato* (calcolato come rapporto fra valore medio del capitale tecnico in esercizio e valore del fatturato netto), allo scopo di pesare la precedente variabile ricorrendo a una misura delle caratteristiche tecnologiche settoriali dell'impresa (*capital intensive o capital saving*); l'indicatore è però spurio, a causa della correlazione esistente con le fluttuazioni del mercato, il diverso grado d'integrazione verticale e il livello dei prezzi relativi.

Dall'interazione dei precedenti indici si ottiene un indicatore intermedio di redditività, *la redditività netta delle vendite*, che rappresenta la quota di reddito operativo netto RN per unità di fatturato.

Risulta così evidente che, fermi restando gli altri fattori, un più elevato rapporto valore aggiunto/fatturato e un più elevato fatturato pro-capite fanno crescere il tasso di redditività delle vendite, così come un aumento del costo medio del lavoro, del tasso d'ammortamento e del rapporto capitale tecnico/fatturato lo fanno decrescere.

Da questo primo indicatore della redditività possiamo giungere a quello della *redditività netta del capitale operativo ROI (Return On Investment)*, che vuole esprimere il tasso di profitto dell'impresa in assenza di attività e passività finanziarie. Esso è calcolato come rapporto fra reddito e capitale mediamente investito in attività di produzione,

quest'ultimo definito come somma dei mezzi propri (il patrimonio netto) e dei debiti finanziari netti.

Il ROI può essere collegato alla redditività delle vendite mediante un indice di *recupero del capitale investito* (definito come rapporto tra capitale mediamente investito in attività di produzione e fatturato netto), il quale può essere considerato una misura spuria del grado di efficienza con cui l'impresa utilizza il capitale.

Si può così verificare che un miglioramento della redditività delle vendite si traduce in un più alto ROI, purché il tasso di rotazione del capitale investito non dipenda dalle stesse variabili. In effetti le interrelazioni sono ben più complesse di questa formulazione elementare, ma efficace dal punto di vista dell'immediatezza e della semplicità.

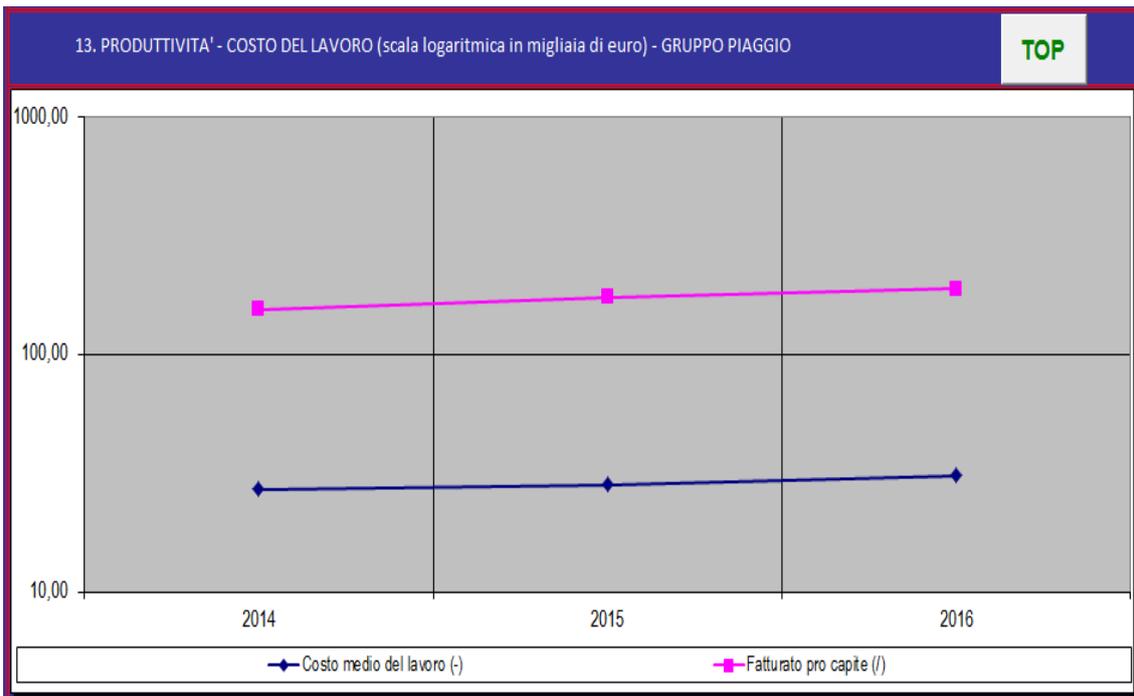
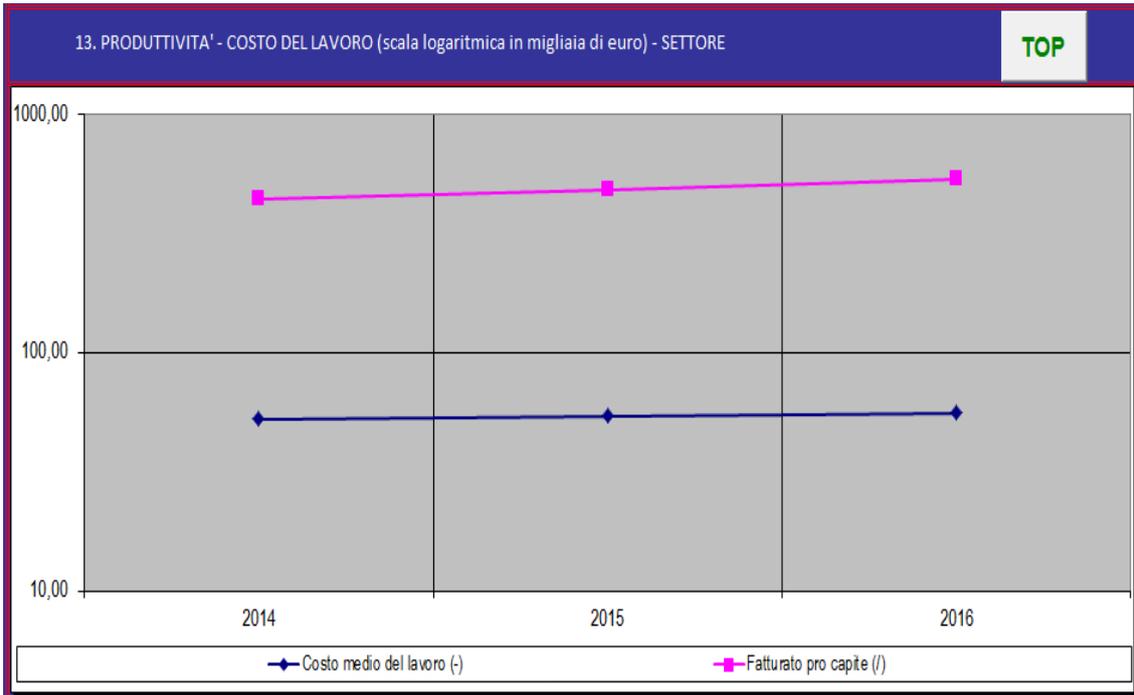
È opportuno in primo luogo segnalare che in concorrenza le imprese, a seconda del settore produttivo di appartenenza, possono avere un'elevata redditività delle vendite in corrispondenza di un alto tasso di rotazione del capitale investito e viceversa, con un ROI relativamente uniforme. In secondo luogo avvertiamo che la definizione di indebitamento netto può comportare alcuni problemi interpretativi. Se infatti i crediti finanziari eccedono i debiti finanziari di una misura tale da superare il valore del patrimonio netto, allora il periodo di recupero del capitale assume segno negativo e perde di significatività.

Ne consegue che ogniqualvolta il segno del tasso di rotazione del capitale investito è negativo, l'impresa:

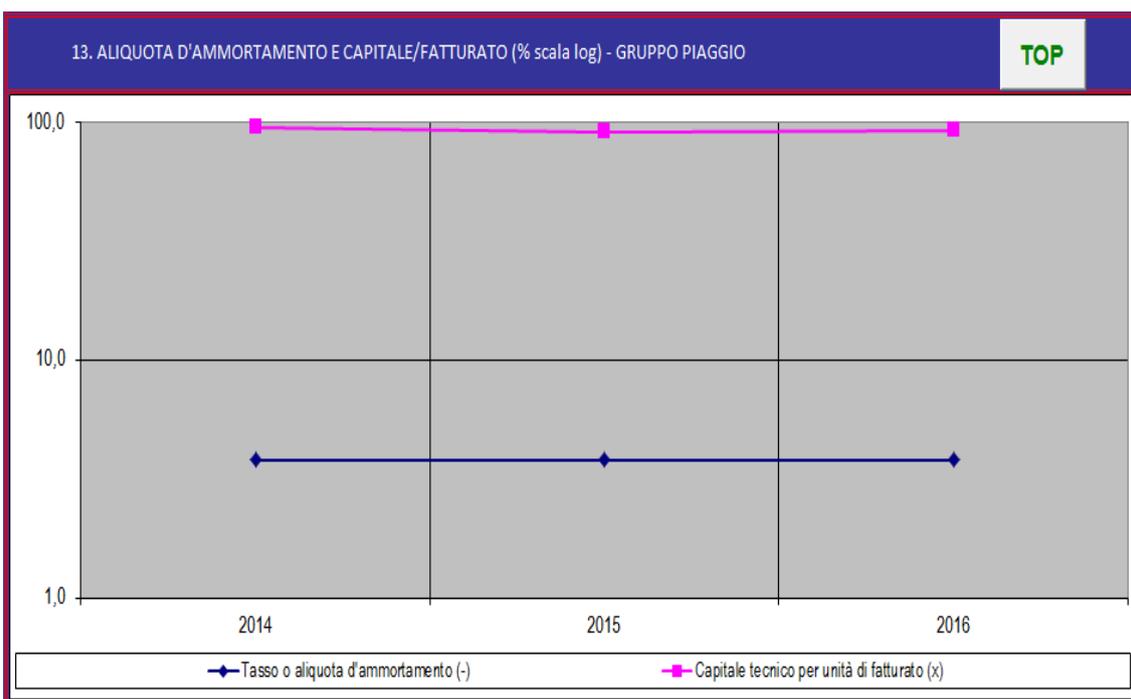
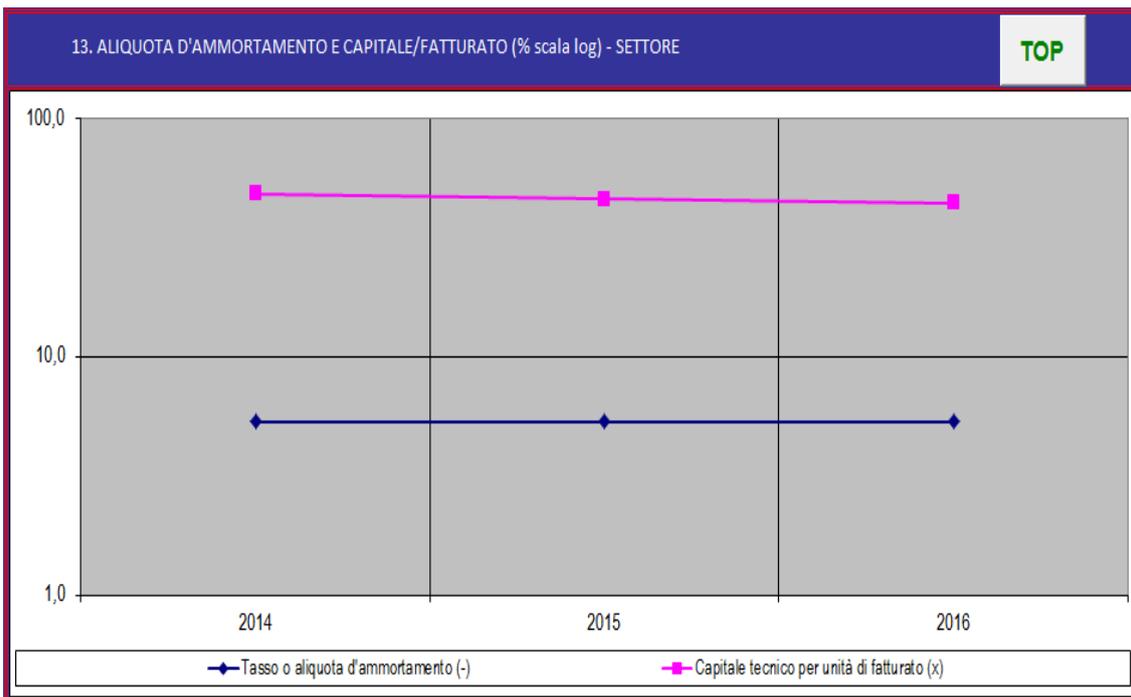
- realizza profitti operativi se il ROI è negativo;
- opera in condizioni di perdita operativa se il ROI è positivo.

Alla tavola 13 (pag. 42, pag. 52) sono associati tre grafici:

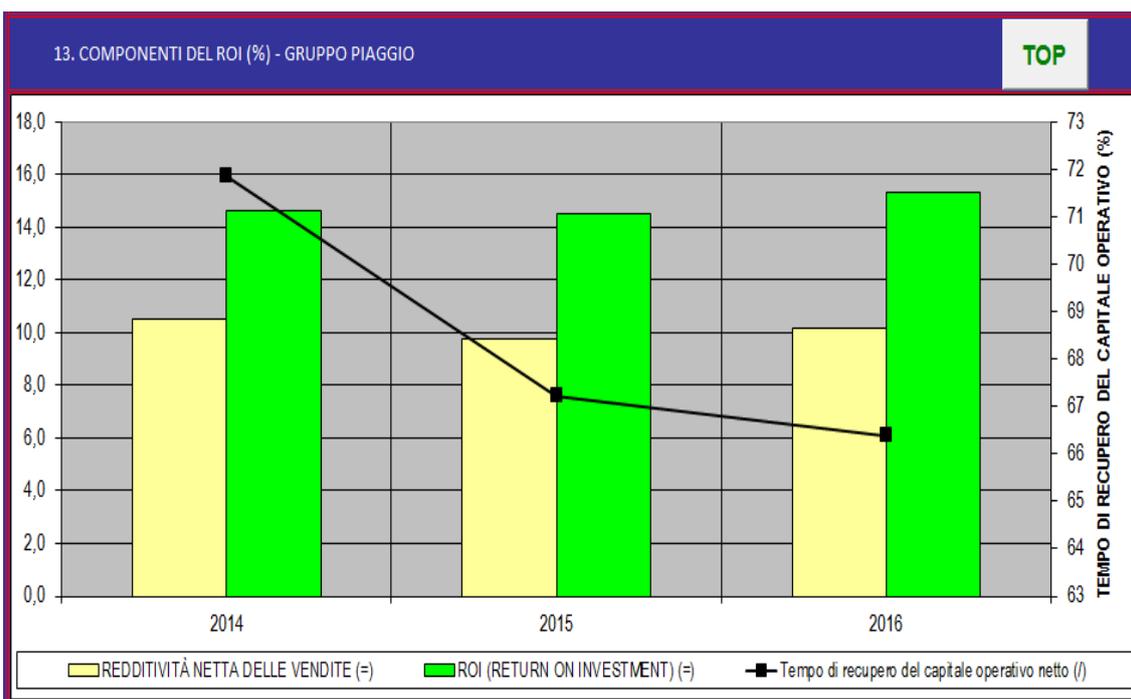
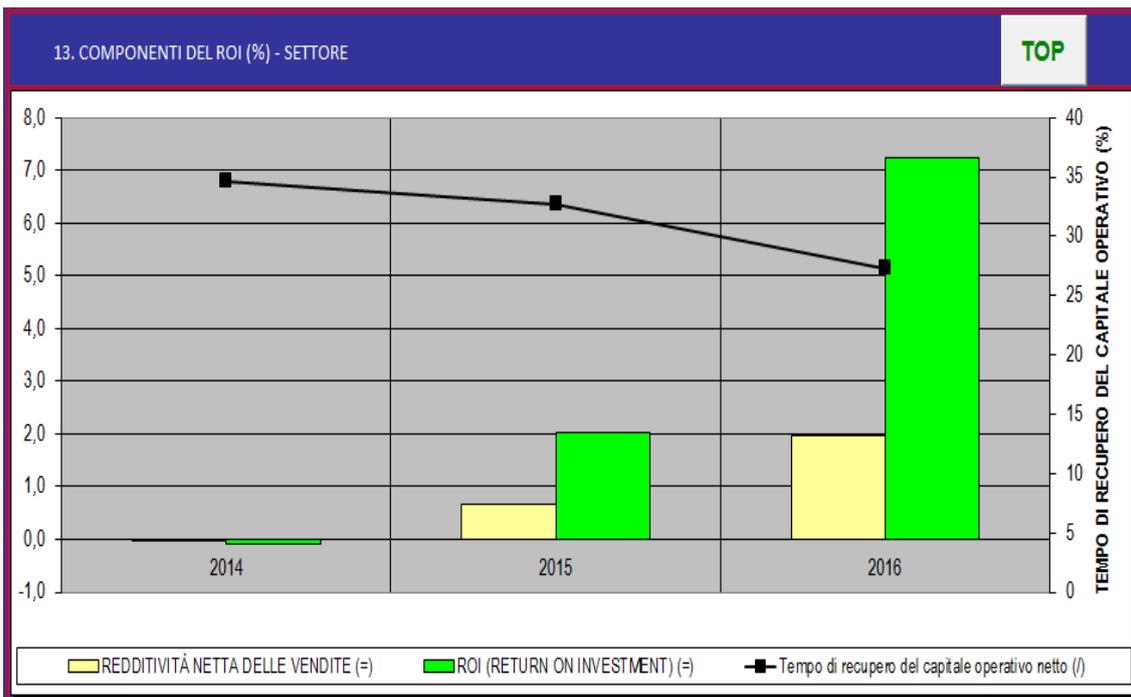
- il primo consente di cogliere il trend del fatturato pro-capite e del costo medio del lavoro; un aumento della distanza relativa fra le due curve comporta ovviamente un impatto positivo sulla redditività in conseguenza della crescita della domanda e/o della produttività del lavoro e/o dei prezzi di vendita a tassi superiori a quelli del costo medio del lavoro;



- il secondo e il terzo delineano l'evoluzione temporale del ROI e delle sue principali variabili esplicative.



L'evoluzione del ROI è una informazione sintetica fondamentale per l'approccio tradizionale, perché obiettivo del *management* dovrebbe essere quello di massimizzare la redditività (e quindi il ROI), allo scopo di consentire agli azionisti di massimizzare mediante l'arbitraggio il valore di mercato dell'impresa.



In proposito si osserva però che, in presenza di una politica di stabilizzazione dei dividendi e dei redditi dichiarati al mercato, gli indici ROI e RK non riflettono esclusivamente l'evoluzione della redditività operativa e del tempo di recupero del capitale: un'accumulazione intensiva di profitti non dichiarati comporta infatti una progressiva riduzione dell'indebitamento netto senza contemporanea crescita del

patrimonio netto, avendo gli utili in eccesso trovati in sottovalutazioni di attività o sopravvalutazioni di passività. Dal bilancio dell'impresa possono pertanto risultare una contrazione del tempo di recupero del capitale investito RK e un aumento del ROI, imputabili in parte alla politica di bilancio, inficiando così il significato dei citati indicatori. Siamo dunque fortemente critici riguardo all'uso di questi indici come misura della redditività operativa in presenza di asimmetrie d'informazione e proponiamo pertanto un calcolo alternativo nei capitoli successivi, incentrati sull'approccio manageriale.

Dal grafico del Gruppo Piaggio emerge che negli anni analizzati sono approssimativamente costanti sia i valori della redditività netta delle vendite che quelli del ROI, quello che muta invece è il valore del tempo di recupero del capitale operativo netto, questo vuol dire che il Gruppo pur mantenendo circa la stessa redditività operativa sul capitale investito, ha aumentato l'efficienza dell'utilizzo di quest'ultimo in relazione al fatturato prodotto.

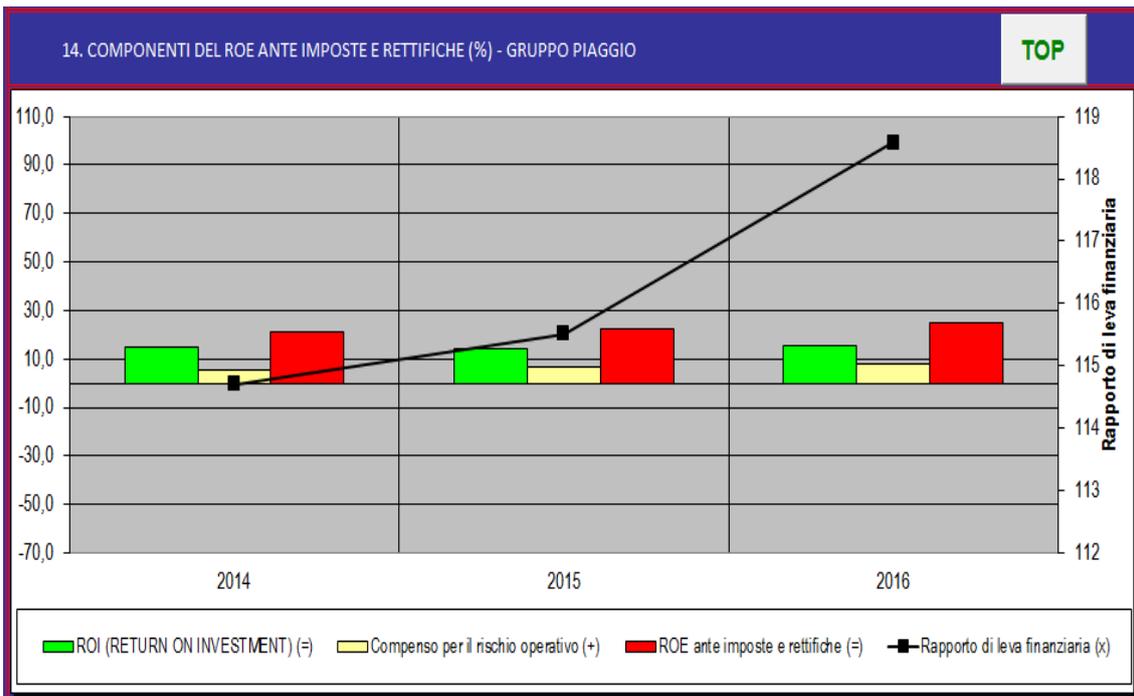
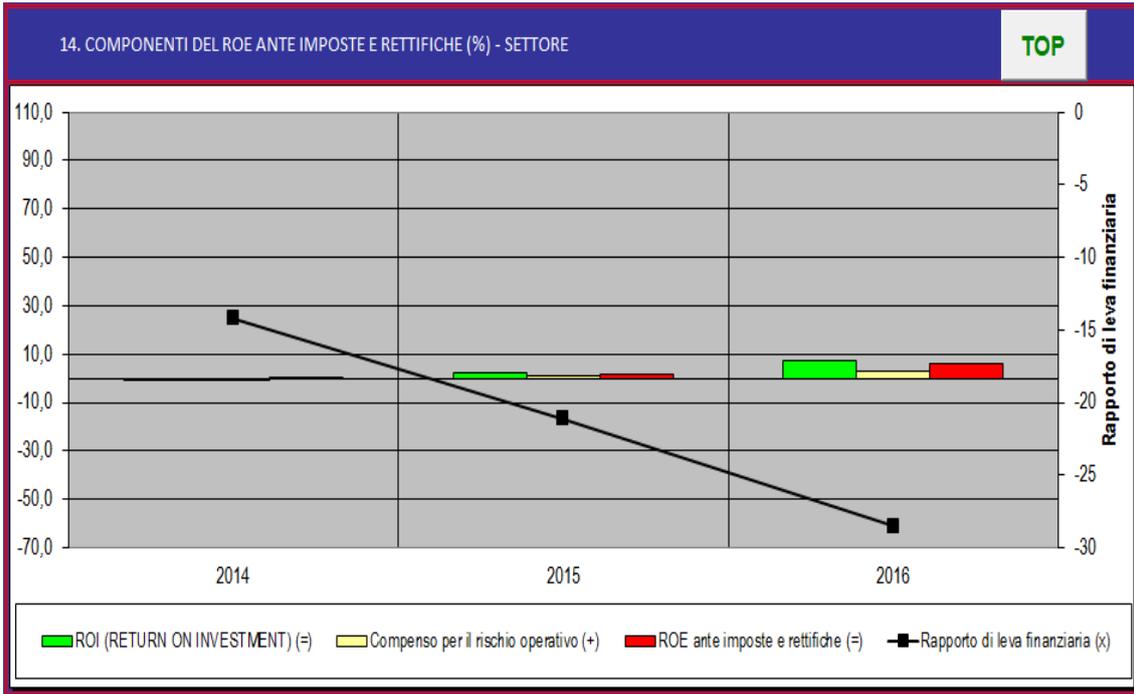
Per quanto riguarda invece il settore, la differenza rispetto al grafico di Piaggio è notevole. E' evidente una crescita esponenziale del ROI che passa da un valore nullo nel 2014 ad un 2% nel 2015, fino ad un circa 7% nel 2016. Ciò si spiega in particolar modo non con una variazione negativa del capitale investito netto operativo che costituisce il denominatore del ROI, ma con un netto aumento, negli anni considerati, del valore del margine operativo lordo (o EBITDA) che costituisce il numeratore del ROI. Cresce logicamente anche la redditività netta delle vendite anche se in maniera più contenuta rispetto all'aumento percentuale del ROI e migliora anche l'efficienza dell'utilizzo del capitale investito netto operativo in quanto si abbassa il suo tempo di recupero. Quindi dall'analisi del ROI, che è considerato il re degli indicatori in quanto a performance della capacità di generare ricchezza dall'attività caratteristica dell'impresa, il Gruppo Piaggio non solo si dimostra più costante nell'arco di tempo considerato rispetto al settore, quindi meno rischioso, ma riesce a raggiungere un target di rendimento relativo alla gestione operativa che è nettamente più alto di quello espresso dal settore di appartenenza.

4.2.6 Analisi del ROE

Una variazione della redditività del capitale operativo netto si trasmette sul *rendimento del capitale netto* ROE (*Return On Equity*), che esprime il tasso di profitto in presenza di attività e passività finanziarie. Questo è l'indicatore finale della redditività dell'impresa, in quanto misura il reddito d'esercizio in rapporto al valore medio del capitale netto.

Il legame esistente fra ROI e ROE può essere concettualmente scisso in due momenti, incentrando l'attenzione dapprima sugli effetti indotti dalla struttura finanziaria sulla redditività a monte delle politiche di bilancio e degli oneri fiscali, facendo cioè riferimento *al rendimento del capitale netto ante imposte e rettifiche*, che dipende dal:

- *costo medio dell'indebitamento finanziario netto*;
- *compenso per il rischio operativo*, in quanto rileva il differenziale di remunerazione necessario per indurre l'impresa a investire in attività rischiose, rinunciando ad allocare i propri capitali in attività finanziarie esenti da rischio o a minore rischiosità del capitale operativo; si consideri infatti che le attività finanziarie di un'impresa possono normalmente contemplare non solo le attività liquide, ma anche i titoli azionari con rendimenti incerti e soprattutto le *partecipazioni strategiche*, la cui natura non è strettamente finanziaria, in quanto riflette obiettivi di crescita esterna perseguiti dal *management*. In presenza di una rilevante quota di partecipazioni strategiche, si dovrebbe in effetti utilizzare il bilancio consolidato dell'impresa, allo scopo di evitare errori di valutazione del comportamento manageriale;
- *rapporto di leverage o leva finanziaria*, espresso dal rapporto fra indebitamento netto medio e patrimonio netto medio.



Successivamente occorre considerare gli effetti che la politica di bilancio effettuata dai *managers* e l'incidenza fiscale derivante dalla legislazione esplicano sulla redditività del patrimonio netto, comunicata al mercato attraverso il bilancio, per cui occorre considerare il *moltiplicatore delle rettifiche di bilancio* e il *deflatore fiscale*, poiché il primo rileva la maggiorazione o la decurtazione del reddito corrente conseguente alla

politica di bilancio effettuata dal *management*, mentre il secondo misura la quota di reddito che resta a disposizione dell'impresa dopo aver pagato le imposte.

Si può quindi verificare che il tasso di profitto ante imposte e rettifiche di bilancio aumenta al crescere sia del tasso di redditività operativa netta, sia della leva finanziaria, purché il ROI ecceda il costo medio dell'indebitamento netto (il compenso per il rischio operativo sia cioè positivo), condizione normalmente verificata se si tiene conto, come in precedenza spiegato, che l'investimento in capitale operativo è più rischioso di quello in attività finanziarie. In condizioni normali, quindi, rapporti d'indebitamento più alti comportano tassi di profitto più elevati (*effetto di leva finanziaria*), per cui si potrebbe erroneamente dedurre che l'impresa per massimizzare il ROE dovrebbe sostituire il patrimonio netto con i debiti; ma poiché la varianza del ROI è positiva e spesso molto elevata (la redditività operativa fluttua in sintonia con le condizioni cicliche dei mercati del prodotto e dei fattori), una crescita eccessiva della leva finanziaria, a parità di costo dell'indebitamento, amplificherebbe le fluttuazioni del ROE, andando incontro a rischi crescenti per gli azionisti dell'impresa. La scelta ottimale del *rapporto di leverage* da parte del *management* è quindi un problema molto delicato, sia che questi abbia a cuore gli interessi dei proprietari, sia che persegua obiettivi più articolati (di crescita e di autonomia finanziaria).

A questo punto è opportuno analizzare alcuni casi che contrastano con quanto fin qui affermato. In situazioni di crisi dell'attività operativa (per recessione del mercato in cui l'impresa opera o per inefficienze interne che la rendono non competitiva) può verificarsi un valore del ROI molto basso, tale da rendere negativo il compenso per il rischio. Questo è in genere un evento ciclico o contingente, che dovrebbe preoccupare il *management* solo se si protrae per un lungo periodo di tempo: in tal caso la leva finanziaria amplifica drammaticamente la crisi aziendale, in quanto la flessione del ROI si traduce in una ben più grave caduta del ROE ante imposte e rettifiche, che può facilmente risultare negativo, come meglio evidenzieremo nel paragrafo successivo.

Un secondo caso si presenta in analogia con quello già evidenziato per il ROI. Quando i crediti finanziari eccedono i debiti finanziari, l'indebitamento netto e la leva finanziaria risultano negativi, per cui quest'ultima assume un significato opposto di rapporto fra investimento netto in attività finanziarie e patrimonio netto. Il costo medio dell'indebitamento netto non assume invece il significato di rendimento delle attività

finanziarie nette fintanto che gli oneri finanziari continuano a risultare superiori ai proventi finanziari. Esiste dunque un intervallo entro il quale il maggior costo medio dei debiti finanziari rispetto al rendimento delle attività finanziarie comporta un costo medio dell'indebitamento netto negativo e privo di significato; superato tale intervallo, diventa nuovamente positivo (proventi finanziari in eccesso sugli oneri) per cui la leva tende a trasformare alti livelli di ROI in più bassi livelli di ROE.

Secondo l'analisi tradizionale, però, questa situazione non dovrebbe mai verificarsi, se l'obiettivo del *management* è quello di massimizzare il benessere degli azionisti, in quanto non dovrebbero sussistere ragioni economiche che inducano le imprese industriali ad accumulare attività finanziarie liquide.

Ancora una volta dobbiamo osservare che la misurazione del capitale operativo come somma di indebitamento finanziario netto e patrimonio netto presenta alcune ambiguità che dovrebbero indurre a una sua riformulazione.

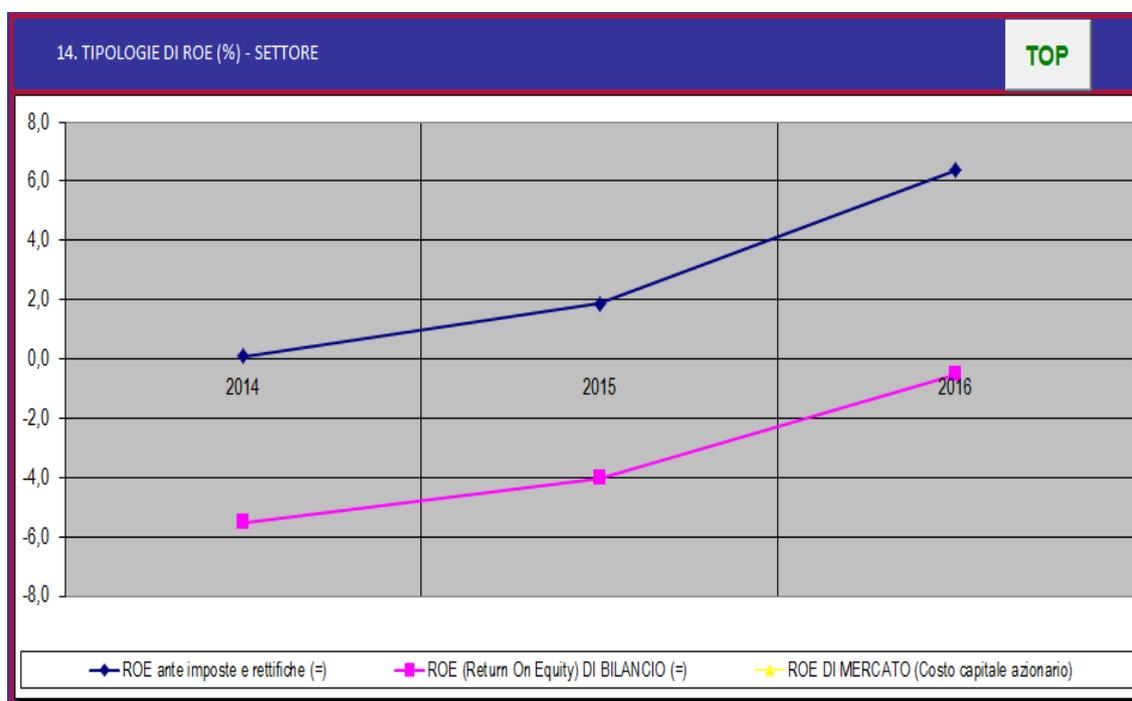
Vedremo in seguito che nell'analisi manageriale queste incongruenze verranno evitate, ricorrendo a una definizione di capitale investito lordo dal lato dell'attivo (che include le attività finanziarie) e di fonti di finanziamento dal lato del passivo (che comprendono i debiti finanziari), la quale nella sostanza suggerisce che crediti e debiti siano beni eterogenei.

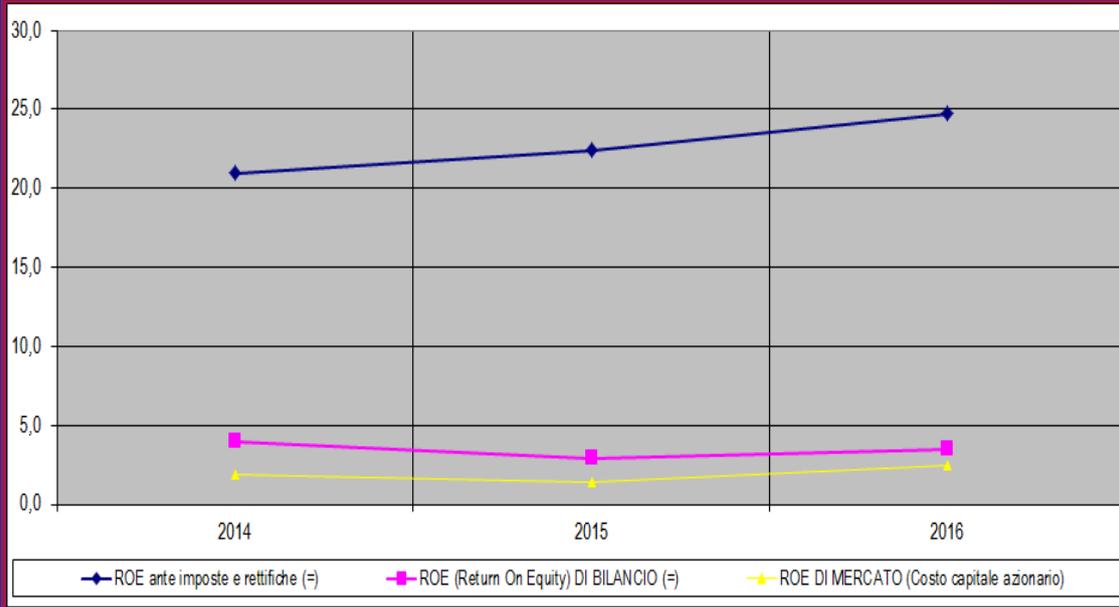
Infine è opportuno integrare l'analisi contabile della redditività con quella di mercato, che deve quindi fare riferimento alla quotazione delle azioni dell'impresa. Si suggerisce pertanto di calcolare il ROE *di mercato* in contrapposizione al ROE *di bilancio* precedentemente definito, ove il primo è *un'approssimazione del tasso di rendimento richiesto dagli azionisti*, in quanto è calcolato come rapporto *fra reddito d'esercizio e valore medio di mercato delle azioni*, nell'ipotesi cioè che il tasso di profitto ROE dichiarato in bilancio condizioni fortemente *l'indice della quotazione di mercato*, espresso dal rapporto fra valore di mercato delle azioni e valore di bilancio delle stesse (corrispondente al patrimonio netto medio).

Nella teoria tradizionale il ROE di mercato è anche definito *costo del capitale azionario*, poiché l'impresa dovrebbe tenere conto di tale variabile (oltre che del costo dell'indebitamento) per calcolare il tasso di sconto dei flussi connessi ai progetti d'investimento.

Si osserva infine che, come abbiamo precedentemente visto, in condizioni normali l'aumento della leva finanziaria fa salire il ROE e il rischio: in un mercato perfetto dovrebbe anche proporzionalmente crescere il ROE di mercato, in quanto l'azionista dovrebbe essere in grado di recepire il maggiore rischio connesso a una struttura finanziaria più indebitata; di conseguenza non dovrebbe mutare il valore di mercato dell'impresa. In un mercato imperfetto invece (ove esistono rischi di fallimento e costi di agenzia) un eccessivo aumento della leva dovrebbe far crescere più che proporzionalmente il rischio per gli azionisti, per cui il mercato dovrebbe reagire penalizzando la valutazione dell'impresa eccessivamente indebitata: l'aumento della leva fa quindi crescere il ROE, ma più intensivamente il ROE di mercato, riducendo la quotazione.

La tavola 14 (pag. 43, pag. 53) ripropone quanto detto, mentre il grafico sottostante permette di studiare l'evoluzione di tre indicatori fondamentali: il REA ante imposte e rettifiche, il ROE di bilancio e il ROM di mercato, allo scopo di cogliere le correlazioni fondamentali e ricercare le eventuali cause di divergenza alla luce di quanto fin qui descritto.





L'analisi del ROI affrontata nel precedente paragrafo era abbastanza predittiva sulla situazione del ROE e sulla relativa analisi affrontata in questo paragrafo. Per quanto riguarda il settore, si ripete la situazione vista con il ROI ma ovviamente si ha una traslazione verso il basso, in quanto gli altri contributi che si sommano per giungere dalla redditività operativa espressa dal ROI alla redditività finale espressa dal ROE, ne riducono la performance tanto da far assumere valori negativi al ROE e d'altronde diversamente non poteva essere considerato che in tutto l'intervallo di tempo analizzato il settore mostra sempre un risultato finale negativo. Quello che è utile osservare è che per il settore si ha una leva finanziaria negativa in tutti gli anni considerati, questo avviene perché i crediti finanziari eccedono i debiti finanziari, in questo caso la leva finanziaria tende ad abbassare ulteriormente i livelli del ROI, in quanto non si gode del vantaggio dello scudo fiscale che gli oneri finanziari producono. E' del resto evidente e forte il trend migliorativo del settore che molto probabilmente, già nei prossimi anni, porterà il ROE a valori non solo positivi ma vicini a quelli caratteristici del business in questione, resta però critico il valore positivo della leva finanziaria che andrebbe rivisto. Per quanto riguarda il gruppo invece, la situazione è nettamente migliore e soprattutto più vicina a quanto suggerito dalla teoria d'impresa. Il ROE risulta positivo in tutti gli anni considerati ma è notevole la differenza di performance rispetto al valore del ROE

ante imposte e rettifiche, che risulta addirittura superiore a quello del ROI. Questo perché c'è un significativo contributo della leva finanziaria che grazie allo scudo fiscale riesce ad aumentarne il valore. E' pur vero però, come spiegato precedentemente, che se l'utilizzo di un importante valore della leva permetta di aumentare la redditività dell'impresa, è anche vero che ne aumenta l'esposizione al rischio di default e di conseguenza questa informazione viene scontata dal mercato dei capitali con aumento del rendimento richiesto dagli azionisti e quindi con una conseguente riduzione del prezzo azionario che è espressa chiaramente nel grafico dal valore del ROE di mercato che risulta essere più basso rispetto al ROE di bilancio.

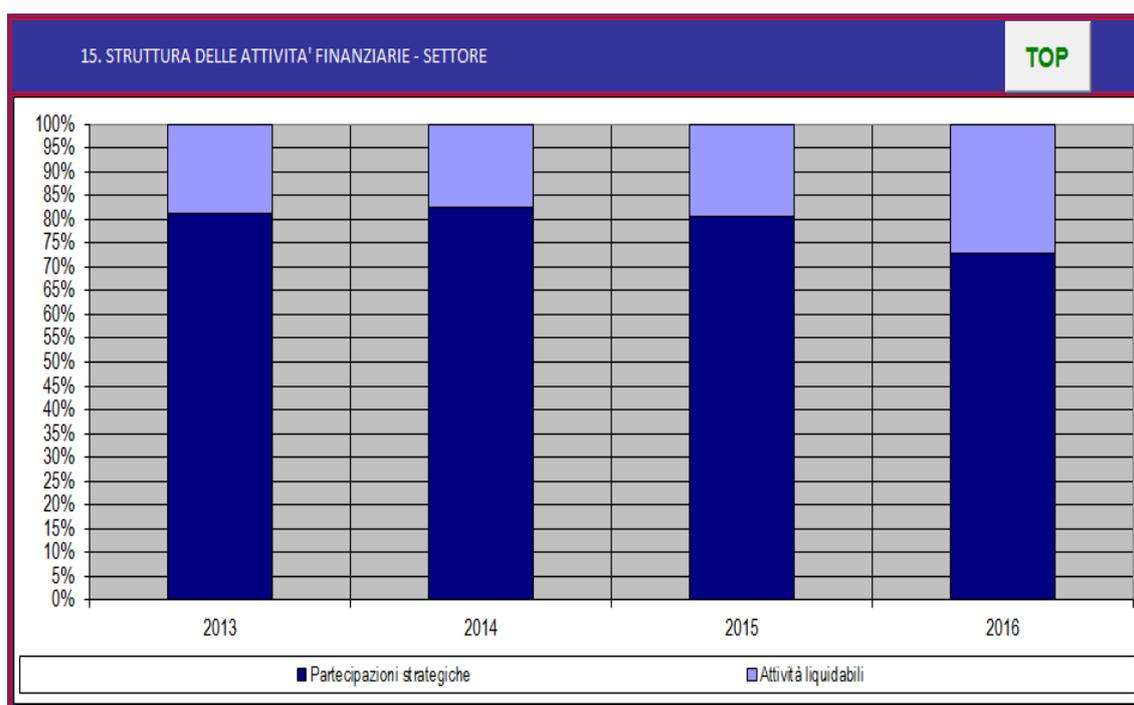
4.3 Analisi manageriale – finanza

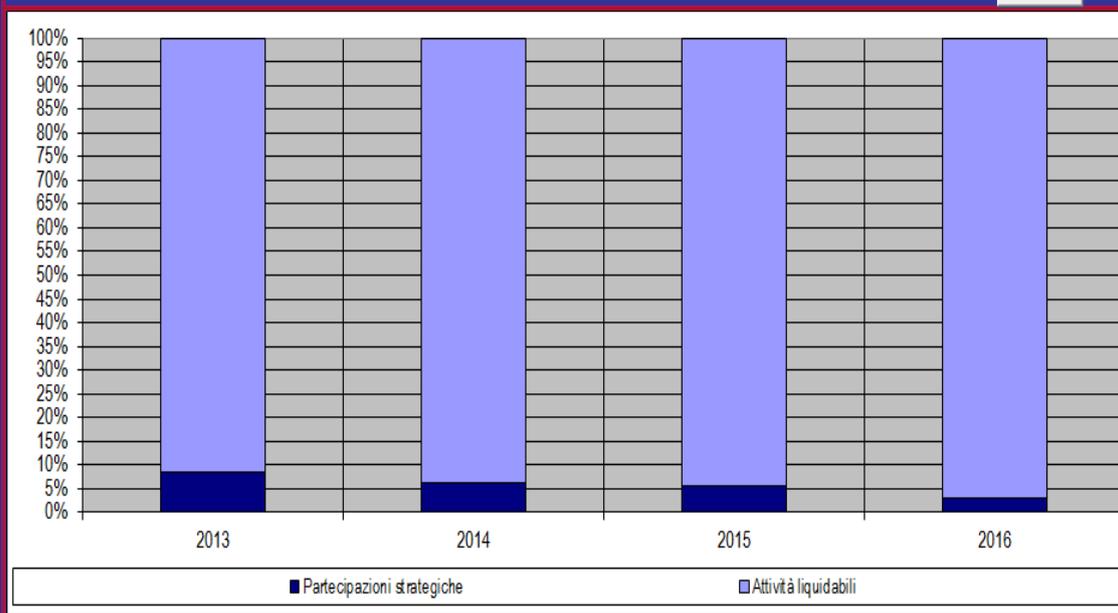
4.3.1 Struttura del capitale

Il modello che proponiamo in questo e nei due prossimi capitoli è alternativo all'analisi tradizionale e poggia su una definizione manageriale dell'impresa e su una conseguente specifica classificazione del capitale e del reddito. Distinguiamo in primo luogo l'attività complessiva aziendale in due aree:

- una *gestione operativa o industriale*, che si riferisce essenzialmente all'attività di produzione di beni e servizi, che poi l'impresa vende sul relativo mercato;
- una *gestione finanziaria*, che riguarda sia l'allocazione del capitale in alternative forme di attività reali e finanziarie, sia l'acquisizione di risorse finanziarie esterne.

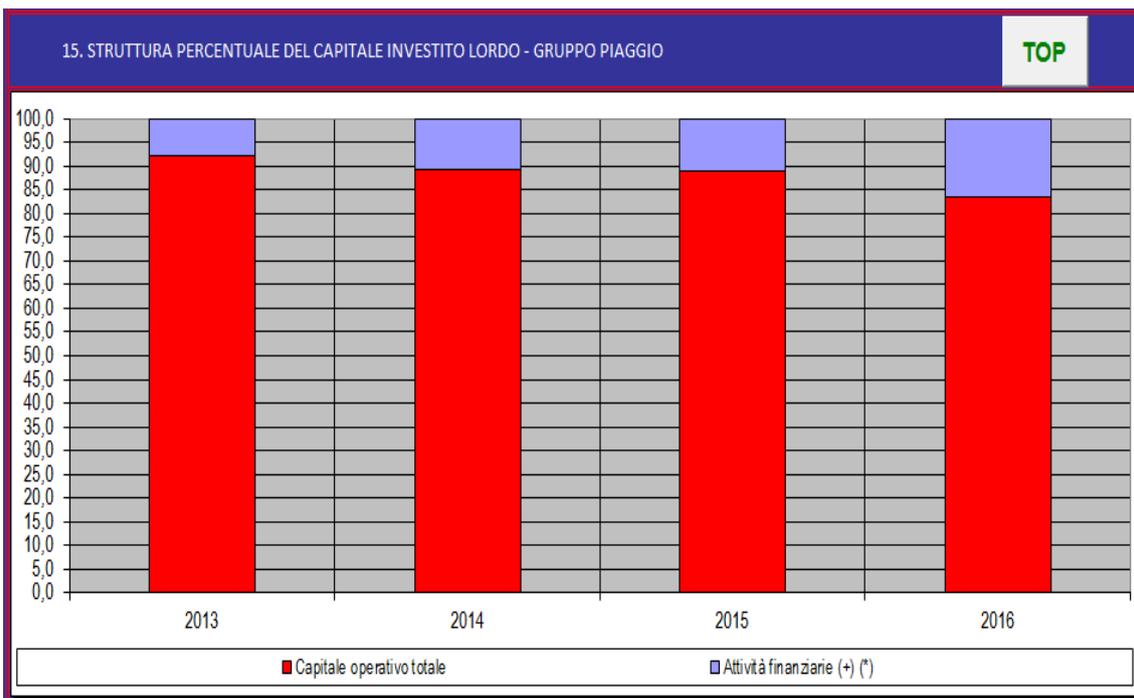
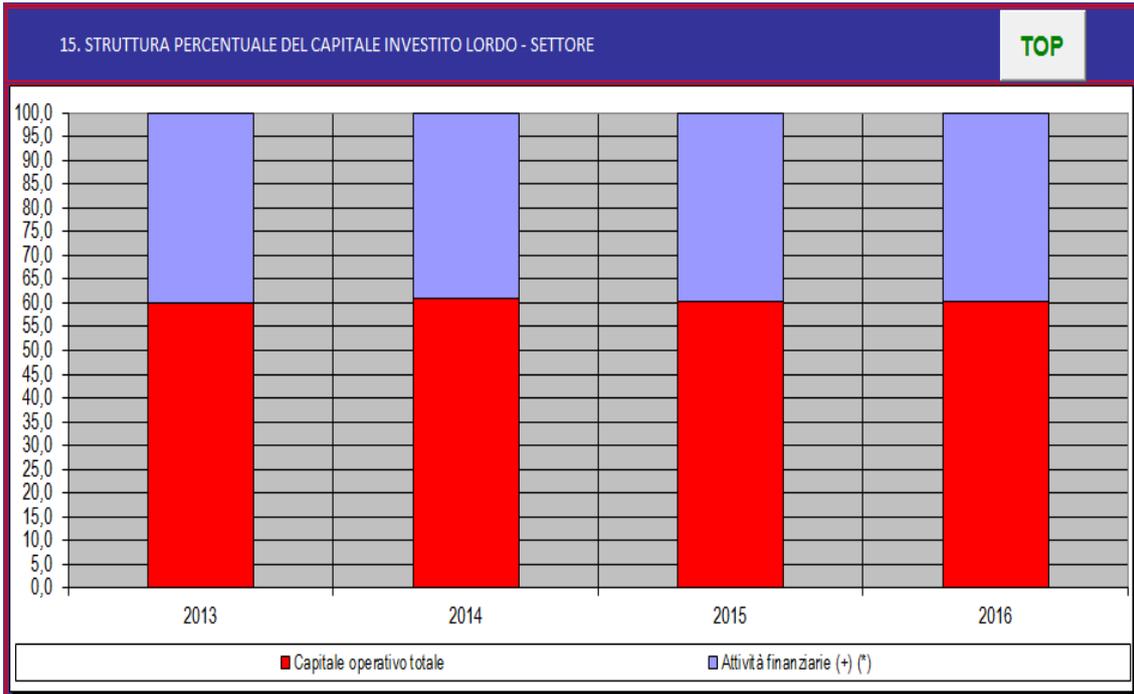
Il capitale viene allora suddiviso dal lato degli impieghi in due classi che prescindono dalla loro struttura per scadenza: il capitale operativo e le attività finanziarie.





Il *capitale operativo* definisce l'insieme dei mezzi finanziari investiti nell'attività tipicamente industriale dell'impresa e comprende sia il *capitale tecnico*, destinato ad essere utilizzato per la produzione (immobilizzi tecnici in esercizio e in costruzione), sia il *capitale operativo circolante* originato dalla gestione corrente (magazzino, crediti commerciali e altre attività, al netto dei debiti commerciali e delle altre passività). Se volessimo effettuare un confronto fra il *capitale operativo circolante* e il *circolante netto*, definito secondo l'approccio tradizionale, risulterebbe che il secondo può essere calcolato sommando al primo la posizione finanziaria netta a breve e i fondi rischi e spese presunte.

Le *attività finanziarie* afferiscono invece all'area della finanza d'impresa e comprendono le attività più liquide (moneta), ad un estremo, e l'intera gamma dei titoli fino alle attività meno liquide (partecipazioni) all'altro estremo. Esse possono opportunamente essere separate in *attività liquidabili* e in *partecipazioni strategiche*, allo scopo di isolare la parte delle attività finanziarie irrinunciabili per la strategia di crescita esterna dell'impresa, anche se questa separazione andrebbe evitata facendo riferimento al bilancio consolidato, qualora tale componente risultasse rilevante.

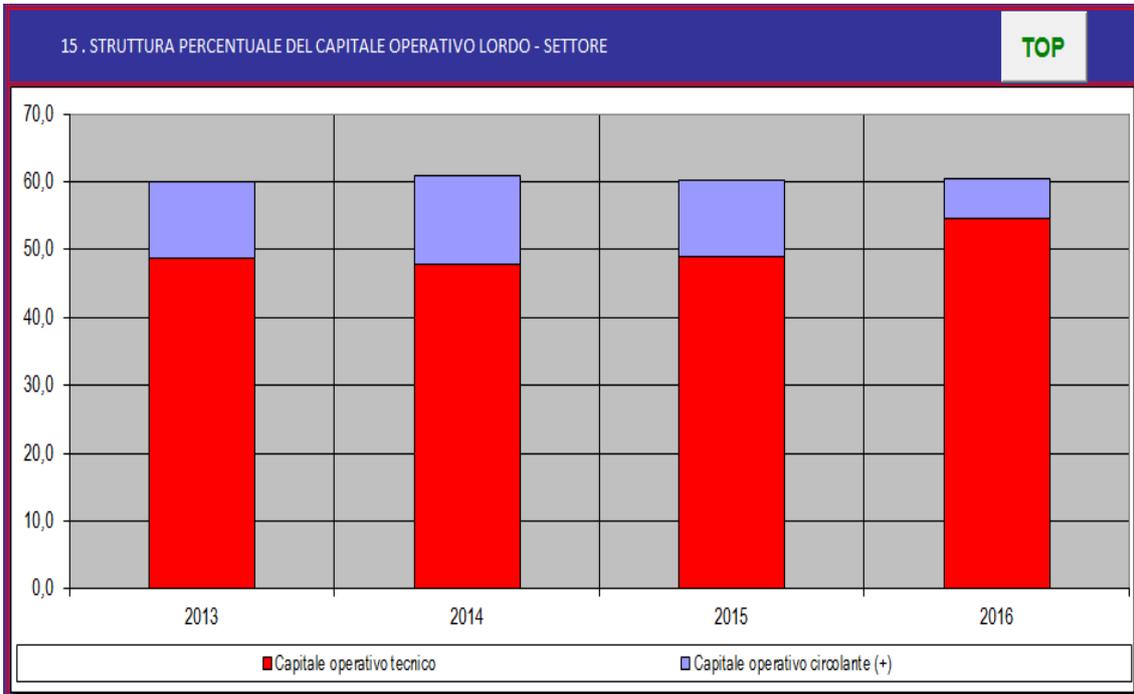


Definiamo quindi *capitale investito* (o *impieghi totali*) l'insieme delle suindicate componenti.

L'analisi del comportamento manageriale prescinde dunque dal problema dell'equilibrio secondo la scadenza desiderato dagli intermediari finanziari, di cui si è discusso nel capitolo precedente: ciò che conta sono le scelte di allocazione del capitale e, come

vedremo tra breve, quelle di finanziamento desiderate dall'impresa, senza porre eccessiva enfasi sul grado di liquidità per i finanziatori.

La tavola 15 (pag. 43, pag. 53) e i grafici ad essa affiancati consentono di delineare le scelte di allocazione del capitale effettuate da un'impresa.



La natura di quest'ultima potrebbe essere essenzialmente operativa e quindi dotata di limitate attività finanziarie, a causa della bassa avversione al rischio tipico dell'attività industriale svolta oppure a causa della presenza di vincoli finanziari sul mercato che abbiano prosciugato le riserve di liquidità. Viceversa potremmo rilevare un'alta incidenza di attività finanziarie, allo scopo di mitigare sia il rischio operativo, sia quello di razionamento sul mercato dei capitali, oppure al fine di realizzare una crescita esterna mediante il possesso di ingenti partecipazioni strategiche. Questi aspetti saranno approfonditi in seguito.

Nel primo grafico quello che colpisce è l'enorme differenza che c'è tra il settore ed il Gruppo Piaggio, circa la struttura delle attività finanziarie. C'è però da precisare che il bilancio del settore, essendo non dettagliato nelle voci a differenza di quello di Piaggio, non ha permesso una precisa discriminazione tra partecipazioni strategiche ed attività liquidabili. Al di là della loro suddivisione, è comunque grande la quota che le attività finanziarie, in particolar modo le partecipazioni, rivestono sul totale dell'attivo del settore rispetto alla quota che invece rivestono sul totale dell'attivo del Gruppo Piaggio, che risulta essere nettamente inferiore (situazione analizzata nel paragrafo 4.1.6). La chiave di lettura è che, essendo comunque un settore di imprese industriali il cui core business è quello della costruzione dei mezzi di trasporto, e non di imprese finanziarie, evidentemente tali partecipazioni sono di carattere strategico, tramite le quali il settore persegue una strategia di crescita esterna in media molto più forte di quella invece perseguita dal Gruppo Piaggio.

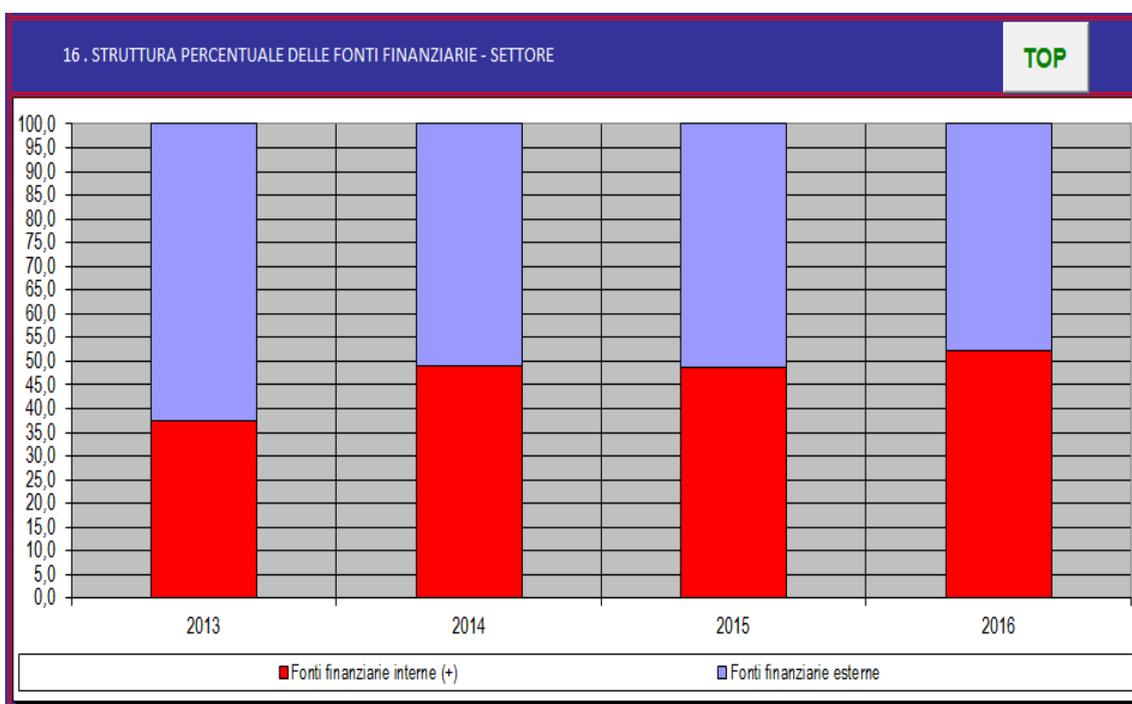
Nel secondo grafico continua ad essere evidente per il settore la quota di incidenza delle attività finanziarie sul totale del capitale investito lordo, di circa il 40%, che rimane costante negli anni. Per il Gruppo Piaggio invece è nettamente più importante la quota di capitale operativo totale, che oscilla negli anni tra l'80% ed il 90%, rispetto a quella delle attività finanziarie che di conseguenza oscilla tra il 20% ed il 10%.

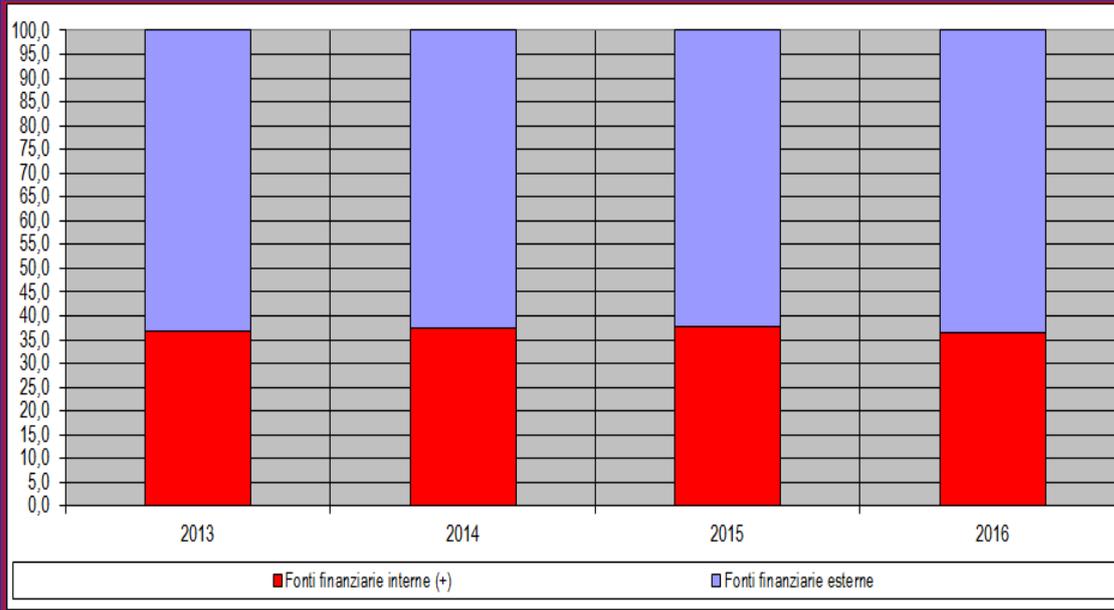
Nel terzo grafico infine, l'aspetto più importante è il valore negativo del capitale operativo circolante mostrato dal Gruppo Piaggio in tutti gli anni considerati. Questo vuol dire che Piaggio si trova in una situazione di illiquidità; ovvero che gli investimenti fissi risultano finanziati anche con debiti correnti e quindi è un segnale di una situazione finanziaria precaria. Di conseguenza le attività correnti non sono sufficienti a far fronte ai debiti a breve. Questa situazione per Piaggio è in linea con quanto anticipato nel

paragrafo 4.1.2, anche se in questo caso l'analisi riguarda una natura strettamente operativa.

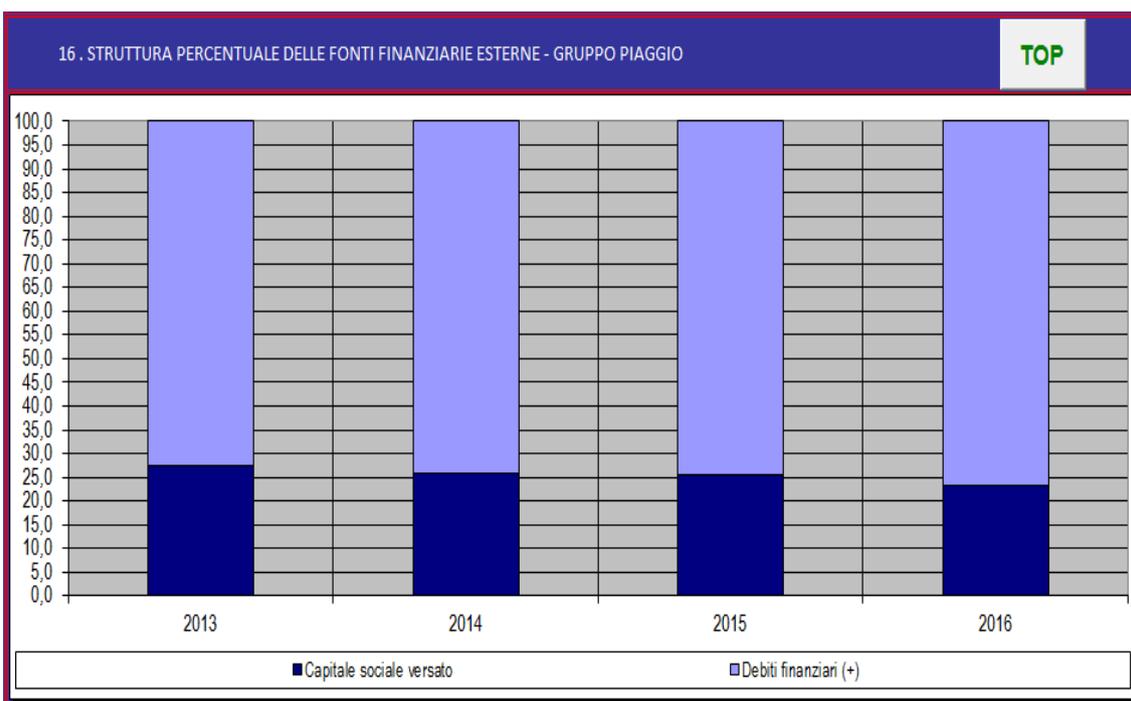
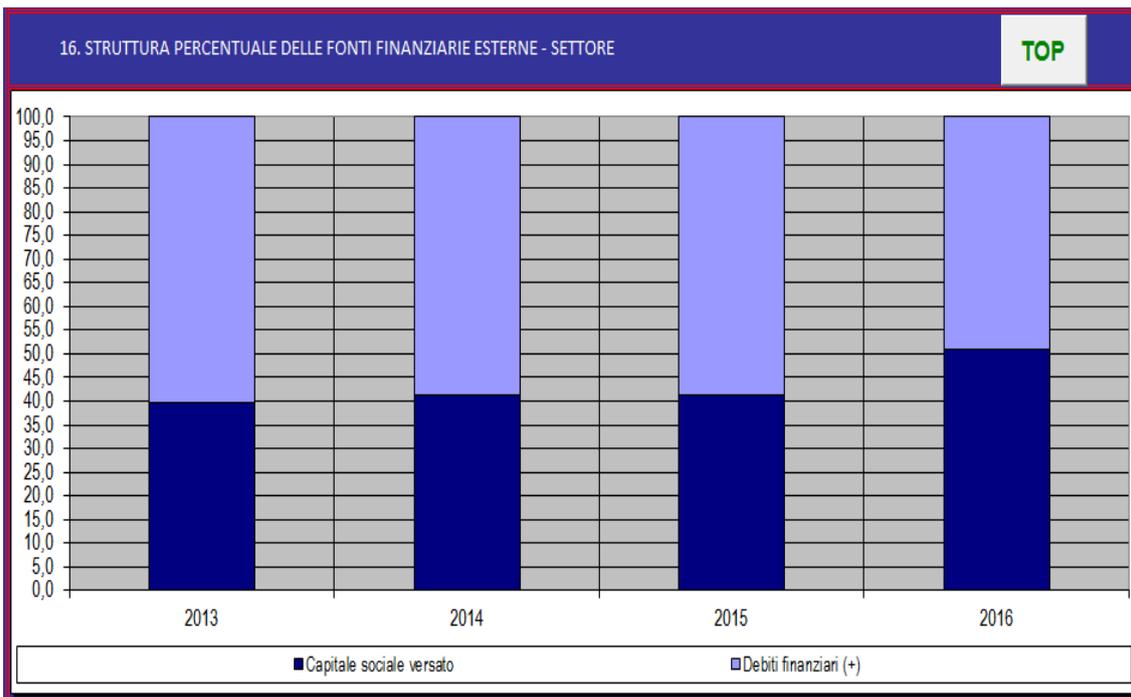
4.3.2 Struttura fonti finanziarie

Dal lato delle fonti di finanziamento secondo l'ottica manageriale possiamo invece distinguere le *fonti esterne* dalle fonti interne. Le fonti esterne definiscono l'insieme dei mezzi finanziari acquisiti dall'impresa sul mercato azionario (capitale sociale) e creditizio (debiti finanziari, sia a breve, sia a lungo termine).





Le *fonti interne* sono invece costituite dall'accumulo dei flussi trattenuti nell'impresa al fine di autofinanziarsi sia mediante riserve e utili (il reddito d'esercizio non è stato depurato dei dividendi, poiché abbiamo ipotizzato che il pagamento di questi ultimi sia effettuato posticipatamente), sia attraverso l'accantonamento ai fondi d'ammortamento del capitale tecnico (logorato dall'uso o superato per obsolescenza), sia mediante lo stanziamento a fondi per fronteggiare oneri e rischi futuri, al netto dei costi capitalizzati. Le spese d'ammortizzare sono state portate in deduzione dei fondi interni, in quanto solo dal punto di vista della competenza esse possono essere considerate attività, mentre dal punto di vista strettamente finanziario comportano minori risorse interne. Possiamo quindi ridefinire il *capitale investito* come somma delle fonti esterne ed interne di finanziamento.



La tavola 16 (pag. 43, pag. 53) e i relativi grafici, hanno lo scopo di evidenziare il peso delle fonti interne come obiettivo centrale di sicurezza finanziaria per il *management*: un'alta incidenza dei mezzi di autofinanziamento minimizza infatti i rischi di scalata e di vincolo imposto dal mercato alla realizzazione dei piani d'investimento, soprattutto in caso di avverse condizioni dei mercati finanziari.

L'evoluzione relativa dell'incidenza del capitale sociale e dei debiti finanziari segnala invece la propensione al rischio del *management* nei confronti delle componenti esterne del capitale, tenuto conto dei rispettivi costi di approvvigionamento, come approfondiremo meglio in seguito.

Per quanto riguarda il primo grafico si nota negli anni un aumento dell'incidenza delle fonti finanziarie interne per il settore, mentre per il Gruppo Piaggio si hanno valori pressoché stabili con un'incidenza delle fonti esterne che nel 2016 risulta essere di circa il 15% più alta rispetto a quella del settore, il quale quindi mostra valori più vicini all'ottica del management. Nel secondo grafico è evidente invece come l'incidenza del capitale sociale rispetto al totale delle fonti finanziarie esterne sia più alta per il settore che per il Gruppo Piaggio, che quindi risulta essere sottocapitalizzato rispetto alla media, inoltre non segue il trend del settore che negli anni ha incrementato la capitalizzazione portando nel 2016 il valore del capitale sociale a circa un 50% rispetto al totale delle fonti esterne, mentre Piaggio mostra nel medesimo anno un valore pari a circa il 25%.

4.3.3 Redditività del capitale

Possiamo a questo punto analizzare più approfonditamente le scelte effettuate dall'impresa in tema di allocazione del capitale (attività operative e attività finanziarie), facendo riferimento ai rendimenti delle sue componenti. Dobbiamo innanzitutto precisare il ruolo delle attività finanziarie nel bilancio d'impresa e in particolare di quelle liquidabili, le quali sono costituite da moneta o sono facilmente in essa convertibili: il loro diverso grado di liquidità dipende sia dal tempo necessario per la conversione, sia dall'incertezza sul prezzo di realizzo.

Per la teoria tradizionale in un mercato dei capitali perfetto il grado di liquidità dell'impresa è ininfluenza sul valore di mercato di quest'ultima, valore che il *management* dovrebbe massimizzare: gli azionisti infatti possono essi stessi scegliere una composizione di portafoglio che risponda alle proprie preferenze di liquidità, neutralizzando così il rischio dei titoli azionari posseduti. In tale contesto l'eventuale

insolvenza di un'impresa priva di scorte monetarie comporterebbe semplicemente la liquidazione o la riorganizzazione della stessa senza sostenere costi.

L'introduzione dei costi di fallimento consente di motivare la presenza di attività finanziarie liquide nel bilancio d'impresa: il rischio di bancarotta impone infatti una preferenza per la liquidità, poiché la liquidazione dell'impresa insolvente comporta oneri elevati (flessione della produttività, perdite su attività cedute a prezzi di realizzo inferiori a quelli economici, spese fallimentari, ecc.). Pertanto gli azionisti, anche se sono in grado di diversificare il rischio di portafoglio, non possono eliminare completamente i rischi di fallimento e quindi sono propensi ad attribuire un maggior valore di mercato ad imprese che detengono attività finanziarie liquide a tale scopo.

A fronte di questa proprietà di riduzione del rischio di bancarotta, la liquidità comporta però un onere rappresentato dal differenziale fra rendimento della stessa e costo per il suo finanziamento, in quanto quest'ultimo eccede il primo in un mercato ove la trasformazione del credito non è priva di oneri. Esiste pertanto un *trade-off* tra benefici e costi connessi al mantenimento di parte del capitale in forma liquida e sorge quindi per l'impresa un problema di composizione ottimale. In un'ottica manageriale non sono però gli effetti sul valore di mercato dell'impresa a determinare la struttura ottimale del capitale, bensì le preferenze manifestate da chi ne detiene il controllo. La liquidità può essere desiderata per finalità diverse: per consentire le transazioni, per scopi precauzionali e per gestire attività speculative.

Nell'impresa il primo movente si riferisce ai pagamenti per acquisto di beni e servizi, costi del personale, ecc: su tale aspetto sono stati proposti alcuni modelli di gestione ottimale delle scorte monetarie, che si ispirano a quelli relativi alle scorte di merci; ma l'interpretazione che qui proponiamo per la scelta fra capitale operativo e attività finanziarie dal punto di vista manageriale sottintende essenzialmente il *movente precauzionale*, il quale induce l'impresa a detenere una riserva di liquidità per fronteggiare eventi incerti futuri. Trascureremo invece la possibilità di speculare sulle fluttuazioni del prezzo dei titoli. Nell'ambito della componente precauzionale, un modo per descrivere l'allocatione del capitale è quello di ricorrere ad una logica di scelte di portafoglio, in base alla quale la selezione delle attività alternative avvenga confrontando il rendimento delle stesse con il rischio e la liquidità di ciascuna.

Nell'impresa il concetto di liquidità è inteso in senso lato, a differenza di quanto normalmente viene osservato per le famiglie. Queste ultime manifestano un grado più elevato di avversione al rischio e considerano i titoli (anche quelli a reddito fisso) come alternative meno liquide e più rischiose di allocazione della ricchezza: le scelte di portafoglio sono pertanto caratterizzate dalla sostituzione fra attività monetarie e titoli di caratteristiche e rischi differenziati. Per l'impresa invece l'alternativa più rilevante è tra *attività liquidabili e capitale operativo*, contemplando nelle prime non solo le attività monetarie, ma anche tutti i titoli negoziabili. Come già detto, possono esistere nel bilancio un insieme di titoli non negoziabili (le partecipazioni strategiche), che l'impresa detiene per motivi diversi da quelli impliciti nel comportamento descritto. Queste attività devono essere considerate più simili al capitale operativo che alle attività finanziarie, per cui ribadiamo il suggerimento in questi casi di utilizzare il bilancio consolidato.

È opportuno inoltre ribadire che il rischio che qui consideriamo non è solo quello di insolvenza, ma anche quello connesso ai *requisiti monetari* intrinseci alle diverse attività. In un'economia in cui i beni e i servizi possono essere acquistati solo mediante la moneta e quindi la spesa può essere soggetta a vincoli finanziari, le attività monetarie incorporano una qualità fondamentale (il potere di acquisto) ai fini della realizzazione dei programmi di spesa, che le rendono diverse da qualsiasi altra attività. Il capitale operativo è invece privo di questo requisito, mentre esso è presente nelle attività finanziarie. Queste ultime lo possiedono senza alcun rischio di perdite (moneta) o comportando costi di realizzo per ottenerlo (titoli), ma in ogni caso sono in grado di neutralizzare parzialmente o completamente eventuali vincoli di quantità presenti sul mercato dei finanziamenti.

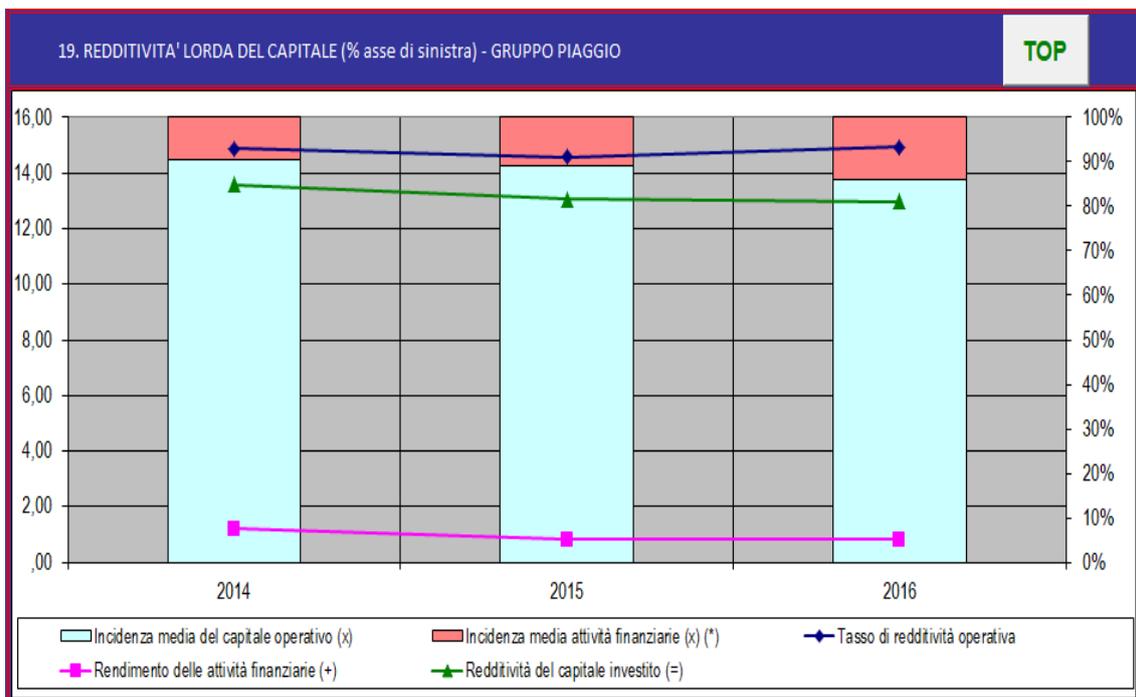
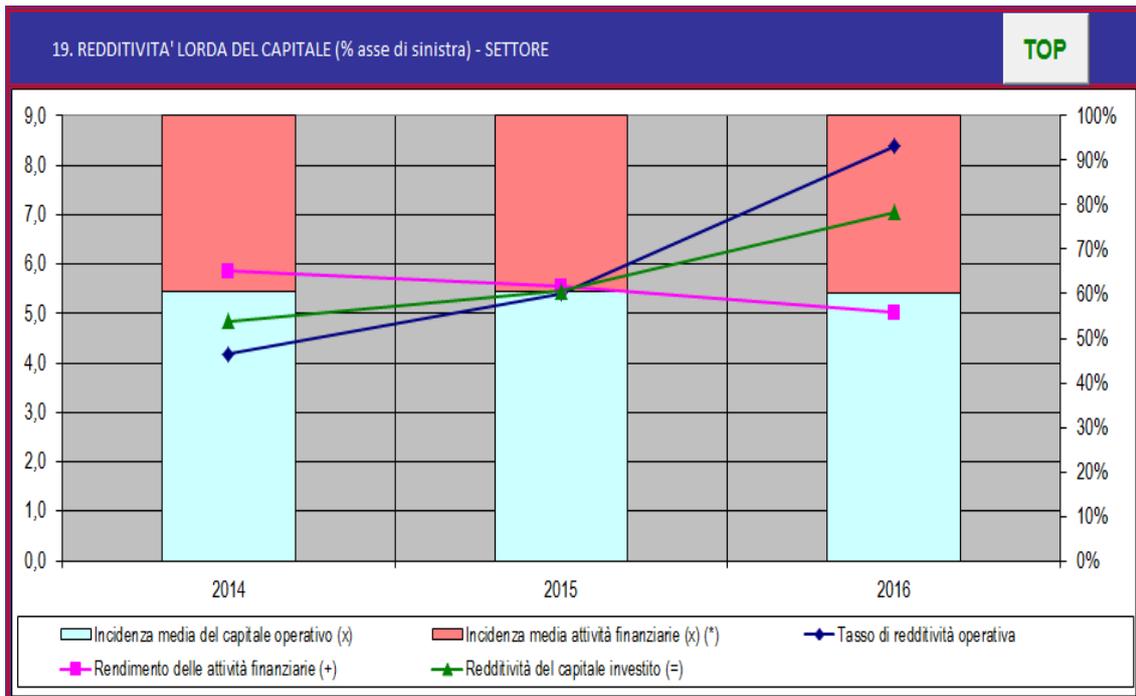
La moneta e le altre attività finanziarie relativamente liquide costituiscono quindi un serbatoio che, pur comportando una riduzione della redditività media dell'impresa, garantisce la stessa contro impreviste e repentine contrazioni delle fonti finanziarie esterne, impedendo così di dover rinunciare all'attuazione dei piani d'investimento e di produzione programmati. Questa motivazione spiega la presenza di attività finanziarie liquide nel bilancio d'impresa, soprattutto durante le fasi favorevoli del ciclo economico, quando è agevole approvvigionarsi di mezzi finanziari sul mercato, non necessariamente destinando tali disponibilità alla crescita interna od esterna.

Ciò premesso possiamo esprimere il *tasso di rendimento del capitale investito* o *tasso di redditività lorda aziendale* come somma dei rendimenti delle due attività alternative (il *tasso di redditività operativa lorda* e il *tasso di rendimento delle attività finanziarie*), ciascuno ponderato in base all'incidenza delle componenti sul capitale mediamente investito (rispettivamente *capitale operativo* e *attività finanziarie*).

Poiché in teoria il rendimento dell'attività più rischiosa deve eccedere in condizioni normali quello dell'attività meno rischiosa, il tasso di redditività aziendale diminuisce se aumenta l'incidenza delle attività finanziarie. Concomitantemente però diminuisce il rischio implicito nel bilancio (comprendente sia la variabilità operativa, sia il rischio di razionamento), in quanto cresce il peso dell'attività meno rischiosa. Si osservi inoltre che il reddito e il capitale operativo qui considerati sono al lordo degli ammortamenti e quindi la differenza fra RKO e RAF incorpora non solo il differenziale di rischio delle due attività, ma anche un effetto imputabile al tasso di deperimento del capitale operativo.

Il problema del *management* è quello di scegliere un rapporto *soddisfacente* della quota di capitale investito allocata in attività finanziarie, tale da compensare il rischio operativo e di razionamento, ma nel contempo da non ridurre eccessivamente l'autofinanziamento: dato il minor rendimento delle attività finanziarie, infatti, un aumento del peso di queste ultime comporta una caduta del rendimento complessivo RKO e un aumento del costo del capitale conseguente ai maggiori finanziamenti occorrenti per l'investimento in liquidità. Un aumento (una diminuzione) del rendimento delle attività finanziarie dovrebbe inoltre comportare un rialzo (una flessione) della loro incidenza sul bilancio d'impresa. Imprese industriali con alte incidenze di attività finanziarie sono quindi in generale imprese con alta avversione al rischio operativo e ai vincoli finanziari imposti dal mercato dei capitali, mentre basse incidenze delle attività finanziarie possono sottintendere facilità di accesso ai canali di finanziamento e basso rischio connesso alle attività operative. Una forte crescita dell'incidenza delle attività finanziarie può anche segnalare una situazione di disequilibrio, in cui un'elevata formazione di autofinanziamento (in presenza di una ridotta crescita del capitale operativo, in genere associata alla mancanza di opportunità d'investimento) viene temporaneamente allocata in attività finanziarie.

La tavola 19 (pag. 44, pag. 54) e il grafico sottostante delineano l'andamento temporale dei tassi di rendimento del capitale operativo, delle attività finanziarie e del capitale investito, inoltre il grafico ripropone la composizione del capitale mediamente investito, già indicata nel grafico relativo alla tavola 15 (pag. 43, pag. 53), con riferimento però ai valori di fine periodo.



Il grafico mostra due realtà molto differenti tra il settore ed il Gruppo Piaggio. Come già analizzato nel paragrafo 4.3.1, la quota di incidenza della attività finanziarie per il settore è decisamente più alta rispetto a quella di Piaggio, oltre alle motivazioni già discusse nel suddetto paragrafo, probabilmente il settore in media è anche caratterizzato da una avversione al rischio operativo sensibilmente più alta rispetto a quella di Piaggio e manifesta ciò aumentando la quota di attività finanziarie. Per il settore c'è un aumento negli anni del tasso di redditività operativa che comporta ovviamente anche un aumento ponderato del tasso di redditività del capitale investito che risulta essere nel 2016 pari a circa l'8,5%, quindi nettamente più basso di quello del Gruppo Piaggio che si attesta invece nel medesimo anno intorno al 13%. Piaggio come già discusso mostra una bassa incidenza media della attività finanziarie, oltre ai motivi discussi del paragrafo 4.3.1 probabilmente anche per una maggiore facilità di accesso ai canali di finanziamento rispetto a quella media del settore. C'è però da considerare che le attività finanziarie del settore riguardano soprattutto partecipazioni che sono in gran parte strategiche, quindi non liquide in senso stretto, pertanto se pure svolgono da un punto di vista finanziario un'indubbia azione di diversificazione che abbassa il rischio totale di impresa e quindi anche il rendimento, non possono essere considerate nel significato di risorse liquide da utilizzare come scorta di sicurezza a scopo precauzionale alla quale attingere nell'eventualità di improvviso restringimento del credito.

4.3.4 Costo del capitale

Per la teoria tradizionale il costo del capitale è il tasso al quale si devono attualizzare i flussi netti attesi da un progetto d'investimento, tasso che deve riflettere le preferenze degli azionisti per essere compatibile con l'obiettivo di massimizzazione del valore di mercato dell'impresa. Ma l'assimilazione del costo del capitale al rendimento per l'azionista non è in sintonia con le caratteristiche del capitalismo manageriale.

Per costo del capitale, come abbiamo già chiarito, il *management* intende l'effettivo esborso finanziario sostenuto dall'impresa nei confronti dei finanziatori esterni, siano essi istituti finanziari o azionisti. Per quanto concerne il *costo unitario dei debiti finanziari* il tasso espresso dal rapporto fra oneri finanziari e *giacenza media dei debiti*

finanziari, può essere considerato una misura adeguata dal punto di vista della direzione aziendale, in quanto esso rappresenta anche il deflusso finanziario stabilito per contratto con le istituzioni finanziarie o con i privati sottoscrittori delle obbligazioni emesse. L'uscita finanziaria conseguente al ricorso al capitale azionario è invece rappresentato, come abbiamo in precedenza detto, dall'entità dei dividendi (espressi normalmente in rapporto al valore nominale dei titoli dell'impresa) e dalle imposte. In assenza di spese di emissione, possiamo quindi definire il *costo unitario del capitale sociale*, calcolato rapportando il costo del capitale sociale al capitale sociale medio, che può essere scisso in due componenti: il *saggio di dividendo* distribuito agli azionisti (o remunerazione del capitale sociale), calcolato come rapporto fra dividendi e capitale sociale medio, e il *moltiplicatore fiscale effettivo*, espresso rapportando il costo del capitale sociale ai dividendi. La stabilità di quest'ultima variabile nel lungo periodo dipende dall'ipotesi di una tassazione proporzionale sul reddito imponibile, dalla fissazione discrezionale di un *pay-out* stabilito dalle consuetudini e dall'invarianza delle deduzioni dall'imponibile.

La quota di reddito dichiarato in bilancio e distribuito agli azionisti può risultare prossima all'unità, se l'accantonamento di utili riflette semplicemente l'osservanza di norme legali o statutarie; può invece assumere valori più bassi nei casi in cui il *management* decida che l'esposizione in bilancio di una adeguata quota di utile non distribuito fornisca all'amministrazione pubblica e al mercato un segnale efficace della *performance* dell'impresa in vista di probabili verifiche fiscali o di previsti aumenti di capitale sociale, che richiedono il sostegno del corso delle azioni dell'impresa: è questa una via perseguita discrezionalmente in determinate fasi di alta redditività per l'impresa e preferita a quella di erogare totalmente il reddito dichiarato, politica quest'ultima che ridurrebbe l'autofinanziamento. Alcuni problemi possono sorgere in determinate circostanze: se il reddito d'esercizio dichiarato in bilancio è positivo, ma i dividendi distribuiti sono trascurabili o nulli e quindi il *pay-out* è molto piccolo, si può verificare il caso in cui il costo del capitale risulti ugualmente positivo, in quanto vengono pagati oneri fiscali sui redditi dichiarati interamente trattenuti dall'impresa, ma il moltiplicatore tenda ad assumere un valore estremamente elevato, perdendo così di significatività. Ciò premesso, possiamo definire il *costo medio del capitale* dal punto di vista del *management* dell'impresa come media ponderata dei costi delle fonti esterne, ove i pesi sono rapporti di struttura finanziaria che indicano l'incidenza media sul

capitale investito rispettivamente dell'indebitamento e del capitale sociale, tutte grandezze tratte dal bilancio dell'impresa. In proposito si può constatare che se i costi effettivi dei debiti finanziari e del capitale azionario fossero uguali, la sostituzione fra debiti finanziari e capitale sociale non comporterebbe variazioni del costo del capitale. Se invece una delle due fonti esterne fosse meno costosa, la sostituzione implicherebbe una variazione del costo del capitale:

- in *condizioni di certezza* il maggior costo di una fonte richiederebbe la sua completa sostituzione con quella meno onerosa, al fine di minimizzare il costo del capitale e massimizzare l'autofinanziamento, ma l'assenza di rischio implicito alle due tipologie di finanziamento non giustificerebbe una differenza di costo;
- in *condizioni d'incertezza*, che rappresenta il caso reale, la scelta della struttura finanziaria da parte del *management* non può basarsi solo sui costi effettivi, ma deve tener conto anche delle preferenze del gruppo dirigente riguardo ai rischi connessi alle diverse fonti di finanziamento; è dalla combinazione di tali elementi che scaturisce la scelta di una *struttura finanziaria soddisfacente* che contemperi l'esigenza di massimizzare l'autofinanziamento con quella di minimizzare i rischi.

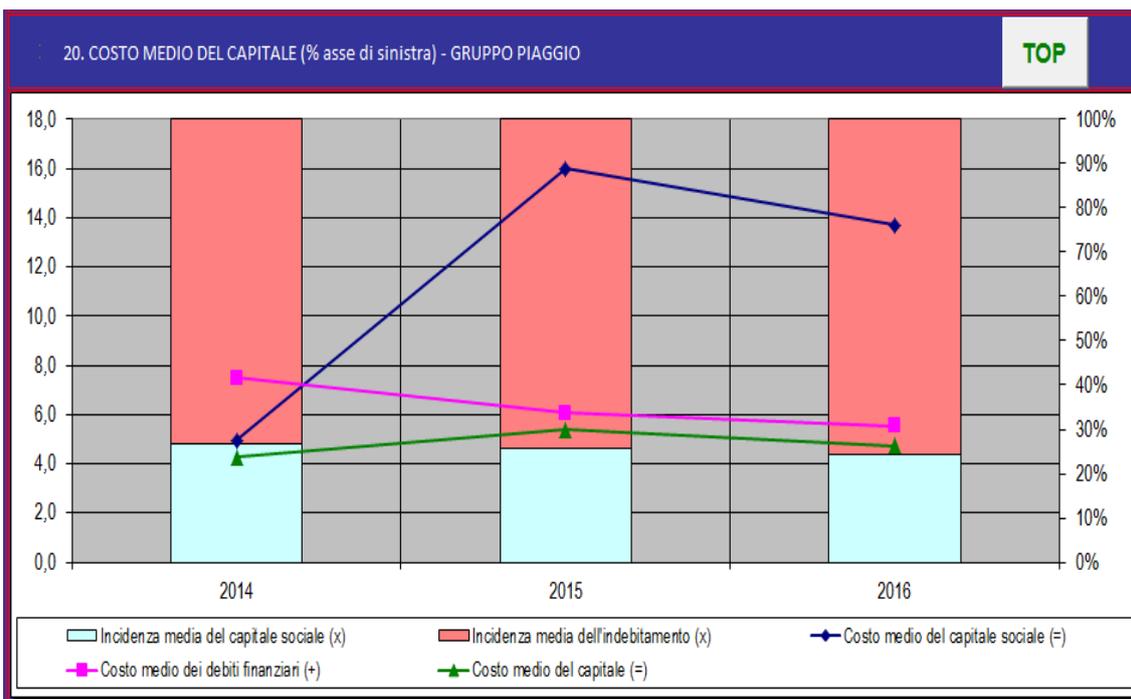
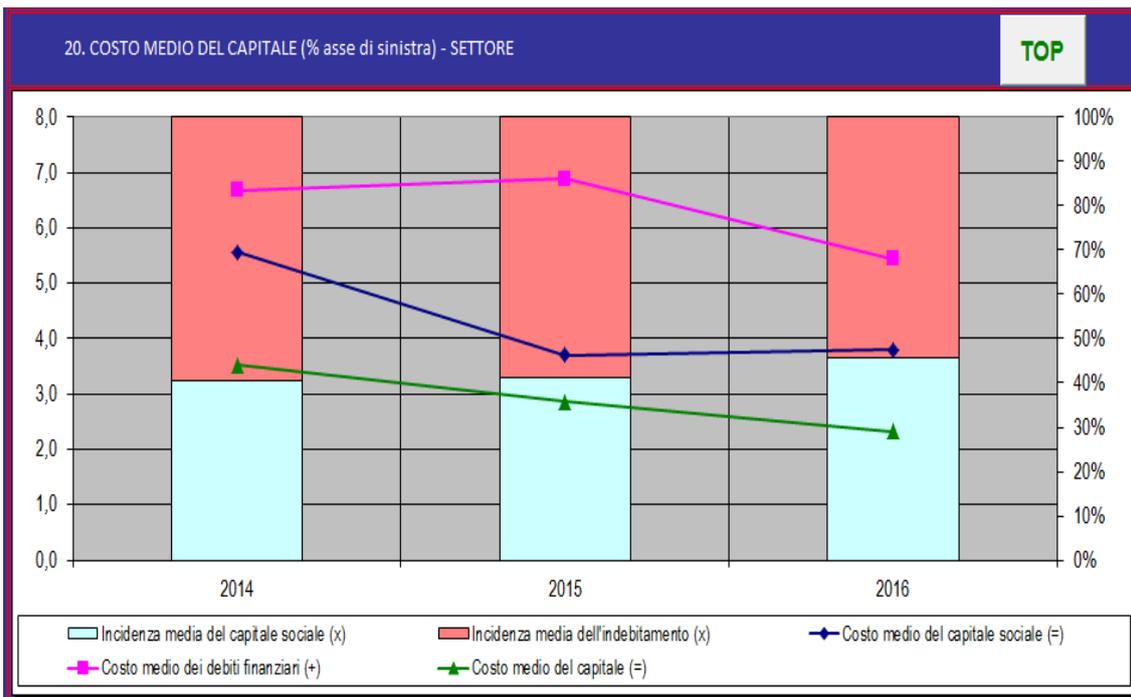
Dal punto di vista del *management* il rischio implicito ai debiti finanziari cresce con l'aumento della loro incidenza sul capitale investito ed è di duplice natura:

- *rischio di fluttuazione del tasso di redditività operativa* che si trasmette su quello del capitale investito e, in presenza di costi fissi dei debiti finanziari, incide integralmente sull'autofinanziamento;
- rischio di oscillazione dei tassi d'interesse sui debiti non consolidati (*rischio finanziario di prezzo*) e di vincolo sui prestiti erogati dagli intermediari creditizi (*rischio di razionamento di quantità*).

Un eccessivo ricorso al capitale azionario, in presenza di insufficiente ricchezza per mantenere la quota di controllo, comporta invece il rischio di provocare una caduta del

prezzo del titolo al di sotto del livello minimo desiderato, con conseguente aumento della probabilità di scalata da parte di un nuovo gruppo di controllo (*rischio di scalata*). Oppure può pregiudicare la possibilità di un'ulteriore emissione azionaria per eccesso di ribasso, se il mercato non è più disposto a sottoscrivere ulteriori aumenti di capitale dell'impresa (*rischio di razionamento di quantità*). Esiste dunque una composizione del passivo patrimoniale che riflette le scelte dei *managers* dell'impresa (e non quelle dei proprietari) e si fonda non solo su elementi oggettivi (i costi effettivi delle fonti esterne), ma anche su elementi soggettivi del gruppo dirigente (l'avversione al rischio implicito nelle diverse forme di finanziamento del capitale). Pur in presenza di un costo effettivo dei debiti finanziari inferiore a quello del capitale azionario, una struttura finanziaria soddisfacente per il *management* implica allora un'incidenza dell'indebitamento inferiore a quello massimo.

La tavola 20 (pag. 44, pag. 54) consente di analizzare la formazione del costo unitario del capitale come interazione dei costi specifici delle due fonti esterne e del peso che esse hanno sul capitale investito. Il grafico affiancato delinea l'andamento temporale del costo complessivo e delle sue componenti (i costi unitari dell'indebitamento e del capitale sociale); viene aggiunta l'informazione sul tasso di dividendo allo scopo di valutare la distanza, normalmente proporzionale, rispetto al costo del capitale sociale e quindi verificare la validità dell'ipotesi di stabilità nel lungo periodo del moltiplicatore fiscale. Il grafico sottostante ripropone invece la composizione delle fonti esterne, già indicata nel grafico affiancato alla tavola 16 (pag. 43, pag. 53) con riferimento però ai valori di fine periodo.



È opportuno soffermare l'attenzione sulla politica di remunerazione del capitale sociale perseguita dall'impresa, allo scopo di chiarire alcune differenze tra l'approccio tradizionale e quello manageriale.

La *teoria tradizionale* ritiene tale aspetto del tutto irrilevante: in un mercato perfetto gli azionisti valutano l'impresa in base al reddito atteso e non sono pertanto interessati alla sua ripartizione fra dividendi e utili non distribuiti, traducendosi questi ultimi in un

incremento del capitale e quindi del valore di mercato dell'impresa. In tale ambito i dividendi devono essere considerati una variabile residuale: se esistono opportunità d'investimento che richiedono l'assorbimento dei profitti realizzati dall'impresa, quest'ultima non dovrebbe procedere alla distribuzione dei dividendi (*pay-out* nullo); se invece gli utili netti eccedono il fabbisogno finanziario, la differenza dovrebbe essere erogata agli azionisti a titolo di dividendo (*payout* compreso fra 0 e 1).

Tale comportamento è in perfetta sintonia con le preferenze degli azionisti, in quanto in un mercato perfetto essi sono interessati esclusivamente al valore di mercato dell'impresa e quindi sono indifferenti alle politiche di riparto del reddito d'esercizio, le quali segnalano unicamente l'esistenza o la mancanza di adeguate opportunità d'investimento. Sono invece le imperfezioni di mercato la causa che può indurre gli azionisti a preferire i dividendi in alternativa alla ritenzione di utili; nella realtà infatti:

- occorre verificare il regime fiscale vigente, in quanto la tassazione dei dividendi può essere diversa da quella dei guadagni in conto capitale e quindi spostare le preferenze degli azionisti verso l'una o l'altra forma di reddito; se l'aliquota fiscale sui dividendi è progressiva e superiore a quella che colpisce i guadagni in conto capitale, questi ultimi sono preferiti ai primi, soprattutto da coloro che hanno elevati redditi, mentre avviene il contrario quando i dividendi sono esenti da imposte;
- si deve tenere conto dei costi di emissione delle azioni sostenuti per finanziare una politica di dividendi, inducendo così a preferire gli utili non distribuiti; ma contemporaneamente i costi di transazione per le vendite di azioni, che i possessori sono costretti ad effettuare per sopperire alla mancanza di un adeguato flusso di reddito da consumare, possono spiegare la preferenza per i dividendi.

L'interpretazione manageriale che abbiamo seguito in questo capitolo assume invece che la fissazione di un tasso relativamente stabile di dividendo sia una misura necessaria per assicurare una *adeguata* quotazione delle azioni emesse dalla società, la quale consenta di acquisire nuovi capitali su tale mercato e di evitare facili scalate da parte di altri gruppi interessati al controllo dell'impresa. Dobbiamo dunque cercare le motivazioni che inducono gli azionisti a dare importanza alla politica dei dividendi.

Nel capitalismo manageriale, come abbiamo rilevato, l'impresa si identifica con il gruppo di controllo, mentre gli altri azionisti sono proprietari solamente sotto l'aspetto giuridico. Dal punto di vista economico essi sono semplici detentori di una particolare attività finanziaria e prestatori di una particolare forma di capitale, quella irredimibile che ha più elevato contenuto di rischio e quindi che deve fornire un più alto rendimento. Quest'ultimo è misurato dal flusso di dividendi erogato dall'impresa e dai guadagni in conto capitale.

Se proprietà e controllo dell'impresa fossero unificati, i guadagni in conto capitale sarebbero misurati dall'incremento di ricchezza prodotto e investito nell'impresa, per cui la politica dei dividendi risulterebbe irrilevante, in assenza d'imposte personali differenziate e di costi di emissione e di transazione. Ma nel capitalismo manageriale la proprietà è separata dal controllo del capitale e ciò comporta non solo l'autonomia dei *managers* riguardo alla formazione e alla realizzazione delle decisioni d'impresa, ma anche il controllo dell'informazione: solo gli *insiders* conoscono la reale *performance* aziendale, mentre gli azionisti devono acquisire informazioni che l'impresa non è disposta a fornire, se le informazioni corrette sono in contrasto con gli obiettivi manageriali. In tale contesto la stabilizzazione del tasso di dividendo ha innanzitutto la funzione di segnalare la stabilità dello stato di salute dell'impresa. Una parte del reddito azionario (il dividendo) ha quindi un grado d'incertezza sufficientemente contenuto: l'azionista può agevolmente acquisire informazioni sulla politica dei dividendi dell'impresa e pertanto ha la possibilità di effettuare una stima altamente probabile del tasso di dividendo atteso, conscio del comportamento manageriale volto a minimizzare le fluttuazioni del medesimo.

La stima del guadagno in conto capitale richiede invece una ricerca di dati, il cui costo tende ad essere elevatissimo: l'azionista sa che il *management* della società di cui possiede le azioni controlla il flusso d'informazioni e che è in grado di finalizzarlo ai suoi obiettivi. Egli ha dunque scarsissime possibilità di acquisire tempestivamente i dati rilevanti sostenendo costi crescenti (in termini monetari e di tempo), ma può solo "fare congetture" sul comportamento dell'impresa, selezionando le informazioni a costo nullo o molto basso (risultati di bilancio e annunci periodici che il *management* diffonde in sintonia con i propri obiettivi) e valutando quelle altrettanto congetturali o addirittura pilotate, provenienti da certificatori, operatori specializzati e altri organi informativi.

L'incapacità di ottenere informazioni corrette e la possibilità di valutare le prospettive dell'impresa solo attraverso informazioni distorte e congetturali rendono la quotazione del titolo azionario altamente instabile e dipendente da una molteplicità di eventi che possono far mutare improvvisamente le aspettative del mercato. La forte aleatorietà dei guadagni in conto capitale pone quindi al centro dell'attenzione degli azionisti le politiche di dividendo perseguite dalle imprese, come elemento principale di stabilità dei corsi azionari. Inoltre i dividendi incorporano essi stessi un elevato contenuto informativo in un mercato in cui le informazioni sono generalmente di qualità scadente. È opportuno a questo punto effettuare qualche osservazione sulla strategia manageriale di finanziamento sul mercato azionario collegata alla politica dei dividendi.

In caso di emissione di nuove azioni, la direzione dell'impresa ha interesse che il valore di mercato ecceda il valore nominale, allo scopo di poter agevolmente collocare le nuove azioni mantenendo stabile il tasso di dividendo programmato.

Nel caso in cui sul mercato la quotazione del titolo sia minore di un livello ritenuto *adeguato* per portare a buon fine un aumento di capitale sociale oppure *necessario* per tenere sotto controllo il rischio di scalata, l'impresa può attuare una politica di aumento del saggio di dividendo, sia in modo diretto, sia indirettamente distribuendo azioni gratuite o acquistando azioni proprie sul mercato. La distribuzione di azioni gratuite ai vecchi azionisti, elevando il valore nominale del capitale sociale, dovrebbe far scendere proporzionalmente la quotazione, ma il fenomeno viene in parte arginato dalla corresponsione di un più elevato dividendo sull'investimento iniziale dell'azionista (se il saggio di dividendo resta invariato). L'aumento del numero delle azioni in circolazione favorisce inoltre la polverizzazione del capitale. Anche l'acquisto di azioni proprie da annullare con contemporanea riduzione del capitale sociale, ma lasciando invariato il valore assoluto dei dividendi, consente di elevare indirettamente il tasso di dividendo. Spesso a queste operazioni viene affiancata una politica di informazioni finalizzate, le quali influenzando sulle aspettative tendono a provocare una lievitazione del corso di borsa.

Dall'analisi fin qui svolta si deduce che nel capitalismo manageriale esiste una strategia finanziaria dell'impresa che non riflette l'obiettivo di massimizzazione della ricchezza degli azionisti: l'arbitraggio fa sì che il valore di mercato dell'impresa risulti allora inferiore al suo livello massimo (desiderato dagli azionisti) e l'intervento del

management è limitato ad impedire che la quotazione del titolo scenda al di sotto di un livello minimo di sicurezza. All'interno di questo intervallo si perfezionano gli aumenti di capitale sociale dell'impresa, con un addensamento nei periodi di alta quotazione, allo scopo di minimizzare i rischi di scalata e di ottenere eventuali flussi finanziari a basso costo (emissioni con sovrapprezzo).

Il settore mostra una più alta incidenza media dell'indebitamento rispetto al Gruppo Piaggio ma il costo medio dei debiti finanziari è simile per entrambi e negli anni considerati, tende ad abbassarsi fino ad arrivare nel 2016 ad un valore pari al 5,4% per il settore e al 5,5% per Piaggio. Quello che colpisce è il costo medio del capitale sociale, per il settore è mediamente basso; nel 2014 è del 5,7% per poi scendere al 3,7% nel 2015 e al 3,8% nel 2016 mentre per quanto riguarda il Gruppo Piaggio si ha un costo medio del capitale pari al 4,9% nel 2014 per poi passare al 16% nel 2015 e al 13,7% nel 2016.

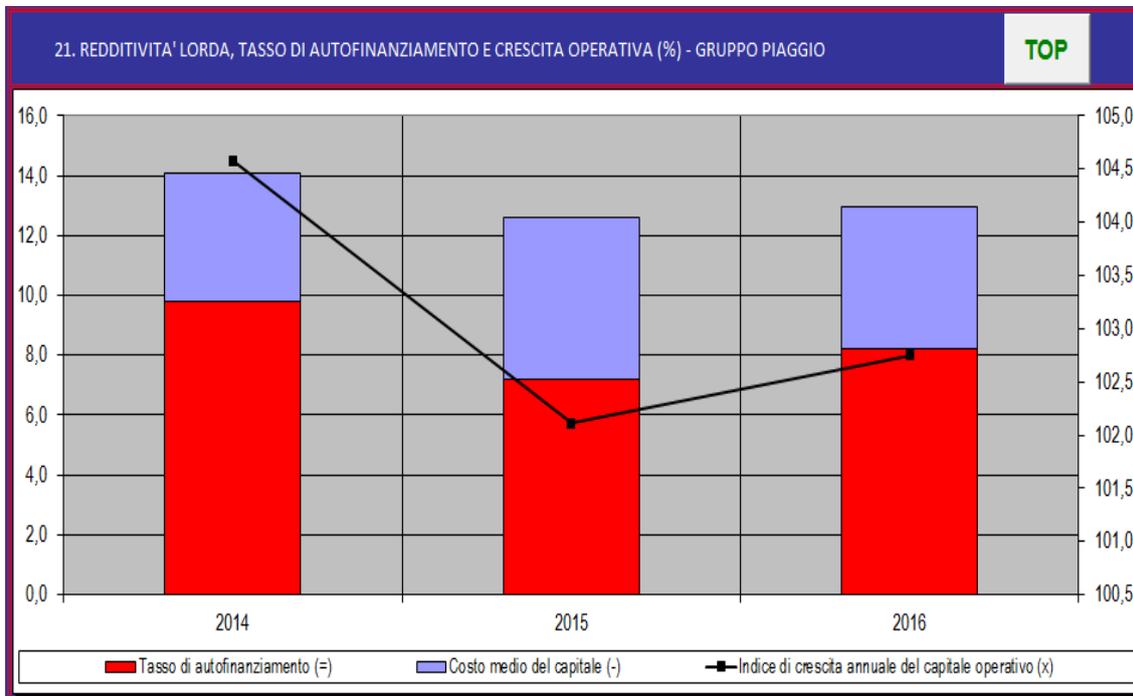
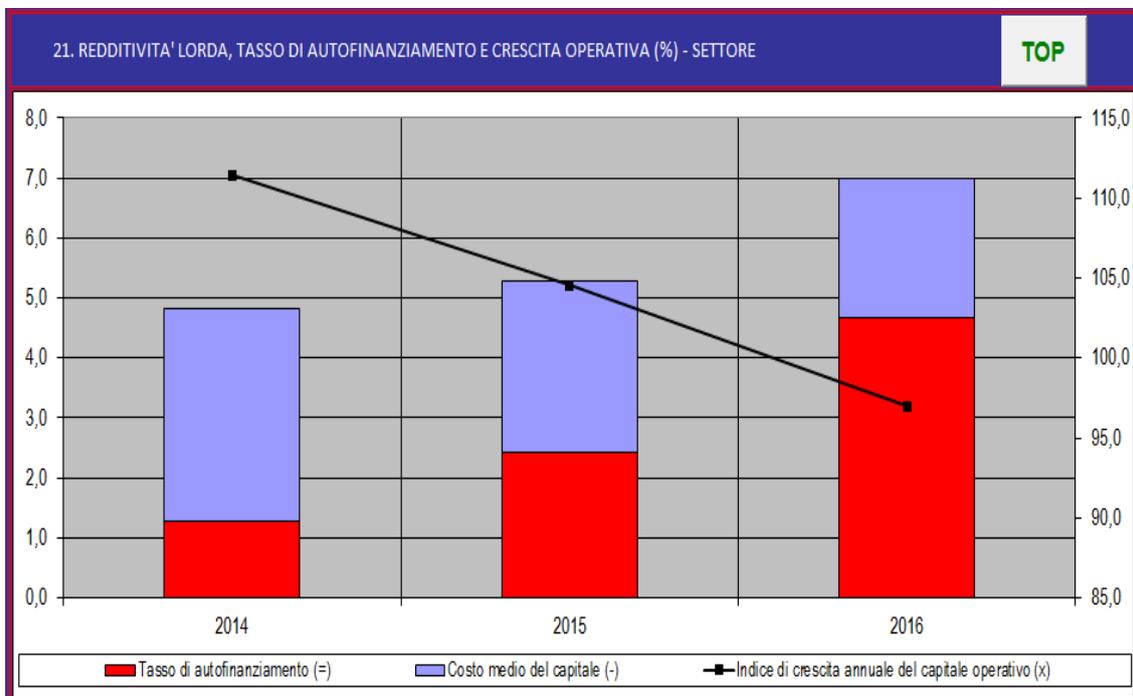
4.3.5 Autofinanziamento

Dalla differenza fra tasso di redditività del capitale investito (corretto per tener conto della *rettifica per il costo del lavoro non pagato*, cioè del rapporto fra incremento del fondo personale e capitale investito) e costo medio del capitale si ottiene il *tasso di autofinanziamento*.

Il tasso di autofinanziamento rappresenta la *capacità di crescita autonoma (lorda) del capitale investito*, ossia il tasso di crescita finanziato con risorse create all'interno dell'impresa. Ovviamente questa coincidenza fra tasso di autofinanziamento e tasso di crescita garantito si manifesta nel continuo, ove non ha senso distinguere fra valori medi e valori iniziali e finali di un determinato periodo. Nel tempo discreto la concordanza fra i due concetti è assicurata da un fattore correttivo nel tempo discreto che applicato al tasso di autofinanziamento consente di trasformare quest'ultimo nel tasso di crescita garantita o tasso di crescita del capitale finanziato con fonti interne.

La somma del tasso di crescita garantita e dell'incidenza iniziale delle fonti interne *esprime l'incidenza finale delle stesse in stato stazionario*, in assenza cioè di crescita del capitale investito. Il *fattore rettificativo contabile* è stato infine introdotto per tener conto dell'esistenza in bilancio di eventuali variazioni che non transitano attraverso il

conto economico (per esempio radiazioni, svalutazioni o rivalutazioni di impianti che modificano sia la consistenza del capitale sia quella dei fondi interni).



La tavola 21 (pag. 45, pag. 55) consente di analizzare sia la determinazione del tasso di autofinanziamento, sia le modificazioni intervenute nell'incidenza delle fonti interne sul

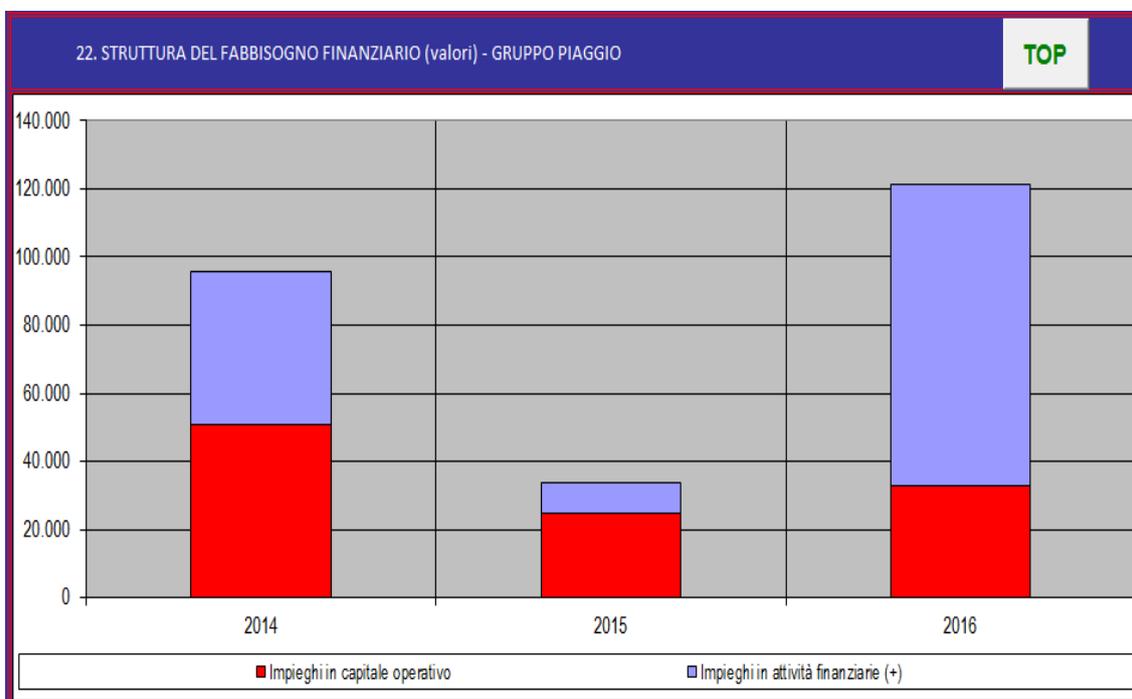
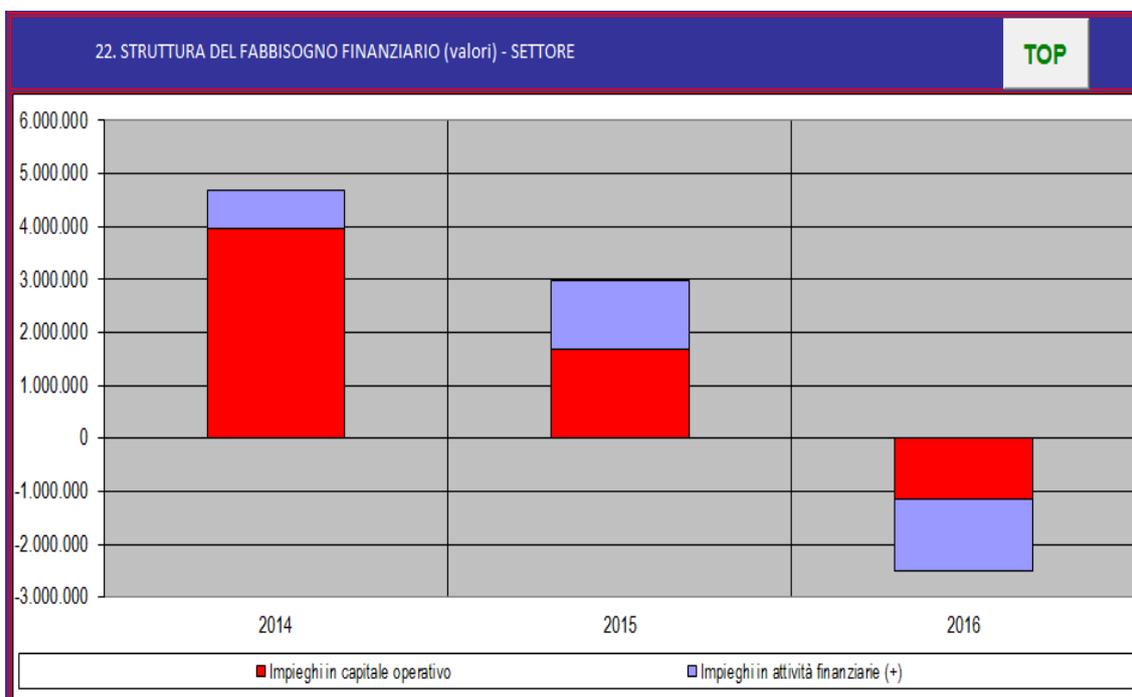
capitale investito. Fondamentale per la determinazione del tasso di autofinanziamento è l'analisi della redditività del capitale effettuata nella tavola 19 (pag. 44, pag. 54) e quella del costo del capitale effettuata nella tavola 20 (pag. 44, pag. 54).

Il grafico affiancato focalizza invece l'attenzione sia sull'andamento della redditività del capitale (inclusiva della rettifica per il lavoro non pagato e rappresentata dall'istogramma intero,), sia sull'impatto del costo del capitale (area interna superiore), allo scopo di cogliere l'evoluzione del tasso di autofinanziamento (area inferiore). Per osservare il trend delle fonti interne sul capitale investito rinviamo invece al grafico 16.

Per quanto l'incidenza dell'autofinanziamento sulla redditività lorda, per il settore si ha un aumento costante negli anni, fino a raggiungere il valore di 4,7% nel 2016. Per il Gruppo Piaggio invece si ha un'oscillazione negli anni e nel 2016 il valore è pari all'8,2%. L'incidenza del costo medio del capitale diminuisce negli anni per il settore e oscilla in modo contenuto per Piaggio. L'indice di crescita annuale del capitale lordo operativo subisce una decrescita costante per il settore, passando da circa il 7% del 2014 a circa il 3% nel 2016, mentre per il Gruppo Piaggio subisce una repentina decrescita con un tasso che passa da circa il 14% del 2014 al 6% del 2015, per poi passare al tasso dell'8% nel 2016.

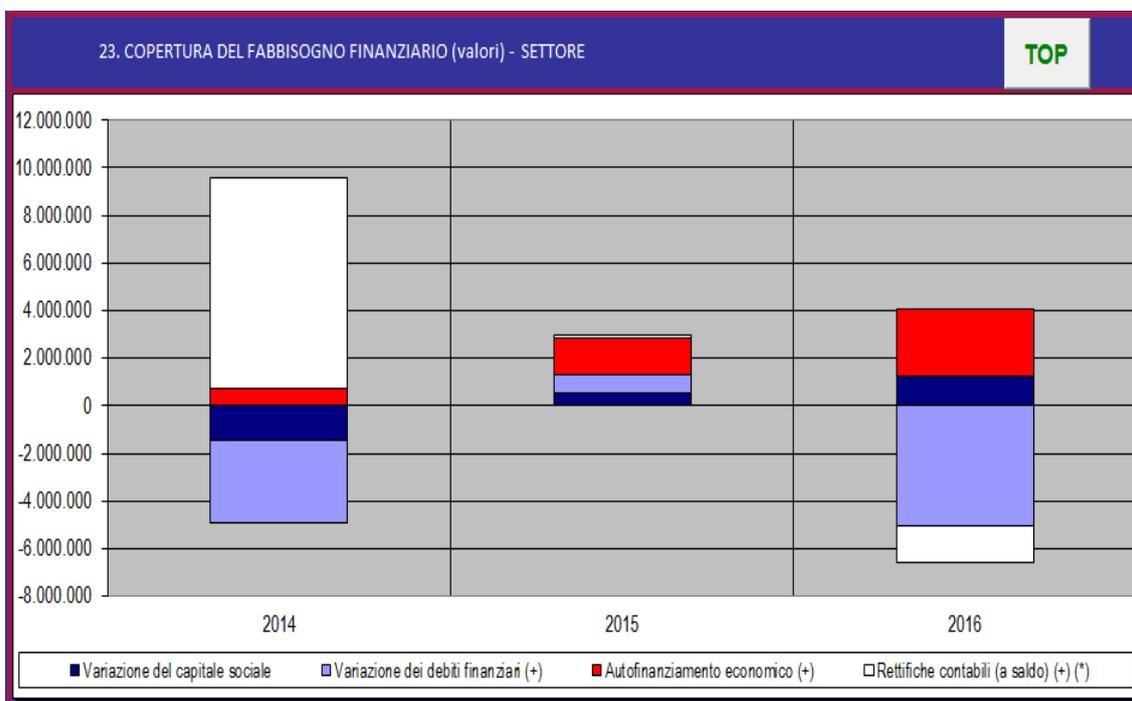
4.3.6 Struttura e copertura del fabbisogno finanziario

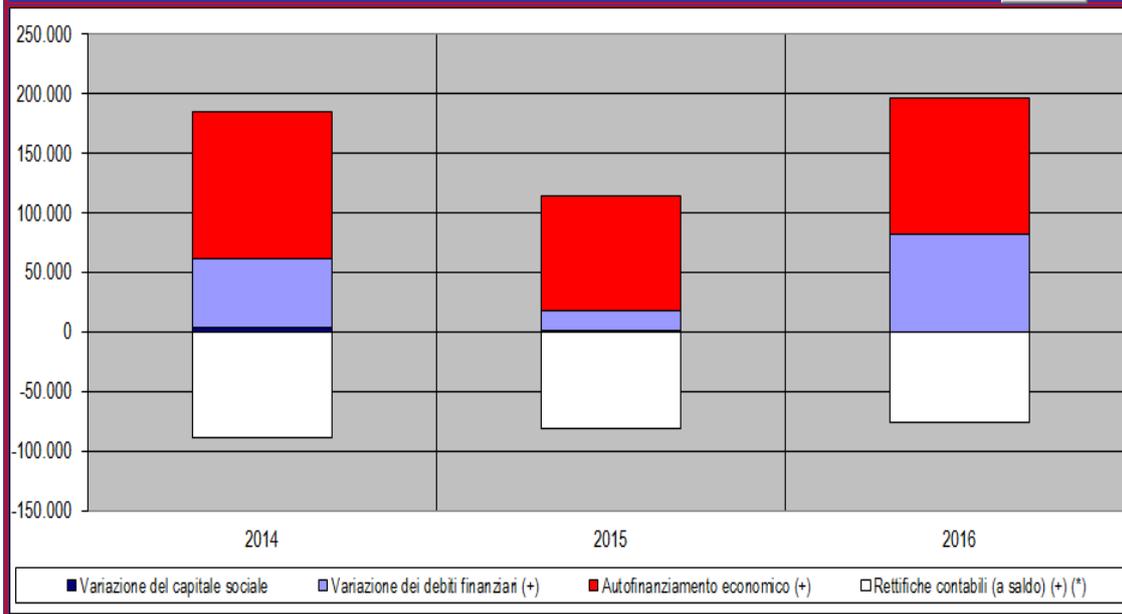
Le tavole 22 e 23 (pag. 45, pag. 55) ricostruiscono il conto sintetico delle variazioni dello stato patrimoniale.



Tale *schema dei flussi di fondi* rileva nella tavola 22 (pag. 45, pag. 55) il *fabbisogno finanziario* per gli *impieghi in capitale operativo* (investimenti tecnici lordi e incremento del capitale operativo circolante) e in *attività finanziarie*.

Nella tavola 23 (pag. 45, pag. 55) sono invece rilevate le risorse finanziarie (la *copertura di fabbisogno*), rappresentate dalla *variazione delle fonti esterne* (capitale sociale e debiti finanziari) e dall'*autofinanziamento*. Le *rettifiche contabili* (a saldo) scaturiscono se gli investimenti tecnici lordi differiscono dall'incremento delle immobilizzazioni tecniche e se l'autofinanziamento è diverso dall'incremento delle fonti interne: sono riportate nella tavola 23 e separate nelle sue componenti; nella tavola 22 viene ripetuta solo la prima, per calcolare sia il *tasso di radiazione degli immobilizzi tecnici a prezzi costanti*, sia il *tasso di rivalutazione*.





Per quanto riguarda il primo grafico, relativo alla struttura del fabbisogno finanziario, per il settore si ha una continua decrescita negli anni considerati fino ad arrivare ad un valore negativo nel 2016. Dalla relativa tabella 22 è possibile comprendere che mentre gli investimenti tecnici lordi rimangono pressoché costanti, la componente che varia negativamente ed in modo importante è soprattutto quella degli investimenti in capitale circolante operativo, sommata ad un'altra variazione negativa rappresentata dagli investimenti in attività finanziarie. Per quanto riguarda il Gruppo Piaggio invece, si ha negli anni sempre un fabbisogno finanziario positivo, caratterizzato da un valore più contenuto nel 2015 in quanto si ha una variazione negativa degli investimenti in circolante operativo e un basso valore degli impieghi in attività finanziarie, mentre nel 2016 si ha un repentino aumento di investimenti in queste ultime che rappresentano l'incidenza maggiore sul fabbisogno finanziario totale.

Nel secondo grafico è possibile comprendere come per il settore la copertura del fabbisogno finanziario venga effettuata sostanzialmente non attraverso un aumento dell'indebitamento finanziario, che anzi viene complessivamente ridotto nel periodo considerato, ma grazie ad un notevole contributo delle rettifiche contabili nel 2014 e ai contributi dell'autofinanziamento e dell'incremento del capitale sociale negli anni successivi. Per quanto riguarda Piaggio, la copertura del fabbisogno finanziario avviene

in misura maggiore tramite l'autofinanziamento e per la restante parte tramite l'aumento dell'indebitamento finanziario.

4.4 Analisi manageriale - operativa

4.4.1 Mercato e prodotto

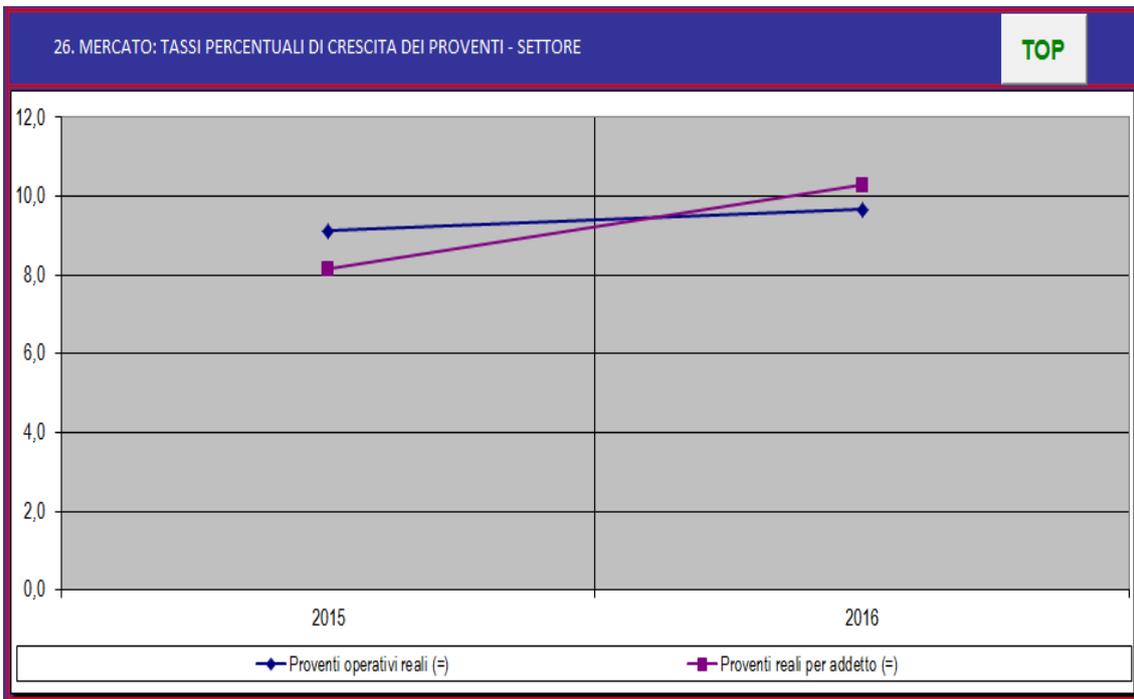
Per descrivere le principali interrelazioni esistenti nell'area operativa dobbiamo in primo luogo introdurre una relazione che spieghi i *proventi reali operativi per addetto* in funzione di:

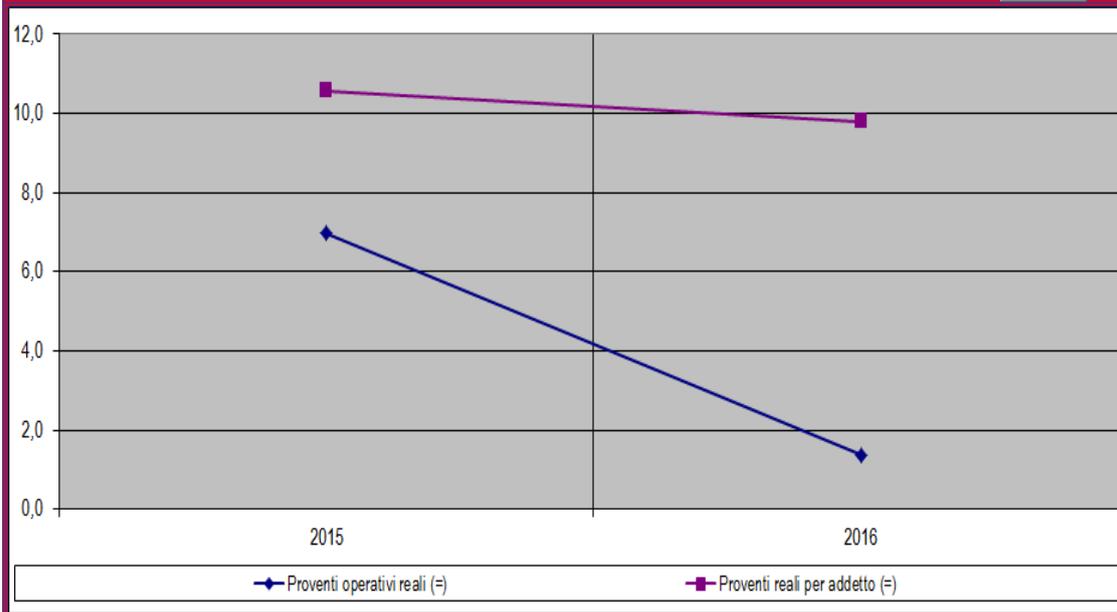
- condizioni di mercato, queste ultime sinteticamente espresse dalla variabilità del *fatturato reale corrente*, che può essere espresso moltiplicando il suo livello iniziale con *l'indice di crescita delle vendite in quantità*;
- *rapporto produzione/vendite*, che, come vedremo, è collegato alla politica delle scorte;
- *fattore di produzione interna*, che misura l'impatto non solo dei costi capitalizzati per la costruzione d'impianti in economia, ma anche degli altri proventi accessori dell'impresa.

Consideriamo ora gli effetti di una caduta generalizzata della domanda (flessione esogena del tasso di crescita delle vendite reali), in presenza di una *data* capacità produttiva, e prescindiamo dalla possibilità che il *management* possa frenare parzialmente tale evento sfavorevole con politiche di *marketing* e/o di prezzo. La sequenza dei fatti, che spesso ne consegue, può essere sintetizzata in tre fasi temporali:

- in una prima fase, la diminuzione di viene in parte assorbita dall'aumento del rapporto produzione/vendite mediante accumulo di scorte indesiderate (i proventi reali per addetto di conseguenza diminuiscono in misura contenuta);

- in una seconda fase, l'intervento manageriale è volto a ripristinare il rapporto desiderato delle scorte, contraendo marcatamente la produzione, per cui il *rapporto produzione/vendite* tende a flettere notevolmente e la caduta di domanda si scarica prevalentemente sul volume dei proventi reali per addetto;
- in una terza fase, se esiste flessibilità numerica (se cioè è possibile espellere la disoccupazione interna), vengono ridotti gli addetti alla produzione e di conseguenza i proventi reali per addetto tendono ai livelli precedenti.





I tempi richiesti per il riequilibrio dipendono dal metodo adottato per la gestione del magazzino (con le recenti metodologie *Just-In-Time* il primo evento viene infatti fortemente ridimensionato), dalla rapidità con cui vengono trasmesse le informazioni e prese le decisioni e dalla volontà-possibilità dell'impresa di espellere la forza lavoro in eccesso.

La tavola 26 (pag. 46, pag. 56) consente di seguire gli effetti di una variazione del tasso di crescita delle vendite in termini reali (espresso come indice) sia sul fatturato reale del periodo corrente, sia sulla produzione lorda reale, in relazione alla politica delle scorte perseguita e sintetizzata dal rapporto produzione/vendite. Considerati quindi il fattore di produzione interna e la forza media addetta alla produzione, vengono determinati i proventi reali per addetto. Il grafico affiancato delinea l'evoluzione dei tre indici fondamentali influenti sui proventi operativi per addetto: l'indice di crescita delle vendite, il rapporto produzione/vendite e il fattore di produzione interna (rapporto fra proventi operativi e produzione).

Guardando superficialmente il grafico del settore e del gruppo Piaggio si potrebbero considerare le due situazioni come non solo differenti ma anche opposte. Per il settore si ha nel 2016 un leggero aumento del tasso di crescita dei proventi reali rispetto all'anno precedente, correlato ad un aumento ancora maggiore del tasso dei proventi reali per

addetto. Dal grafico del Gruppo Piaggio si evince una leggera flessione del tasso di crescita dei proventi reali accompagnato da un drastico crollo del tasso dei proventi reali per addetto, ma bisogna fare attenzione che si parla di tassi e non di valori puntuali, la valutazione è riferita alla variazione rispetto all'anno precedente, quindi relativa e non assoluta, ad esempio per quanto riguarda il tasso dei proventi reali per addetto, comunque il Gruppo Piaggio continua a migliorare anche nel 2016 ma migliora di un tasso pari all'1,4% rispetto al valore del 2015, che invece migliora del 7% rispetto al valore del 2014. Quindi sia il settore che il Gruppo migliorano siano i proventi operativi reali che i proventi reali per addetto, la differenza è che mentre il settore migliora anche nell'incremento delle variazioni rispetto all'anno precedente il Gruppo Piaggio migliora soltanto nei valori puntuali e non anche nelle relative variazioni.

4.4.2 Produttività

Il *valore della produzione per addetto a prezzi costanti* è la variabile più utilizzata per misurare la produttività in un'impresa industriale. Essa può essere calcolata come rapporto fra valore della produzione lorda (deflazionato con un appropriato indice dei prezzi, che supponiamo analogo a quello dei beni venduti) e forza lavoro addetta alla produzione. In caso di esistenza di costi capitalizzati per la costruzione d'impianti in economia e di proventi accessori, l'indice più appropriato può essere il *valore dei proventi operativi reali per addetto*.

Questi indicatori non sono però idonei a valutare l'effettivo prodotto unitario realizzato, all'interno dell'impresa, mediante applicazione di lavoro alla tecnologia esistente, in quanto essi risentono fortemente della variabilità del mercato e della politica delle scorte. Una grandezza più rispondente è il *valore aggiunto reale*, il quale dev'essere rapportato a un'unità di lavoro adeguata. Scegliamo in proposito la quantità di ore lavorate dagli addetti alla produzione, variabile che consente di tenere conto dell'effettivo utilizzo del lavoro nel processo produttivo e di escludere l'influenza delle ore non lavorate per qualsiasi causa. L'indice di *produttività oraria* che ne scaturisce è il *valore aggiunto orario a prezzi costanti*.

È necessario esplicitare il legame esistente fra i due concetti estremi (proventi operativi reali per addetto e valore aggiunto orario a prezzi costanti), al fine di isolare i fattori che hanno rilevanza nelle decisioni aziendali. Possiamo inizialmente definire la relazione fra un indicatore intermedio (il *valore aggiunto reale per addetto*) e quello iniziale (il *prodotto reale per addetto*) attraverso il *coefficiente tecnico di produzione*, atto ad esprimere l'incidenza in *termini reali* dell'input di beni e servizi intermedi sull'output prodotto (utilizzando i rispettivi deflatori), mentre il suo complemento è una misura del *grado d'integrazione verticale in termini reali* dell'impresa.

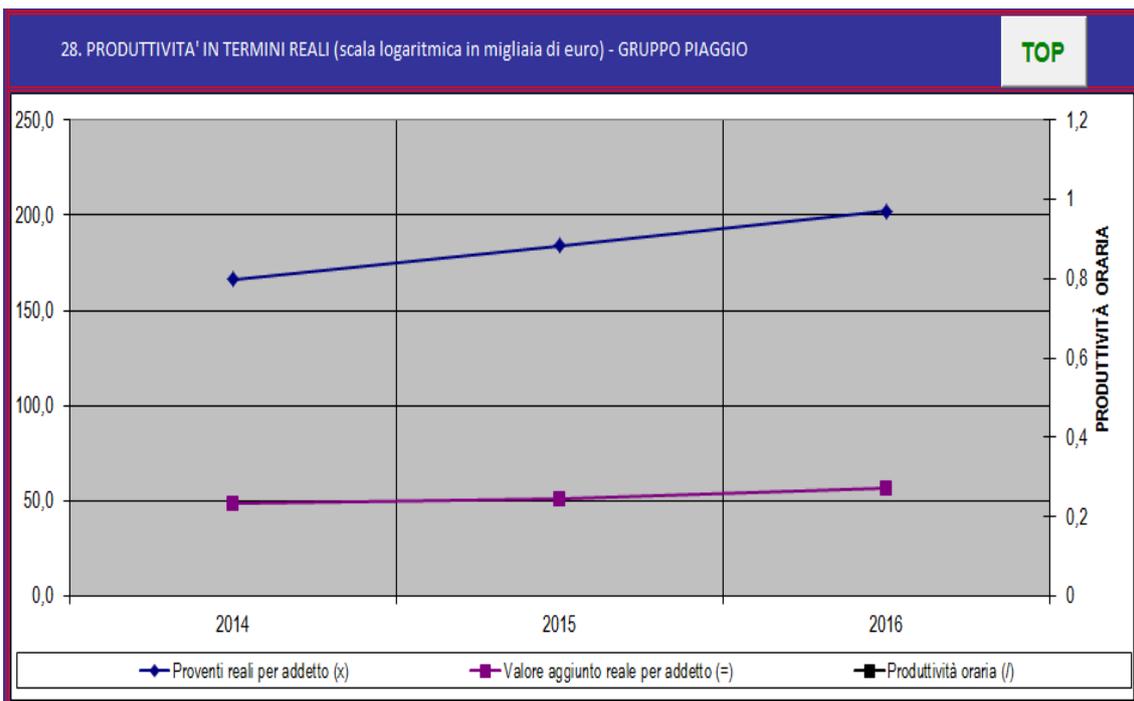
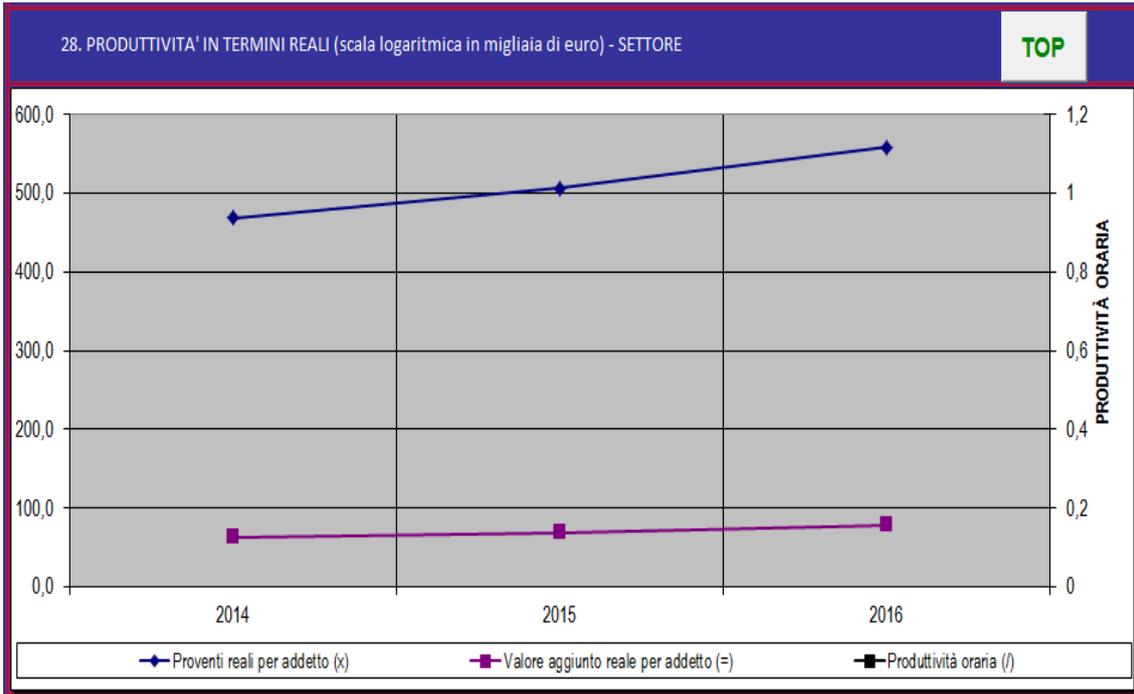
I consumi di beni e servizi comprendono sia le materie prime e sussidiarie, occorrenti per lo svolgimento del processo produttivo e quindi dipendenti dal livello di produzione (*costi variabili*), sia le spese di manutenzione e di riparazione dei macchinari, in parte dipendenti dal livello di produzione, ma prevalentemente correlate alle dimensioni quantitative degli impianti (*costi fissi nel breve periodo*): se esistono costi correlati allo stock di capitale, il coefficiente tecnico non è tendenzialmente stabile, in quanto dipende anche dal rapporto capitale/prodotto e varia inoltre:

- nel *breve periodo* a causa della diversa incidenza sul prodotto delle *spese discrezionali*, sostenute sia per mantenere o elevare la quota di mercato dell'impresa (spese di pubblicità, costi di vendita, spese di ricerca e sviluppo, ecc), sia per soddisfare altre finalità (spese di rappresentanza, consuetudinarie, ecc); queste spese risentono dell'efficacia del controllo manageriale sull'uso ottimale degli *inputs*, controllo che tende ad allentarsi nelle fasi favorevoli del ciclo economico dell'impresa, ma diventa più stringente in quelle sfavorevoli;
- nel *lungo periodo* per effetto delle decisioni di sostituire lavorazioni interne di beni intermedi mediante il ricorso a prestazioni esterne di semilavorati (*outsourcing*), valutando il costo relativo delle due attività.

Un impatto spesso rilevante sulle variazioni del coefficiente tecnico proviene dagli *assorbimenti* che il gruppo di controllo può effettuare nei confronti dell'impresa, giustificandoli normalmente come spese di consulenza manageriale (*management fee*) o *royalties* sulle vendite per cessione di *know how*: è questo uno strumento che spesso consente all'impresa manageriale di remunerare il capitale investito del gruppo di controllo a un tasso maggiore di quello riconosciuto agli azionisti di minoranza.

Per legare il valore aggiunto reale per addetto al valore aggiunto orario a prezzi costanti, che abbiamo in precedenza definito come la misura più appropriata della produttività media, è sufficiente moltiplicare quest'ultima per il *grado di utilizzo effettivo della forza lavoro* (indice di flessibilità intensiva), espresso dal rapporto fra ore lavorate e addetti alla produzione. Dividendo quest'ultimo per il *grado di utilizzo standard della forza lavoro*, ottenuto moltiplicando *l'utilizzo teorico del lavoro* (le ore teoriche per addetto, che sono una variabile di input del modello) per il *tasso di presenza della forza lavoro*, che è il complemento a 1 del *tasso di assenteismo*, si ottiene il *tasso di occupazione interno*, definito come rapporto fra *ore standard* (lavorate e perse) e *ore potenziali o teoriche erogabili*.

La tavola 28 (pag. 46, pag. 56) consente di verificare in primo luogo quanta parte della fluttuazione del valore aggiunto reale per addetto sia dovuto al mercato (i proventi reali per addetto) e quanta parte ai cambiamenti del grado d'integrazione verticale. In secondo luogo permette di monitorare, in relazione al livello conseguito di produttività oraria, il grado di utilizzo effettivo della forza lavoro (le ore effettive lavorate per addetto); dato quindi il tasso di presenza (complemento a 100 del tasso di assenteismo) e il grado di utilizzo potenziale (le ore potenziali di utilizzo del lavoro), si può conoscere con una certa approssimazione il tasso di occupazione interna della forza lavoro (complemento a 100 del tasso di disoccupazione). Il grafico affiancato riporta un confronto fra tre indici: i proventi per addetto, il valore aggiunto per addetto e la produttività oraria, tutti in termini reali, allo scopo di evidenziare l'impatto relativo del coefficiente tecnico di produzione e valutare l'andamento del più significativo indicatore della produttività (quella oraria). Il grafico sottostante sintetizza invece l'andamento del tasso di presenza e del tasso di occupazione.



Sia il settore che il Gruppo Piaggio presentano negli anni considerati una crescita dei proventi reali per addetto e del valore aggiunto reale per addetto, mentre non si hanno dati circa la produttività oraria. La differenza sostanziale è che il settore presenta dei valori di proventi reali per addetto che sono nettamente più alti rispetto a quelli del

Gruppo Piaggio e anche il valore aggiunto reale per addetto mostra risultati superiori rispetto a quelli di Piaggio anche se la differenza non è così marcata.

4.4.3 Recupero del capitale

Dopo aver analizzato le componenti della produttività media del lavoro, dobbiamo considerare il grado di efficienza nell'utilizzo del capitale, definendo il tempo di recupero del capitale operativo, che è una delle principali variabili esplicative della redditività dell'impresa. Poiché abbiamo considerato due componenti fondamentali del capitale operativo (il capitale tecnico e quello circolante), possiamo scindere il *tempo di recupero del capitale operativo* nelle due componenti.

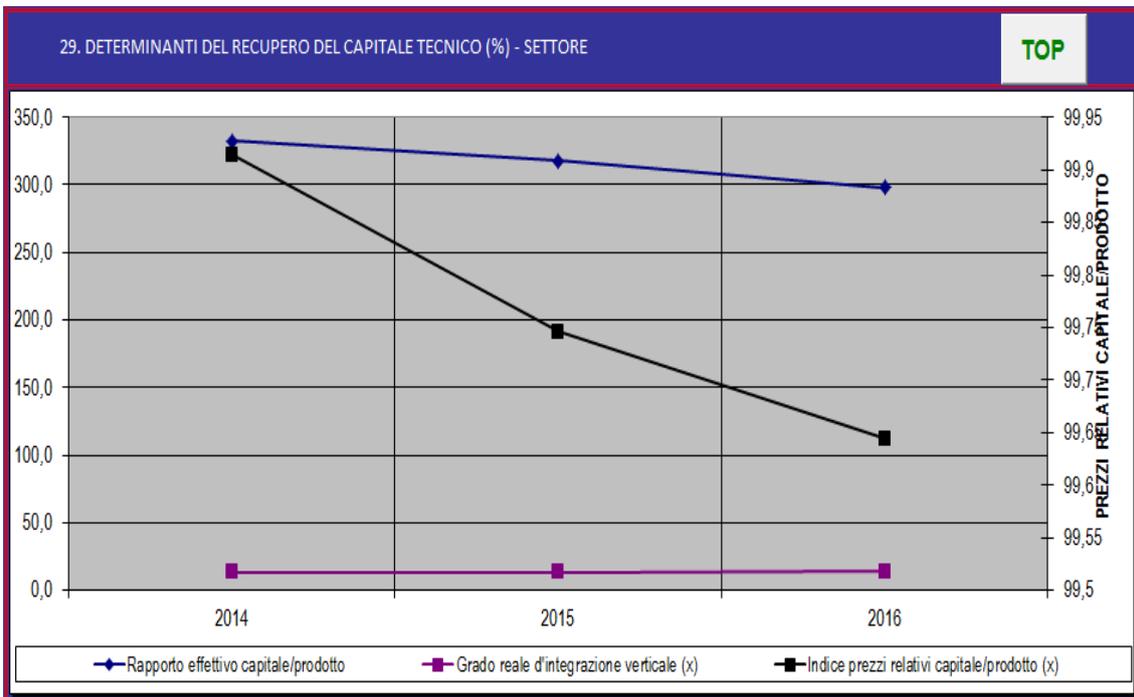
Definiamo ora il *tempo di recupero del capitale tecnico* come interazione di alcune variabili operative fondamentali:

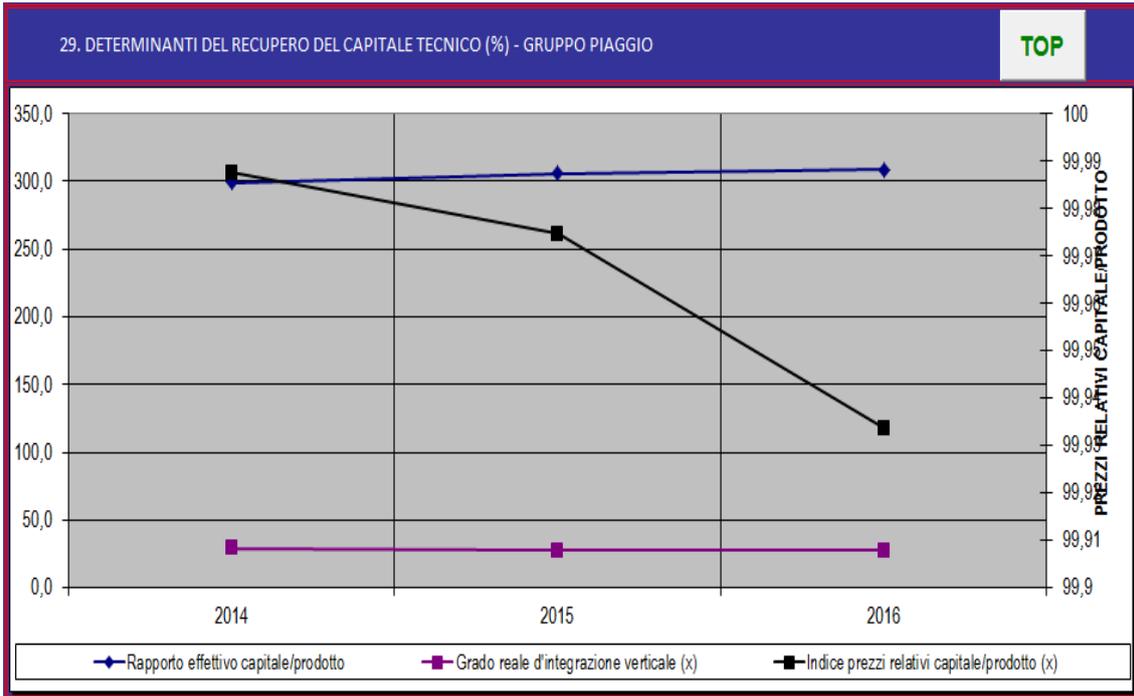
- il *rapporto effettivo capitale/prodotto*, che sintetizza sia le caratteristiche tecnologiche dell'impresa, sia il grado di utilizzo della capacità produttiva (un rapporto crescente può pertanto essere il segno dell'introduzione nel lungo periodo di una tecnologia *capital intensive*, ma anche dell'esistenza nel breve periodo di capacità inutilizzata), viene qui approssimato dagli immobilizzi tecnici per unità di valore aggiunto, entrambi espressi in termini reali;
- il *grado reale d'integrazione verticale*, il cui alto livello comporta un più lento recupero del capitale tecnico (tale effetto viene però normalmente compensato da un più alto margine operativo lordo per unità di prodotto, al fine di conseguire una soddisfacente redditività del capitale), poiché la produzione viene effettuata all'interno anziché attraverso una limitata trasformazione di elevate quantità di beni e servizi acquistati all'esterno;
- un coefficiente di *rettifica per impianti in costruzione* il cui effetto è quello di elevare il tempo di recupero, se esiste una forte incidenza di immobilizzazioni che ancora non sono in grado di essere utilizzate;

- un *indice dei prezzi relativi capitale/prodotto*, per cui una crescita più rapida del prezzo dell'*input* di fattore capitale rispetto a quello dell'*output* di beni e servizi fa aumentare il tempo di recupero del capitale tecnico.

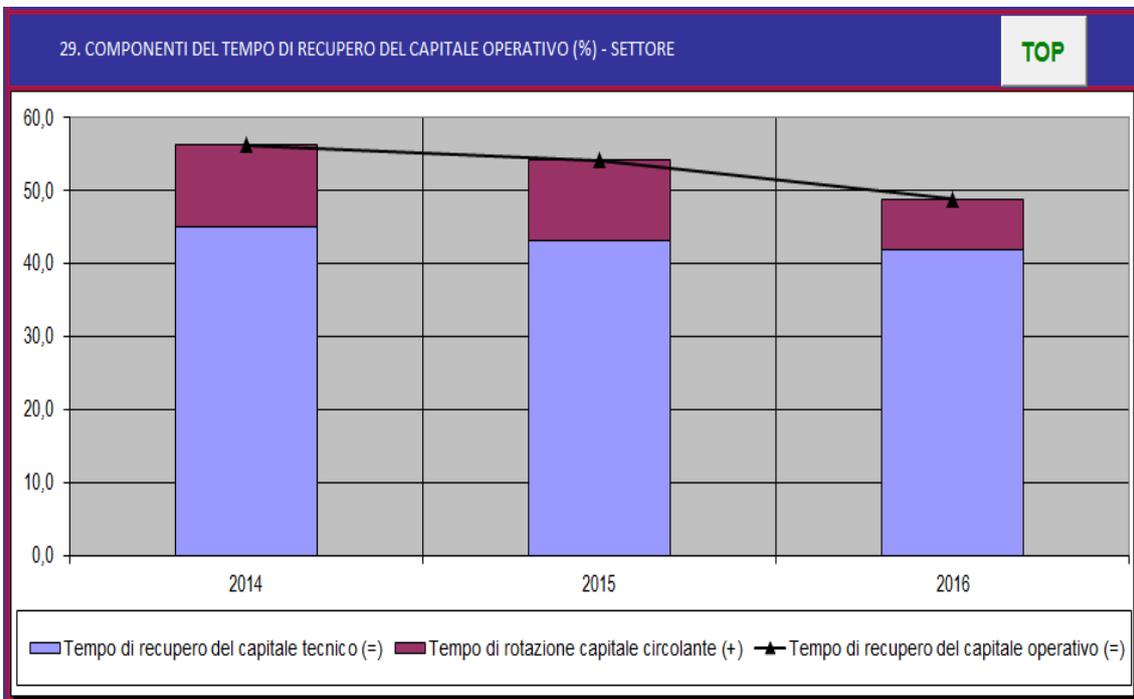
La tavola 29 (pag. 47, pag. 57) contempla due grafici:

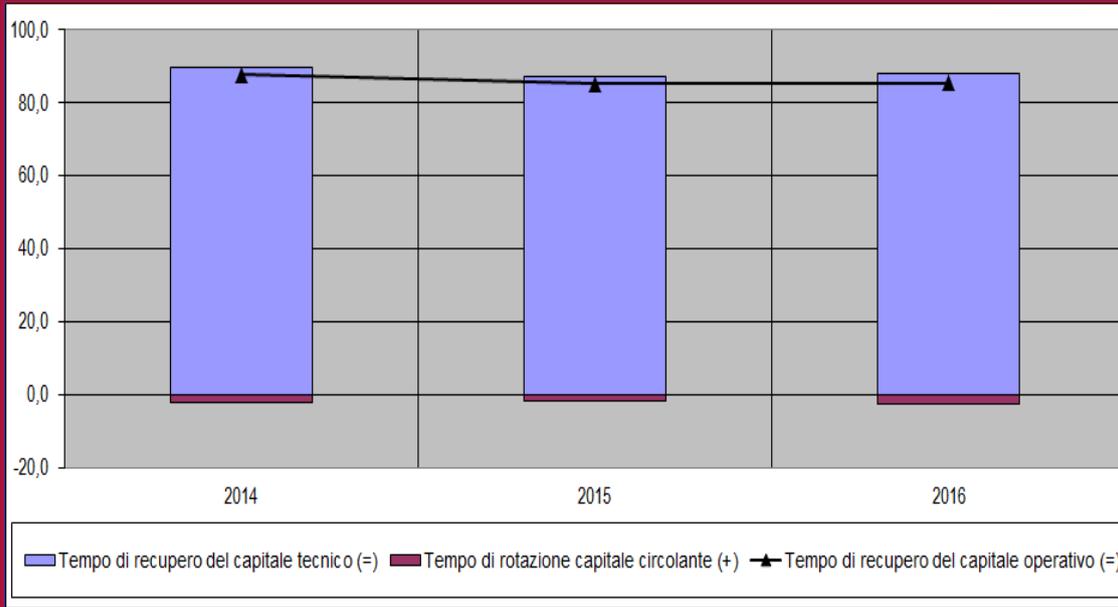
- quello sottostante pone a confronto i fattori reali esplicativi del tempo di recupero del capitale tecnico, allo scopo di caratterizzare l'impresa (*capital-intensive* o *capital-saving* e altamente/scarsamente integrata) e verificare l'impatto dei prezzi relativi o l'anomalia di un'intensa attività di costruzione di nuovi impianti; suggeriamo inoltre di confrontare il rapporto capitale/prodotto con l'indice di produttività oraria per cogliere eventuali correlazioni fra le due variabili (imprese con *capital intensive* devono necessariamente segnalare una più elevata produttività oraria);





- il grafico sottostante rappresenta invece i tempi di recupero del capitale tecnico, circolante e operativo allo scopo di analizzare se l'evoluzione di quest'ultimo dipende più da fattori tecnologici o da fattori commerciali.





Per quanto riguarda il primo grafico, lo scenario tra settore e Gruppo Piaggio è abbastanza simile; con il grado reale d'integrazione verticale che resta praticamente costante nel tempo e con l'indice dei prezzi relativi capitale/prodotto che invece subisce una flessione negli anni che è circa della stessa entità. Una leggera differenza è data dal rapporto effettivo capitale/prodotto, mentre per il settore si ha una leggera flessione negli anni considerati, per il Gruppo Piaggio si ha un lieve aumento dello stesso.

Nel secondo grafico il settore evidenzia un tempo di recupero del capitale tecnico che è circa pari alla metà di quello del Gruppo Piaggio, ed in generale un tempo di recupero del capitale operativo che tende a ridursi nell'intervallo di tempo analizzato. Per Piaggio si nota un tempo di rotazione del capitale circolante negativo, ciò comporta un'eccedenza da investire in quanto l'incasso dei crediti è precedente al pagamento dei debiti.

4.4.4 Costo medio del lavoro

Poiché la redditività operativa dell'impresa dipende, oltre che dalla produttività (cfr. tavole 26-28, pag. 46, pag. 56) e dal tempo di recupero del capitale (cfr. tavole 29-30,

pag. 47, pag. 57), anche dall'incidenza dei costi operativi esterni e interni, concentriamo ora l'analisi sul *costo medio nominale del lavoro*, che può essere espresso come una media ponderata dei costi unitari dei due tipi di lavoro qui considerato (la forza addetta alla produzione e quella preposta al controllo e all'organizzazione), ciascuno pesato in base all'incidenza dei rispettivi addetti sul totale.

Il costo del lavoro dev'essere confrontato con la produttività per trarre informazioni sull'efficienza economica del processo produttivo: poiché il prodotto per addetto è più significativo se è espresso in termini reali ed è riferito ai soli addetti alla produzione, dobbiamo definire il precedente *costo medio in termini reali e in unità di efficienza* (il costo unitario del lavoro che l'impresa deve recuperare attraverso la produttività della forza lavoro).

Le ipotesi fondamentali che ci hanno indotto a seguire questa impostazione possono essere così enunciate:

- il salario pagato al personale addetto alla produzione è esogeno (fissato nel contratto nazionale o aziendale) e può essere considerato un salario fisso con incentivazione nulla o non determinante, in quanto l'efficienza produttiva viene assicurata attraverso il controllo attivo dei supervisori e/o automatico delle macchine;
- il salario corrisposto al personale preposto al controllo, all'informazione e all'organizzazione aziendale ha invece la tipica natura di salario di efficienza, in quanto deve incentivare lavoratori le cui prestazioni sono difficilmente misurabili o verificabili attraverso l'*output*, per cui dev'essere $WI/LI > WP/LP$.

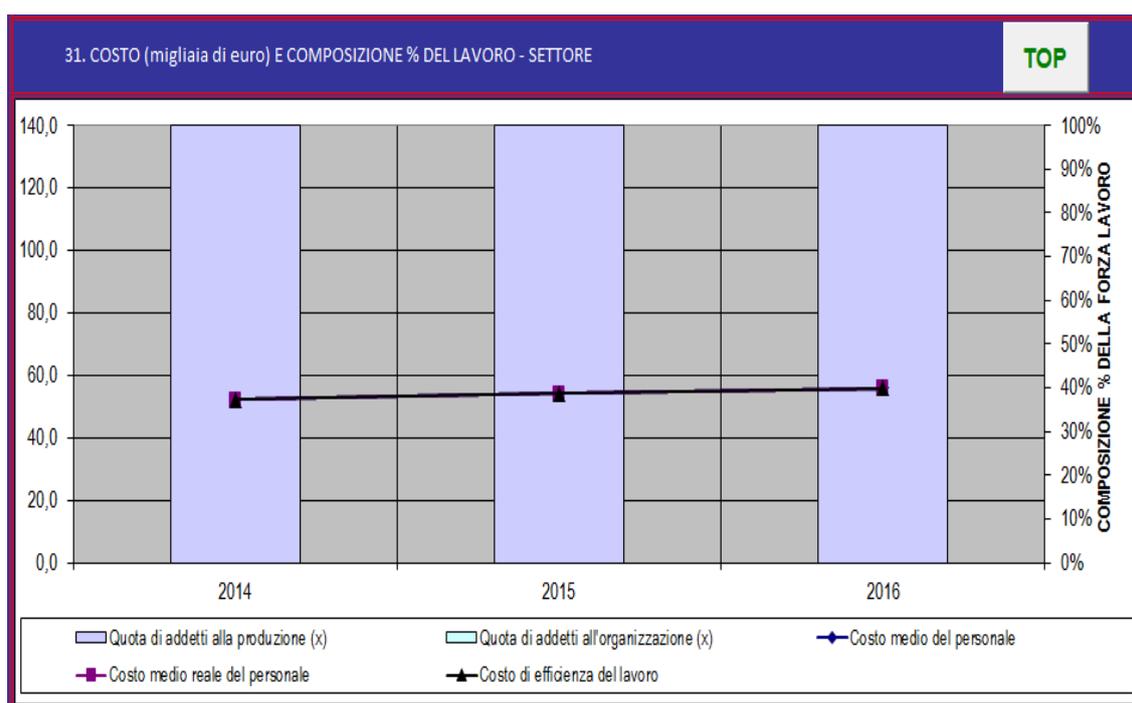
La produttività della forza lavoro in tale contesto dovrebbe essere funzione non solo del tipo di lavoro immesso nel processo produttivo (che nel modello abbiamo considerato omogeneo o con *mix* costante), ma anche degli incentivi di carriera e monetari offerti al personale preposto al controllo, i quali stimolano l'efficienza di quest'ultimo e quindi consentono la ricerca dell'organizzazione del lavoro ottimale.

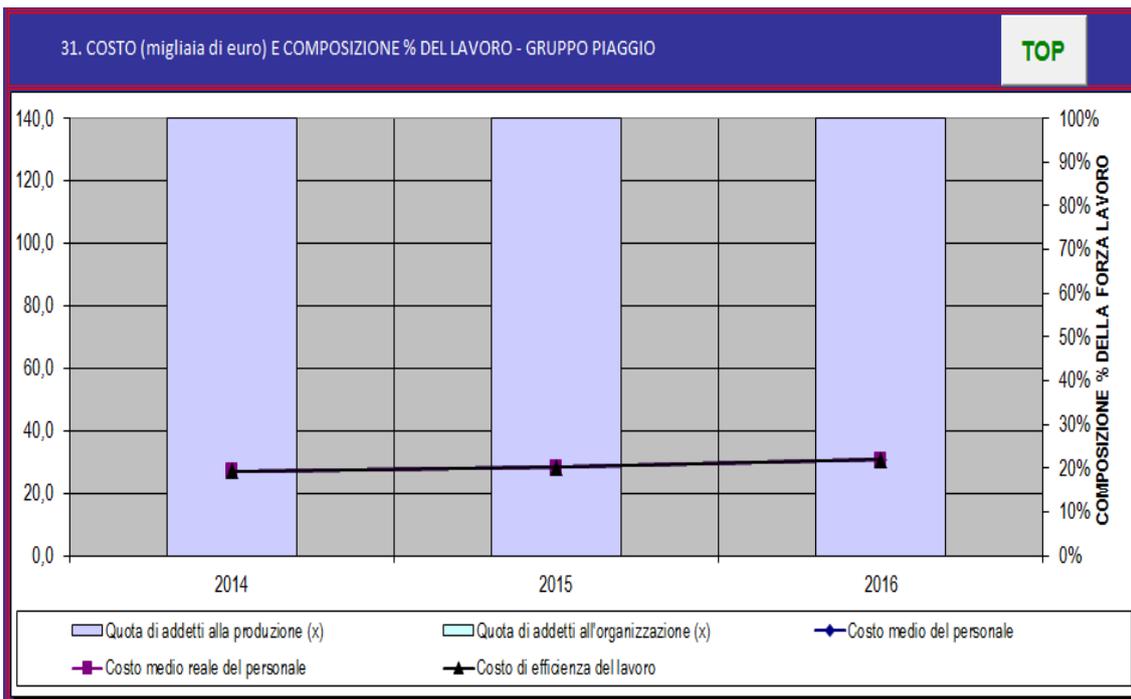
La funzione del personale preposto all'organizzazione è anche quella di produrre informazioni per la direzione e di svolgere compiti amministrativi interni. La sua consistenza dipende in parte dalla dimensione dell'impresa: un grosso giro d'affari è in

genere associato ad una mole rilevante sia di operazioni contabili (fatturazioni, registrazioni, ecc.), sia di movimenti di magazzino, sia di consegne a clienti e da fornitori dell'impresa. In parte però il tempo di smaltimento di tale lavoro dipende dall'efficienza dell'apparato burocratico: una differenziazione salariale rispetto alla forza lavoro e una progressione del salario in funzione della carriera sono gli elementi essenziali di un efficiente svolgimento del lavoro organizzativo. Il *differenziale salariale* associato a queste due tipologie di personale può essere considerato una misura dell'incentivazione, in quanto esso rappresenta il corrispettivo della posizione gerarchica del dipendente e del proprio impegno nel contribuire al funzionamento dell'organizzazione produttiva e burocratica: più elevato è il suo salario, più efficienti dovrebbero essere i controlli e l'attuazione delle procedure amministrative. In altre parole, il differenziale salariale rispetto alla retribuzione della manodopera rappresenta il compenso per la capacità sia di assicurare il controllo sulla produzione, sia di eliminare le inefficienze burocratiche: la crescita del differenziale salariale, se da un lato fa crescere i costi, dall'altro permette la ricerca di un'organizzazione efficiente del processo produttivo e della struttura burocratica dell'impresa, comprimendo così il peso degli oneri relativi.

La soluzione del problema per il *management* consiste allora nel rilevare che l'incidenza del costo del lavoro diminuisca, pur in presenza di un aumento del costo di efficienza: quest'ultimo cioè deve crescere meno di quanto crescono i proventi operativi reali per addetto. Per ottenere il risultato desiderato è in genere necessario che il *management* corrisponda al personale preposto al controllo e all'organizzazione un *differenziale significativo* rispetto al salario della forza lavoro addetta alla produzione (divari minimi producono incentivi insufficienti e quindi è ancora preferibile una politica di livellamento salariale), ma non troppo elevato per non sovrastimare l'effettivo contributo che tale personale può dare all'organizzazione della produzione e allo snellimento delle strutture burocratiche aziendali. L'efficienza della direzione del personale in un'impresa si valuta non solo per l'abilità dimostrata nel contrattare il salario con la forza lavoro e nel predisporre un organigramma potenzialmente agile, ma anche per la sensibilità espressa nell'attuazione di una efficace politica retributiva e di carriera.

La tavola 31 (pag. 47, pag. 57) consente di evidenziare in sintesi la politica remunerativa e d'incentivazione del personale. Stando a quanto detto in precedenza, una crescita del costo medio del lavoro dovrebbe comportare un aumento più tenue del costo medio reale, in presenza di una parziale traslazione dei costi sui prezzi. Inoltre una politica di incentivazione del personale organizzativo potrebbe non accrescere il costo di efficienza del lavoro, se diminuisse adeguatamente la quota di addetti all'organizzazione, proprio a giustificazione di tale intervento; in assenza di effetti vistosi, i proventi reali per addetto dovrebbero allora crescere in misura superiore alle aspettative dell'impresa conseguenti alle tecnologie adottate, in modo da considerare efficienti le nuove forme d'incentivo: in caso contrario le condizioni di mercato o l'efficienza produttiva e burocratica dell'impresa non giustificerebbero le politiche salariali a favore del personale organizzativo.



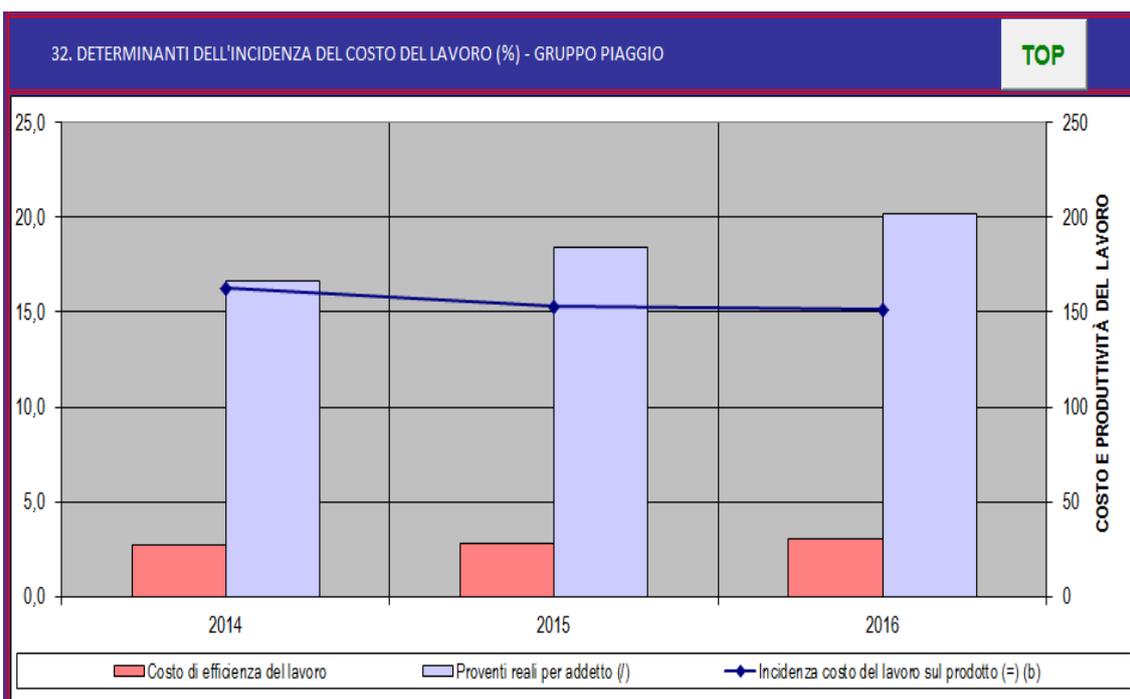
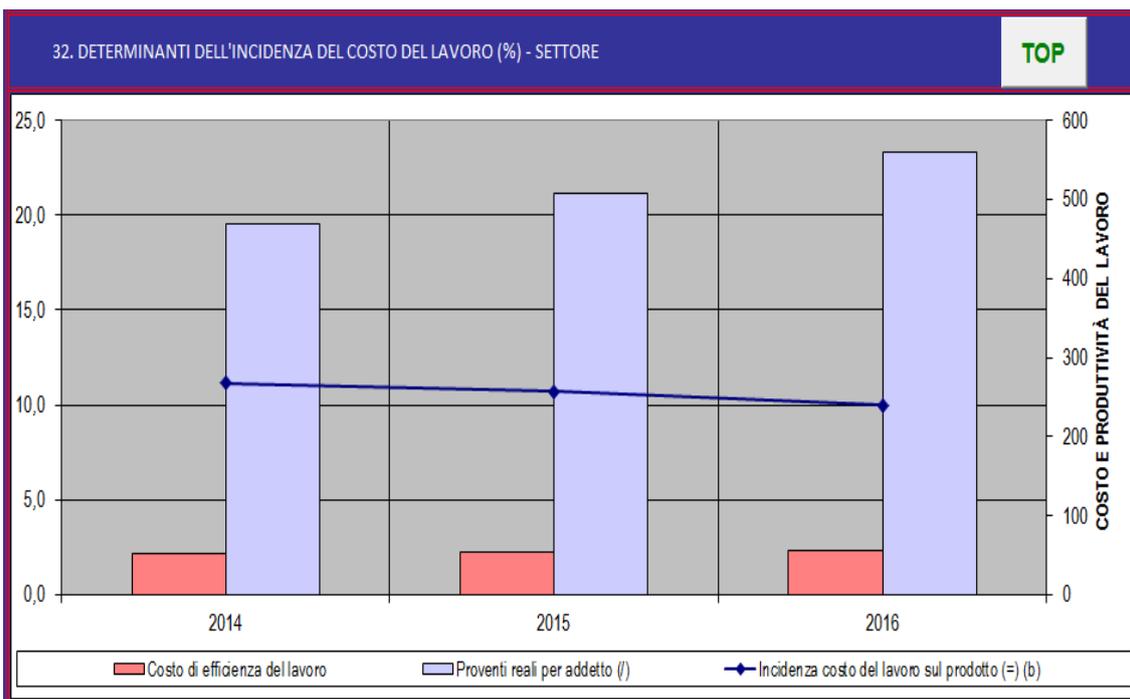


Alla tabella è associato un grafico che consente di rilevare le caratteristiche *relative* del costo del lavoro (il divario dei costi delle due tipologie nel grafico a destra e la struttura dell'organico in quello a sinistra), allo scopo di evidenziare eventuali correlazioni.

Il grafico si presenta in questo modo perché non avendo delle informazioni dettagliate sulla tipologia di addetti allora, in mancanza di informazioni, si è preferito considerare tutti i lavoratori produttivi tralasciando quindi la quota di quelli amministrativi. Al di là di questa precisazione emerge che sia per il settore che per il Gruppo Piaggio negli anni si ha un aumento del costo medio del personale, la differenza è che il settore mostra un valore del costo medio del personale decisamente più alto di quello del Gruppo Piaggio, pari a quasi il doppio.

4.4.5 Redditività operativa lorda

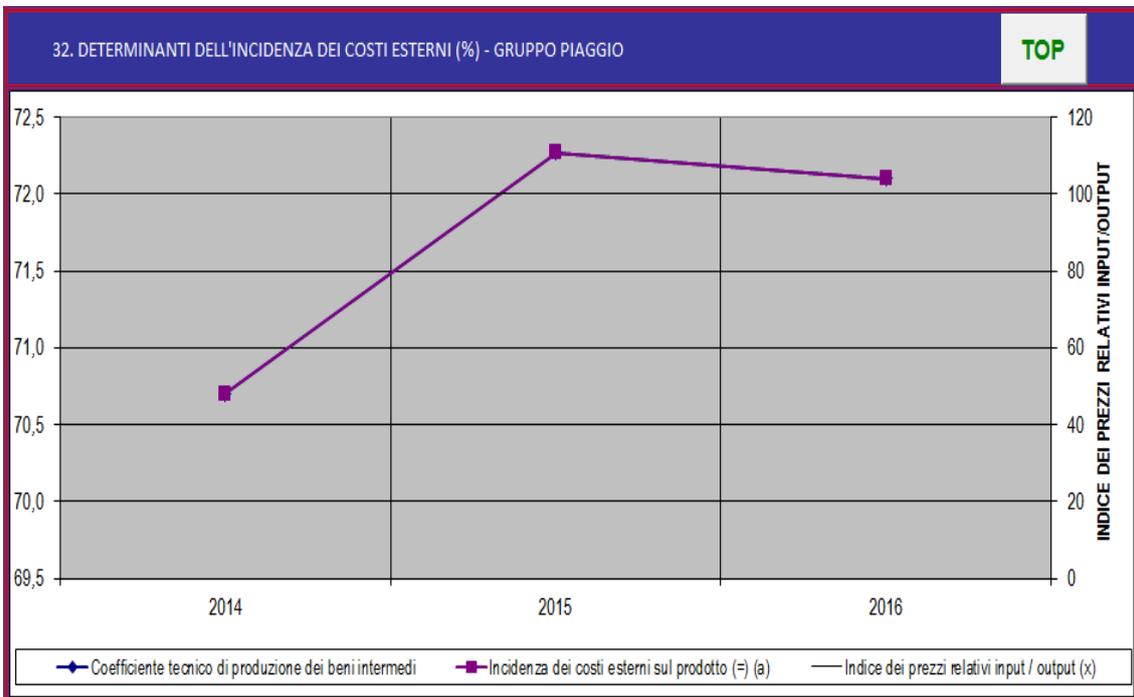
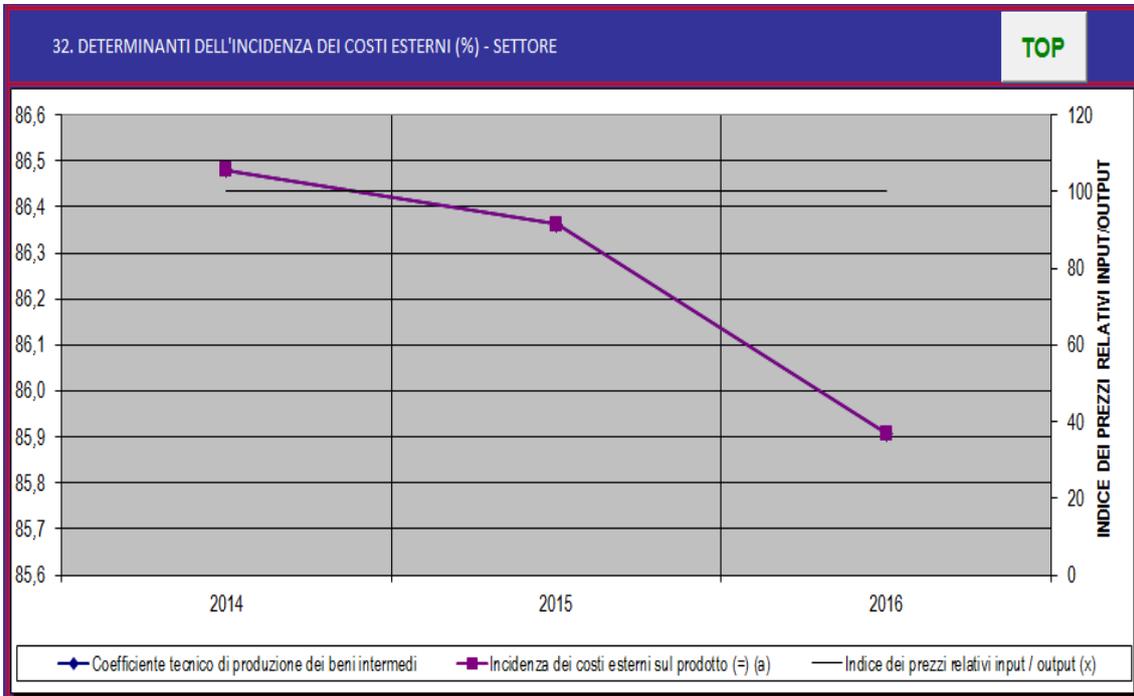
Possiamo a questo punto chiudere l'analisi operativa manageriale e raccordarci a quella finanziaria mediante il calcolo del *tasso di redditività operativa lorda*, elemento determinante della redditività aziendale. Tale rendimento scaturisce dall'interazione del *tempo di recupero del capitale operativo e del margine operativo lordo per unità di proventi operativi*.



Nella tavola 32 (pag. 47, pag. 57) sono riportate le incidenze dei costi esterni e del costo del lavoro sui proventi operativi, verificando se:

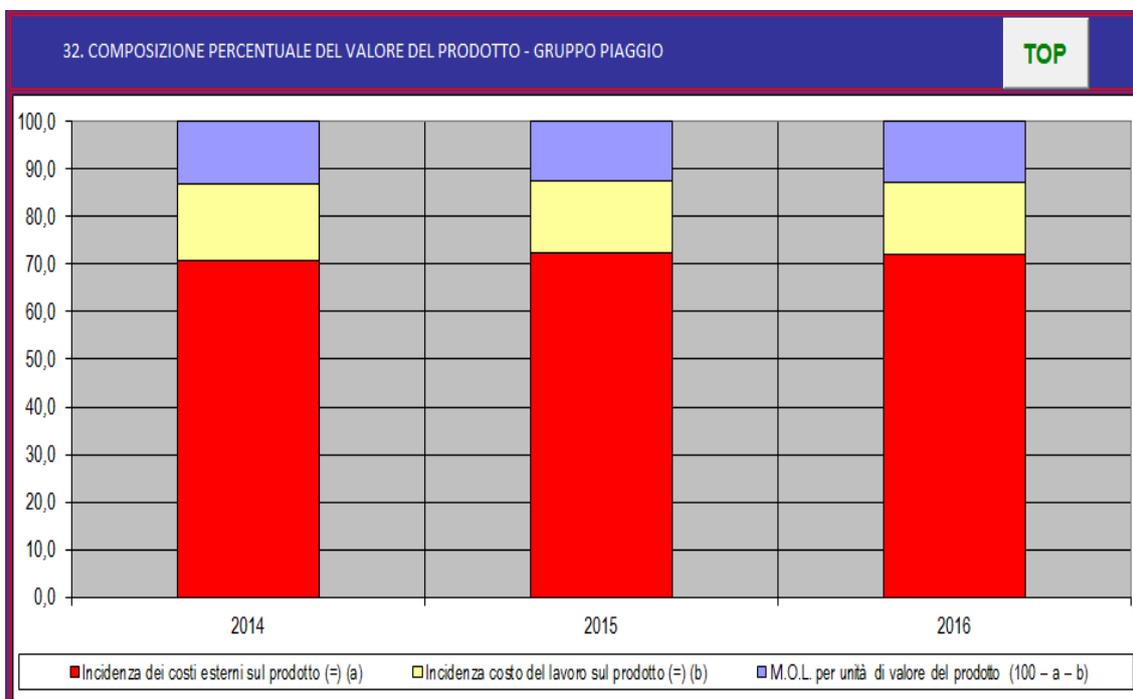
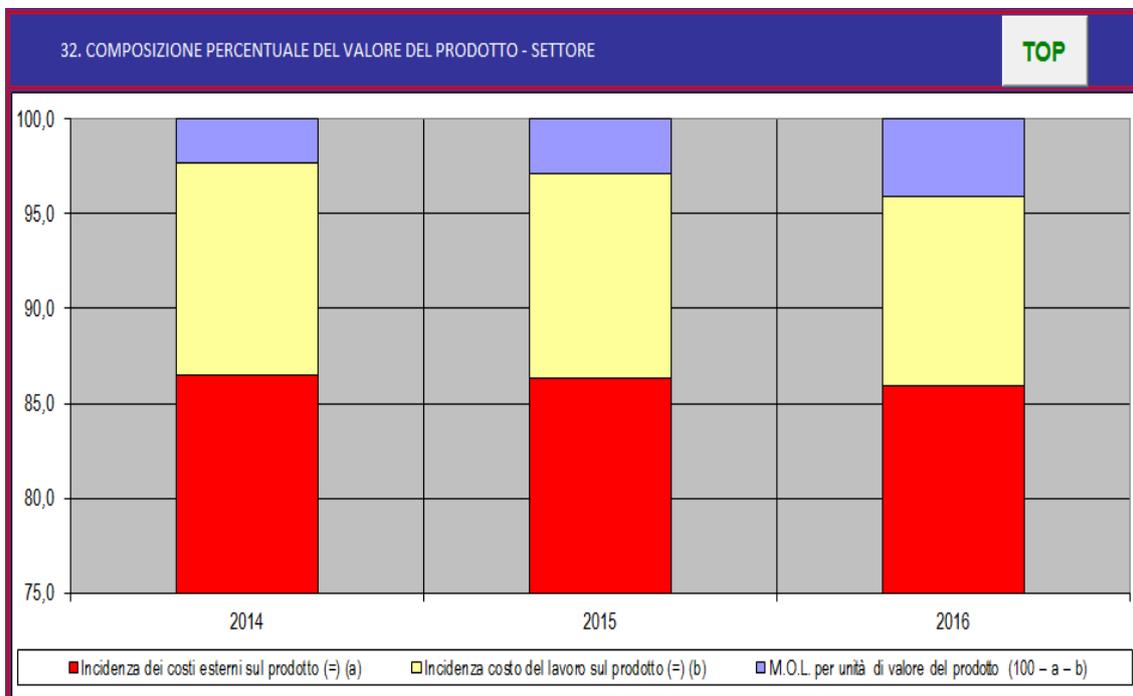
- un'evoluzione positiva o negativa del coefficiente tecnico di produzione sia stata contrastata o amplificata dall'andamento dei *prezzi relativi*;

- la crescita del costo di efficienza del lavoro venga recuperata da quella dei proventi reali per addetto.



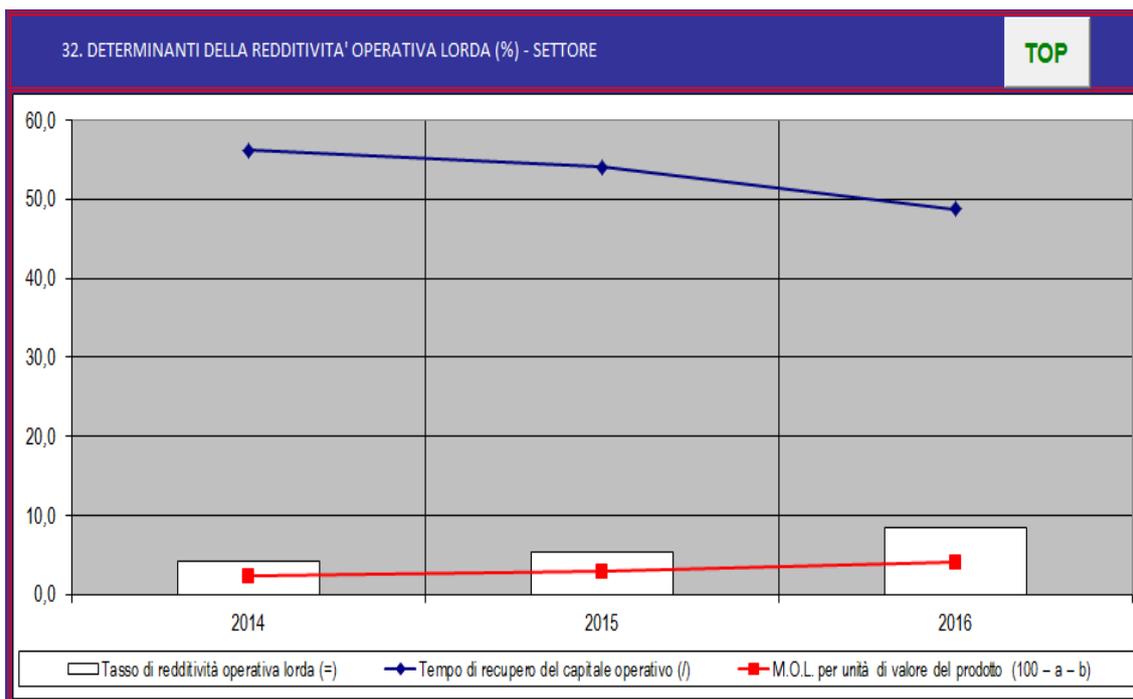
Per ottenere il MOL per unità di proventi operativi occorre sottrarre a 100 l'incidenza dei costi esterni e del costo del lavoro. Si può quindi valutare il peso di ciascuna

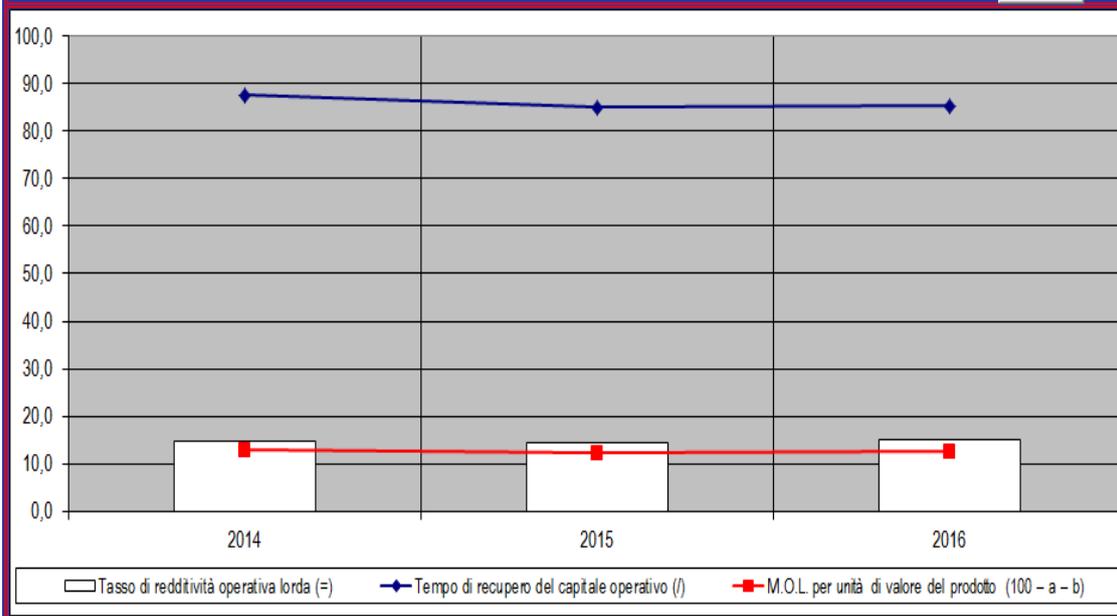
componente nel determinare un eventuale peggioramento e se questo venga compensato da un più veloce tempo di recupero del capitale.



Alla tavola 32 sono associati quattro grafici che consentono di osservare rispettivamente la suddivisione del valore del prodotto nelle sue componenti fondamentali (i costi

esterni, il costo del lavoro e il MOL o reddito operativo) e l'andamento della redditività operativa lorda con le sue determinanti, allo scopo di cogliere le tendenze di fondo della prima e il contributo relativo delle seconde; inoltre permettono di confrontare il profilo temporale dei quattro principali indicatori di costo (il coefficiente di produzione in relazione ai prezzi relativi e il costo di efficienza del lavoro in relazione ai proventi operativi reali per addetto).





Nel primo grafico è possibile scorgere dei proventi reali per addetto nettamente più alti per il settore, anche il costo di efficienza del lavoro è più alto per il settore ma in % lo è meno dell'indice precedente. Sia per il settore che per il Gruppo Piaggio è visibile un trend di crescita dei proventi reali per addetto. Piaggio mostra negli anni una maggiore incidenza del costo del lavoro sul prodotto rispetto al settore, pari a circa il 5% in più. L'informazione che si coglie dal secondo grafico è una maggiore incidenza dei costi esterni sul prodotto del settore rispetto a quella del Gruppo Piaggio coerentemente al fatto che quest'ultimo ha un maggior grado di integrazione verticale, come analizzato nel paragrafo 4.2.2.

Dal terzo grafico è possibile desumere come il settore mostri un MOL decisamente più contenuto rispetto al Gruppo Piaggio, nei tre anni considerati la media del MOL del settore è pari al 3% mentre quella di Piaggio è pari circa al 13%. Anche se Piaggio mostra un'incidenza del costo del lavoro maggiore rispetto a quella del settore, riesce a recuperare e sopravanzare il settore grazie ad un'incidenza nettamente più bassa dei costi esterni.

Nel quarto grafico infine è possibile notare un trend crescente del tasso di redditività lorda per il settore, accompagnato da un trend crescente del MOL per unità di valore del prodotto e da un trend decrescente del tempo di recupero del capitale operativo.

Anche il Gruppo Piaggio dimostra dei segnali di miglioramento degli indici considerati, anche se considerevolmente più deboli rispetto a quelli del settore, c'è da considerare però che Piaggio si trova in una situazione decisamente migliore rispetto alla media dei valori espressa dal settore.

Conclusioni

L'analisi economico - finanziaria del Gruppo Piaggio rispetto al suo settore di riferimento, nell'arco temporale che va dal 2013 al 2016, mostra una performance di Piaggio marcatamente superiore. Riepilogando brevemente i punti chiave, risulta che il Gruppo Piaggio ha un indebitamento in linea con quello medio del settore, si dimostra più efficiente nella riscossione dei crediti commerciali o in generale nel mantenerne più basso il livello, avendo così a disposizione una maggiore liquidità. Piaggio presenta inoltre tempi di dilazione dei crediti commerciali e di recupero dei magazzini decisamente più bassi, ciò è il risultato di una strategia manageriale di rapido incasso volta alla massimizzazione della liquidità e di tecniche più efficienti di gestione delle scorte. Sempre rispetto al settore di appartenenza, Piaggio mostra una minore incidenza relativa dei costi esterni operativi dovuta ad un minore ricorso al mercato, in quanto attua un approccio strategico che contempla una maggiore integrazione verticale, la quale offre diversi vantaggi come il controllo dei processi e delle fonti, la riduzione dei rischi di stockout delle scorte, l'impiego degli slack di capacità produttiva, l'eliminazione dei contrasti con i fornitori, una maggiore personalizzazione dei prodotti e/o dei servizi erogati, lo sfruttamento di economia di scala e la conservazione del talento organizzativo. Piaggio presenta un costo del lavoro più basso se comparato a quello medio del settore e dunque un MOL relativo più alto che si traduce in una maggiore capacità di remunerare il capitale investito nell'attività produttiva. Dall'analisi del ROI si ha un rendimento, relativo alla gestione operativa, nettamente più alto di quello espresso dal settore ed inoltre più costante nell'arco di tempo considerato, quindi meno rischioso. Infine dall'analisi del ROE si evince una notevole differenza di performance del ROE finale rispetto al valore del ROE ante imposte e rettifiche, ma si ha comunque un ROE finale positivo per tutti gli anni considerati a differenza di quello del settore che risulta invece sempre negativo.

Il Gruppo Piaggio, nonostante abbia risentito dell'andamento negativo generale, ha dimostrato di essere stabile e di saper far fronte ad una situazione difficile generando comunque utili. Appare come un gruppo in salute, che ha i mezzi e le capacità per affrontare le opportunità, e dualmente i rischi, che riserva il futuro, attraverso una creazione di valore che attualmente si basa su una strategia di rafforzamento della propria posizione di leadership nel mercato europeo due ruote e indiano dei veicoli commerciali leggeri, di crescita della propria presenza sui mercati internazionali con particolare riferimento all'area asiatica, e ad un aumento dell'efficienza operativa su tutti i processi aziendali, con focus sulla produttività industriale.

Bibliografia e Webgrafia

Publicazioni:

- P. RAVAZZI P, M. CALDERINI, P. NEIROTTI, E. PAOLUCCI, L. RONDI, “L’impresa: teoria, organizzazione, strategia, tecniche economiche e contabili”, Il Mulino, 2007
- P. RAVAZZI, “SIM PRO: Sistema Integrato Manageriale”
- S. ROSS, R. WESTERFIELD, J. JAFFE, “Finanza aziendale”, Il Mulino

Siti web:

- www.ancma.it (Confindustria ANCMA, Associazione Nazionale Ciclo Motociclo e Accessori)
- www.confcommercio.it
- www.confetra.it (Confederazione Generale Italiana dei Trasporti e della Logistica)
- www.dueruote.it
- www.ilsole24ore.com
- www.isfort.it (Istituto Superiore di Formazione e Ricerca per i Trasporti)
- www.lastampa.it
- www.mediobanca.com
- www.moto.it
- www.panorama-auto.it
- www.piaggio.com
- www.programmazioneeconomica.gov.it (Dipartimento per la Programmazione e il Coordinamento della Politica Economica)
- www.trt.it (Servizi di consulenza e attività di ricerca su Trasporti e Territorio)