

**Stima delle capacità di  
autofinanziamento delle  
cooperative.  
Un confronto con le società  
di capitali.**

**Periodo 2012-2016**

**Novembre 2017**

## ***Obiettivi e metodo***

Il biennio a cavallo fra il 2012 e il 2014 ha segnato probabilmente la fase più difficile della crisi dell'economia italiana quanto a caduta dei livelli produttivi e degli investimenti. Istat calcola un PIL, ai prezzi di mercato, che passa da 1.637,5 MLD nel 2011 (era 1.632,8 nel 2008) a 1.613,3 nel 2012 e a 1.604,6 nel 2013, prima di risalire a 1.621,8 nel 2014 e crescere fino a 1.680,5 MLD nel 2016.

Gli investimenti fissi lordi toccano invece un minimo nel biennio 2013-2014 con 276,7 e 271,5 miliardi (sempre ai prezzi di mercato): solo nel 2015 iniziano una lenta risalita fino ai 287,1 MLD nel 2016.

Come si sono comportate le imprese in questo periodo? Quanto hanno investito? Quanto sono state in grado di autofinanziare i propri investimenti?

Vi sono state differenze significative tra la dinamica delle società cooperative e quella delle società di capitali? Rispondere a queste domande non è affatto semplice; abbiamo cercato di farlo in maniera empirica e (almeno in parte) stimata.

Prima di entrare nel merito dei dati, è quindi assai opportuno precisare meglio oggetto e metodo di lavoro.

Il primo obiettivo dell'indagine è capire come si sono mossi gli investimenti e in particolare modo gli investimenti fissi delle imprese nel corso del periodo. Non essendo materialmente possibile consultare le relazioni di bilancio di decine di migliaia di imprese (per desumerne direttamente gli importi investiti) è stato adottato un criterio di stima approssimato ma sufficientemente ragionevole calcolando il capex (capital expenditure<sup>1</sup>) come la somma: a) fra la variazione algebrica del valore contabile delle immobilizzazioni (al termine di ciascun esercizio rispetto all'esercizio precedente); b) l'ammontare degli ammortamenti e svalutazioni effettuati nel corso dell'esercizio.

Inoltre è stata considerata l'ulteriore variazione contabile del capitale investito dovuta al capitale circolante.

Il secondo obiettivo è verificare quale sia stata la capacità di autofinanziamento delle imprese. Come misura della capacità dell'autofinanziamento abbiamo considerato l'ebitda (ovvero la somma tra ammortamenti e svalutazioni dell'esercizio) e risultato operativo. Va da sé che se togliessimo sia dal numeratore (l'ebitda) che dal denominatore (il capex) l'importo di ammortamenti e svalutazioni, il rapporto si potrebbe ridurre semplicemente alla proporzione fra risultato operativo e variazione algebrica delle immobilizzazioni.

Si è preferito evidenziare il rapporto tra ebitda e capex per rendere significative le grandezze esaminate.

Inoltre si tratta di un rapporto teorico (come sarà spesso commentato nelle tabelle): l'ebitda esprime una capacità di autofinanziamento (ovvero di copertura della spesa per investimenti con risorse generate dalla gestione caratteristica dell'impresa) di carattere potenziale, non certo effettivamente reale. L'ebitda comprende anche quote di reddito che andranno a pagare gli interessi passivi, le tasse e buon ultimo (ma certamente non meno importante) gli utili agli azionisti o soci delle società.

Tuttavia si tratta di un rapporto, quello tra ebitda e capex, ampiamente usato, sia in letteratura che nel giornalismo economico.

---

<sup>1</sup>Capital Expenditures (CAPEX): rappresentano flussi di cassa in uscita per la realizzazione di investimenti in attività immobilizzate di natura operativa. Si tratta cioè di investimenti in capitale fisso.

E' stata poi stimata la capacità dell'ebitda di concorrere, oltre al finanziamento degli investimenti fissi, anche al finanziamento del circolante: calcolando quanta parte dell'incremento (solitamente si tratta di incremento) del capitale circolante sia stata finanziata dalla parte di ebitda eventualmente ancora disponibile (sempre in linea teorica) dopo il finanziamento del capex.

Il lavoro è strutturato sinteticamente in due parti *ideali*.

Nella prima parte si propone un confronto diretto tra le società cooperative e le società di capitali su due parametri essenziali:

- . quanto ebitda è stato generato in rapporto al valore della produzione (ebitda/VP %);
- . quale è stato il livello di copertura del capex tramite l'ebitda (ebitda/capex %).

Il confronto è organizzato e commentato con riferimento a diversi cluster dimensionali di impresa, oltre che sul totale delle imprese cooperative e di capitali censite.

I cluster sono:

- . imprese grandissime : oltre i 300 milioni di VP;
- . imprese grandi : da oltre 50 a 300 milioni di VP;
- . imprese medie: da oltre 10 a 50 milioni di VP;
- . imprese piccole da 2 a 10 milioni di VP.

Il criterio di costruzione dei cluster (necessariamente costituiti dalle medesime imprese nel corso del periodo esaminato) considera come dato di riferimento il VP conseguito nell'esercizio 2016.

A questo proposito va segnalato che, essendo il 2016 il primo esercizio nel quale le società hanno dovuto adottare i criteri contabili definiti dalla Direttiva UE 34/2013, recepiti dal Decreto legislativo 18 agosto 2015 n. 139, tali nuovi criteri contabili impattano particolarmente sul conto economico, determinando la scomparsa dei proventi e oneri straordinari, ora pienamente ricondotti sotto la voce Valore della produzione, il 2016 potrebbe avere un incremento del VP più determinato dai nuovi criteri di contabilità che da una gestione effettivamente migliore.

Il confronto mette in luce tre risultati fondamentali, che anticipiamo subito:

- . l'ebitda delle società di capitali è normalmente il doppio (in rapporto al VP) di quello delle società cooperative;
- . il maggiore ebitda delle imprese di capitali è sostanzialmente dovuto al più elevato volume del risultato operativo, ovvero alla maggiore redditività caratteristica delle società di capitali;
- . il capex delle società di capitali, calcolato in rapporto al VP (ovvero la frazione del VP che viene reinvestita in immobilizzazioni) è circa il doppio rispetto al capex delle società cooperative.

Nella seconda parte si procede a un esame un poco più dettagliato (e cluster per cluster) sia delle società di capitali che delle società cooperative.

Le tabelle considerano anche altri parametri, oltre ai due suddetti, sui quali è organizzato il confronto diretto tra settore cooperativo e settore privato.

In particolare si riportano i dati relativi alla variazione del capitale circolante e alla quota dell'incremento del medesimo finanziabile attraverso il capex residuo. Si riportano poi i valori dell'indebitamento finanziario e commerciale di ciascun cluster.

Le tabelle sono tutte sinteticamente commentate.

I dati di bilancio (sono stati usati sempre i dati dei bilanci civilistici) alla base del lavoro sono tratti da due fonti. I dati delle società di capitali sono stati estratti da AIDA (Bureau van Dijk) e riguardano imprese attive con VP al 2016, pari ad almeno 2 milioni di euro. Si tratta di **88.621** società (di cui risulta disponibile il bilancio in tutti gli anni del periodo considerato dal 2012 al 2016) che risultano dopo avere sottratto dal data base quelle del settore bancario, quello assicurativo, la Pubblica Amministrazione e Difesa (ovvero dopo avere tolto le aziende contraddistinte dai codici Ateco 64, 65, 66, 84).

I dati delle società cooperative sono stati desunti dalla banca dati del Centro studi Legacoop (CsL) e riguardano le cooperative attive, aderenti a Legacoop e delle quali fosse disponibile (alla data dell'estrazione, ovvero al 6/11/2017) il bilancio civilistico tra il 2012 e il 2016: si tratta di 3.342 cooperative (delle quali 1.113 con VP di almeno 2 milioni nel 2016).

La tabella sottostante riporta il numero di società di capitali e di cooperative per cluster dimensionale.

Naturalmente si tratta di dimensioni assolute ben diverse, ma l'utilizzo di relazioni percentuali tra medesimi parametri permette di rendere omogenee le misurazioni.

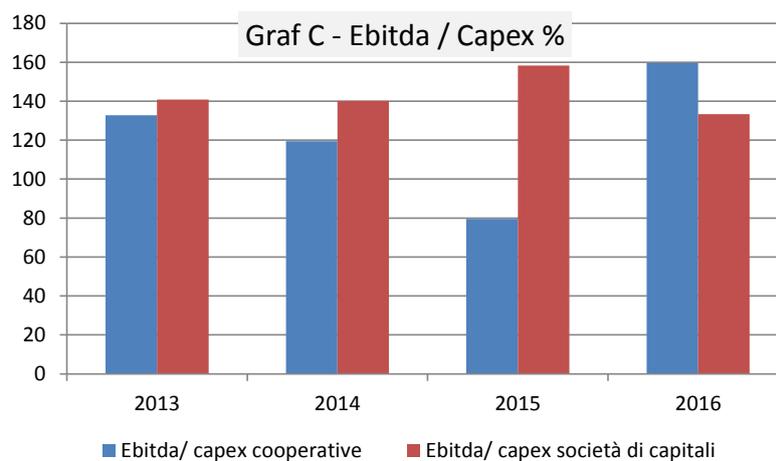
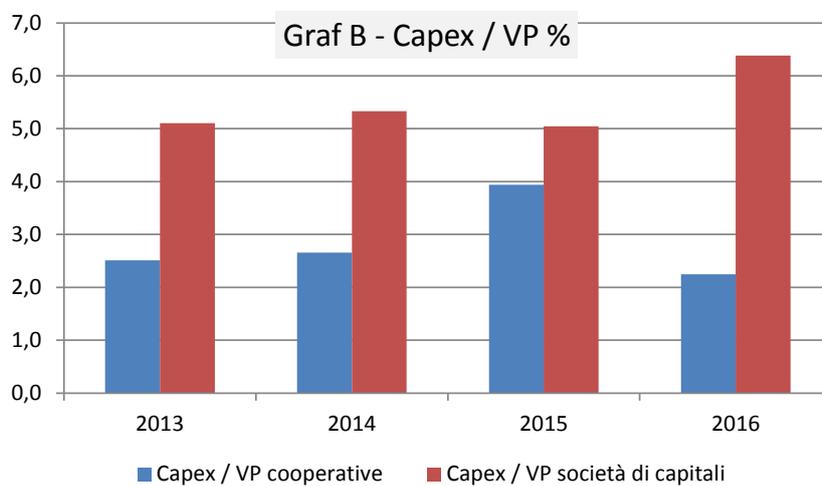
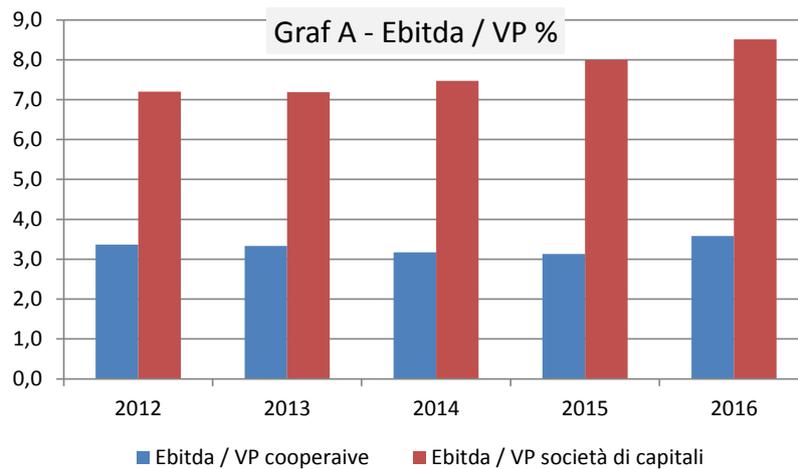
Numerosità del panel di confronto		
Cluster	Società di capitali	Cooperative
Grandissime	653	28
Grandi	4.236	65
Medie	18.992	270
Piccole	64.740	750
Micro	nc	2.229
Totale panel	88.621	3.342

### Capex e autofinanziamento: Cooperative vs società di capitali

Le tabelle da 1 a 5 e i grafici A, B, C mostrano il confronto diretto tra cooperative e società di capitali per l'intero panel e per i singoli cluster dimensionali.

Tab 1 - confronto tra cooperative e società di capitali : panel completo (dati in %)					
	2012	2013	2014	2015	2016
Ebitda / VP cooperative	3,4	3,3	3,2	3,1	3,6
Ebitda / VP società di capitali	7,2	7,2	7,5	8,0	8,5
Capex / VP cooperative		2,5	2,7	3,9	2,2
Capex / VP società di capitali		5,1	5,3	5,0	6,4
Ebitda/ capex cooperative		133	119	79	160
Ebitda/ capex società di capitali		141	140	158	133

nb: il panel delle cooperative comprende anche le microcooperative < 2 milioni di VP



Si constata facilmente come le tabelle mostrino tutte, in modo macroscopico, analoghe differenze a prescindere dalla dimensione media delle imprese; vale a dire che le differenze non sembrano tanto legate alle dimensioni, quanto all'assetto societario delle aziende.

In termini grossolani, le principali differenze sembrano le seguenti :

1 L'ebitda nel settore privato, in percentuale su VP, è sostanzialmente il doppio (o più) rispetto a quello cooperativo. Tuttavia tale divario si riduce parzialmente nel cluster delle medie imprese (scende a 1,6-1,8 volte), mentre esplode nelle piccole (da 4 a 6 volte).

Tab 2 - confronto tra cooperative e società di capitali : grandissime (dati in %)					
	2012	2013	2014	2015	2016
Ebitda / VP cooperative	2,9	2,9	2,8	2,5	3,0
Ebitda / VP società di capitali	6,8	6,8	6,9	7,6	8,4
Capex / VP cooperative		1,7	2,3	4,5	2,0
Capex / VP società di capitali		4,7	5,9	6,8	8,0
Ebitda/ capex cooperative		175	118	54	148
Ebitda/ capex società di capitali		146	118	112	106

Tab 3 - confronto tra cooperative e società di capitali : grandi (dati in %)					
	2012	2013	2014	2015	2016
Ebitda / VP cooperative	3,5	3,2	3,4	3,7	4,4
Ebitda / VP società di capitali	7,5	7,6	7,9	8,4	8,6
Capex / VP cooperative		2,9	2,8	2,2	2,5
Capex / VP società di capitali		5,7	5,8	4,4	6,6
Ebitda/ capex cooperative		111	123	166	176
Ebitda/ capex società di capitali		132	136	190	131

Tab 4 - confronto tra cooperative e società di capitali : medie (dati in %)					
	2012	2013	2014	2015	2016
Ebitda / VP cooperative	4,6	4,7	4,3	4,6	4,8
Ebitda / VP società di capitali	7,4	7,4	7,9	8,2	8,7
Capex / VP cooperative		5,2	3,6	3,4	1,9
Capex / VP società di capitali		5,1	4,8	3,4	5,4
Ebitda/ capex cooperative		90	119	135	250
Ebitda/ capex società di capitali		146	167	244	159

Tab 5 - confronto tra cooperative e società di capitali : piccole (dati in %)					
	2012	2013	2014	2015	2016
Ebitda / VP cooperative	2,0	1,9	1,6	1,7	1,4
Ebitda / VP società di capitali	7,6	7,5	7,8	8,1	8,3
Capex / VP cooperative		2,3	1,8	1,7	2,6
Capex / VP società di capitali		5,6	3,8	3,4	3,1
Ebitda/ capex cooperative		81	89	102	55
Ebitda/ capex società di capitali		135	206	236	270

2 Il rapporto tra capex e valore della produzione nelle società di capitali è vicino o superiore al doppio di tale rapporto nelle società cooperative: ovvero le società di capitali sembrano investire il doppio sul loro giro d'affari di quanto investano le cooperative.

Solo nel cluster delle medie aziende la situazione sembra più equilibrata (anzi, in qualche anno sembra maggiore l'impegno di investimento delle cooperative), ma nel 2016 la proporzione torna a un livello vicino a 3 volte a vantaggio delle società di capitali. Nel caso delle piccole imprese il 2016 vede cooperative e società di capitali avvicinarsi alla medesima percentuale di capex in rapporto al relativo VP.

3 La capacità (teorica) dell'ebitda di finanziare il capex è generalmente superiore nelle società di capitali rispetto alle cooperative (nonostante le prime mostrino un livello di investimento sul VP nettamente maggiore): solo nel 2016, per una crescita più marcata dell'investimento nelle società di capitali, il rapporto diviene leggermente favorevole alle società cooperative.

Questo ultimo parametro è maggiormente variabile tra i diversi cluster dimensionali: nel caso delle grandissime, la capacità di finanziare il capex attraverso l'ebitda sembra maggiore nelle cooperative (ad eccezione del 2015, quando risulta nettamente inferiore).

Nel caso delle piccole il rapporto è fortemente sbilanciato a favore delle società di capitali.

Si tratta di differenze macroscopiche, che possono avere diverse ragioni:

. Il diverso mix dei settori in cui operano società cooperative e di capitali: ad esempio gli investimenti fissi nel settore dei servizi sociali, in cui opera una parte importante delle cooperative, sono probabilmente minori degli investimenti fissi richiesti nell'industria meccanica.

. Anche la minore redditività delle cooperative potrebbe trovare (almeno parzialmente) spiegazione nella differente articolazione settoriale e nell'essere spesso le cooperative aziende *labour intensive* (oltre che spesso impegnate a difendere i livelli occupazionali, come parte della *mission* di fatto dell'impresa).

Proprio perché macroscopiche, tuttavia, tali differenze andrebbero opportunamente indagate, magari su diversi piani di indagine:

- . quello del posizionamento di mercato e del modello di business;
- . quello dell'assetto organizzativo e del management;
- . quello della *governance*, dei processi decisionali e gestionali.

### Capex e autofinanziamento nelle società cooperative

La tabella 6 dettaglia i dati per il calcolo dell'autofinanziamento e del capex dell'intero panel delle cooperative: 3.342 aziende (comprese le microimprese con VP inferiore a 2 milioni di euro nel 2016).

Il VP cresce solo del 3,6% fra il 2012 e il 2016, con evidente stagnazione nel biennio 2013-2014 e nel successivo 2015-2016.

Il Risultato Operativo (Ris Op) costituisce poco più di un terzo dell'intero ebitda del periodo (2,9 miliardi di Ris. Op su 9,1 MLD di ebitda).

L'ebitda tende a peggiorare tra il 2012 e il 2015 (passa dal 3,4 al 3,1% del VP) e solo nel 2016 risale al 3,6%.

Il capex rappresenta mediamente il 2,5% del VP salvo che nel 2015 quando sale al 3,9%.

L'ebitda copre sempre il capex, tranne che nel 2015, anno in cui il capex cresce vistosamente (circa 600 milioni in più rispetto alla media del biennio precedente).

Tab 6 - Parametri società cooperative: tutte le aziende disponibili (valori in € e in %)					
Parametri	2012	2013	2014	2015	2016
VP	48.020.932.873	48.597.803.959	48.864.898.392	49.728.820.467	49.733.427.221
<i>Indice del VP</i>	100	101,2	101,8	103,6	103,6
AMMORT & SVALUT	999.729.727	1.017.456.182	1.057.352.973	1.064.217.143	1.091.845.753
RIS OP	617.969.733	601.423.906	493.416.995	493.376.282	690.814.826
EBITDA	1.617.699.460	1.618.880.088	1.550.769.968	1.557.593.425	1.782.660.579
IMMOBILIZZAZIONI	24.566.773.825	24.768.118.835	25.009.169.979	25.904.469.797	25.930.109.817
VARIAZ IMMOBILIZZ		201.345.010	241.051.144	895.299.818	25.640.020
CAPEX		1.218.801.192	1.298.404.117	1.959.516.961	1.117.485.773
CIRCOLANTE	31.604.716.291	32.692.695.787	33.680.422.663	33.749.253.857	33.827.212.004
VARIAZ CIRCOLANTE		1.087.979.496	987.726.876	68.831.194	77.958.147
PATRIMONIO NETTO	17.755.150.007	18.075.595.124	18.276.090.242	18.586.641.061	19.017.855.161
VARIAZ PATR NETTO		320.445.117	200.495.118	310.550.819	431.214.100
DEBITI FINANZIARI	19.101.473.297	21.119.260.048	21.992.233.248	22.096.746.592	21.297.575.325
VARIAZ DEBT FINANZ		2.017.786.751	872.973.200	104.513.344	-799.171.267
DEBITI COMMERCIALI	8.900.313.849	9.171.211.907	8.924.652.613	8.973.401.386	9.054.698.209
VARIAZ DEBT COMMERC		270.898.058	-246.559.294	48.748.773	81.296.823
<i>Ebitda/VP %</i>	3,4	3,3	3,2	3,1	3,6
<i>Capex/VP %</i>		2,5	2,7	3,9	2,2
<i>Ebitda/Capex %</i>		133	119	79	160
<i>Ebitda residuo/ Variaz Circolante %</i>		37	26	-584	853
<i>Variaz PN / Variaz Immobilizz %</i>		159	83	35	1.682

La quota di ebitda residua dopo il (teorico) finanziamento del capex copre grossolanamente un terzo dell'incremento del circolante nel 2013 e 2014; nel 2015 l'ebitda è inferiore al capex, mentre nel 2015 l'ebitda residuo è un multiplo di 8,5 volte l'incremento del circolante nell'anno. Da notare che mentre negli anni 2013 e 2014 il circolante sale di circa un miliardo per anno, nel 2015 e 2016 sale di soli 70 milioni circa per anno.

L'indebitamento finanziario rallenta decisamente la crescita fra il biennio 2012-2013 e il biennio 2014-2015 (da 2 miliardi a 100 milioni di aumento), poi nel 2016 si riduce di 800 milioni circa rispetto al 2015, probabilmente per effetto dell'incremento del PN e del forte contenimento del circolante.

Il PN è aumentato di 1,262 MLD, il 7% in più rispetto al 2012 e finanzia circa il 32% dell'attivo.

La tabella 7 mostra la crescita del VP delle grandissime cooperative: pari del 6,4% e tutta concentrata nel biennio 2015-2016.

Il risultato operativo costituisce circa un terzo dell'intero ebitda del periodo.

L'ebitda si attesta attorno al 3% del VP e solo nel 2015 questa percentuale scende vistosamente al 2,5%.

Il capex varia sensibilmente negli anni sia in valore assoluto che in percentuale del VP: oscilla da mezzo miliardo a quasi un miliardo e mezzo e da meno del 2% al 4,5% del VP.

L'ebitda sembra sempre in grado di finanziare il capex, tranne che nel 2015, anno in cui il capex raddoppia rispetto alla media degli anni precedenti; nel 2015 l'ebitda finanzia circa la metà del capex dell'anno.

La quota di ebitda che residua dopo il (teorico) finanziamento del capex copre una frazione limitata dell'incremento del capitale circolante nel 2013 e 2014; nel 2015 il circolante registra un decremento significativo (mentre il capex raddoppia e assorbe l'intero ebitda); nel 2016, il nuovo incremento del circolante è (in teoria) finanziabile al 70% dall'ebitda che residua dal finanziamento del capex.

L'indebitamento finanziario rallenta decisamente la crescita fra il biennio 2012-2013 e il biennio 2014-2015 (da 1 miliardo a 47 milioni di aumento), poi nel 2016 si riduce di 500 milioni circa, anche per un minore fabbisogno di capex e per la secca riduzione del circolante.

Il PN cresce di un miliardo fra il 2012 e il 2016, ovvero dell'11%. Il PN finanzia circa il 30% dell'attivo.

Tab 7 - Parametri società cooperative: grandissime (valori in € e in %)					
Parametri	2012	2013	2014	2015	2016
VP	30.303.293.752	30.502.531.056	30.601.885.928	31.357.001.759	32.243.207.712
Indice del VP	100	100,7	101,0	103,5	106,4
AMMORT & SVALUT	556.461.845	559.421.170	587.875.479	577.793.487	594.664.606
RIS OP	332.268.879	328.742.239	254.878.611	192.737.358	373.685.113
EBITDA	888.730.724	888.163.409	842.754.090	770.530.845	968.349.719
IMMOBILIZZAZIONI	14.631.010.563	14.579.859.069	14.703.961.696	15.546.193.540	15.603.662.643
VARIAZ IMMOBILIZZ		-51.151.494	124.102.627	842.231.844	57.469.103
CAPEX		508.269.676	711.978.106	1.420.025.331	652.133.709
CIRCOLANTE	18.179.351.622	19.198.228.943	20.350.451.328	19.868.586.771	20.323.186.263
VARIAZ CIRCOLANTE		1.018.877.321	1.152.222.385	-481.864.557	454.599.492
PATRIMONIO NETTO	9.822.326.040	10.079.078.467	10.300.843.367	10.562.590.667	10.911.742.822
VARIAZ PATR NETTO		256.752.427	221.764.900	261.747.300	349.152.155
DEBITI FINANZIARI	13.674.195.306	14.762.448.571	15.526.988.315	15.574.224.530	15.052.923.793
VARIAZ DEBT FINANZ		1.088.253.265	764.539.744	47.236.215	-521.300.737
DEBITI COMMERCIALI	4.869.307.171	4.611.614.945	4.538.232.593	4.611.904.142	5.052.509.310
VARIAZ DEBT COMMERC		-257.692.226	-73.382.352	73.671.549	440.605.168
Ebitda/VP %	2,9	2,9	2,8	2,5	3,0
Capex/VP %		1,7	2,3	4,5	2,0
Ebitda/Capex %		175	118	54	148
Ebitda residuo/Variaz Circolante %		37	11	135	70
Variaz PN / Variaz Immobilizz %		-502	179	31	608

La tabella 8 mostra la dinamica del VP del cluster delle grandi aziende cooperative: nonostante i nuovi criteri contabili portino ad inserire in tale grandezza, a partire dal 2016, anche gli ex proventi straordinari, il VP si riduce seccamente nell'ultimo biennio: nel 2016 scende all'87% del suo valore nel 2012 <sup>2</sup>.

Il Ris Op costituisce un terzo dell'intero ebitda del periodo.

L'ebitda si attesta attorno al 3,5% del VP e solo nel 2016 questa percentuale sale fortemente fino al 4,4%. Il capex scende dal 2,9% al 2,2% del VP fra il 2013 e il 2015; nel 2016 risale al 2,5%.

L'ebitda (fortemente sostenuto da ammortamenti e svalutazioni) sembra sempre in grado di finanziare il capex (per altro piuttosto contenuto e in tendenziale diminuzione nel tempo).

Il circolante registra due variazioni in diminuzione: nel 2014 e nel 2016.

Negli altri anni il suo incremento è finanziato (in teoria) per un 30% dalla quota di ebitda che rimane dopo il finanziamento del capex.

L'indebitamento finanziario si incrementa di assai poco fino al 2015 e subisce una significativa riduzione nel 2016; anche i debiti commerciali segnano una contrazione di quasi mezzo miliardo nel corso del periodo.

Il PN cresce solo del 3% nel periodo e nel 2016 finanzia circa il 27% dell'attivo.

Tab 8 - Parametri società cooperative: grandi (valori in € e in %)					
TUTTE	2012	2013	2014	2015	2016
VP	8.199.105.404	8.392.394.761	8.522.707.041	8.123.515.089	7.133.678.830
Indice del VP	100	102,4	103,9	99,1	87,0
AMMORT & SVALUT	181.230.108	191.976.607	189.727.894	200.856.500	207.544.446
RIS OP	103.866.844	78.435.304	100.534.369	100.532.305	108.616.977
EBITDA	285.096.952	270.411.911	290.262.263	301.388.805	316.161.423
IMMOBILIZZAZIONI	2.882.470.088	2.935.120.820	2.980.803.033	2.961.780.150	2.934.078.996
VARIAZ IMMOBILIZZ		52.650.732	45.682.213	-19.022.883	-27.701.154
CAPEX		244.627.339	235.410.107	181.833.617	179.843.292
CIRCOLANTE	5.114.060.068	5.199.656.026	5.091.868.525	5.535.912.677	5.108.084.354
VARIAZ CIRCOLANTE		85.595.958	-107.787.501	444.044.152	-427.828.323
PATRIMONIO NETTO	2.143.366.967	2.128.998.437	2.151.823.821	2.140.652.371	2.200.439.288
VARIAZ PATR NETTO		-14.368.530	22.825.384	-11.171.450	59.786.917
DEBITI FINANZIARI	2.017.488.043	2.042.596.287	2.111.341.766	2.112.299.649	1.981.432.512
VARIAZ DEBT FINANZ		25.108.244	68.745.479	957.883	-130.867.137
DEBITI COMMERCIALI	2.467.585.078	2.558.573.287	2.404.881.733	2.353.578.548	1.983.778.331
VARIAZ DEBT COMMERC		90.988.209	-153.691.554	-51.303.185	-369.800.217
Ebitda/VP %	3,5	3,2	3,4	3,7	4,4
Capex/VP %		2,9	2,8	2,2	2,5
Ebitda/Capex %		111	123	166	176
Ebitda residuo/ Variaz Circolante %		30	-51	27	-32
Variaz PN / Variaz Immobilizz %		-27	50	59	-216

<sup>2</sup> Il risultato è principalmente dovuto alla fortissima riduzione del giro d'affari di un importante consorzio cooperativo operante nel campo dei lavori pubblici.

Il VP delle medie cooperative (tabella 9) cresce consistentemente, specialmente nel biennio 2015-2016 (13% in più rispetto al 2012).

I Ris Op costituisce circa il 40% dell'intero ebitda del cluster.

L'ebitda si attesta fra il quattro e mezzo e il 5% del VP e mostra una relativa stabilità.

Il capex si riduce fortemente nel corso del tempo, più che dimezzandosi e passando dal 5,2% del VP nel 2013 all'1,9% nel 2016.

L'ebitda sembra sempre in grado di finanziare il capex: solo nel 2013, anno in cui il capex si stima attorno ai 270 milioni, l'ebitda è pari al 90% del capex; negli anni successivi l'ebitda è nettamente superiore al capex, fino al 2016, quando la secca diminuzione del capex fa impennare il rapporto ebitda/capex.

Nel 2013 e 2014 il capitale circolante registra variazioni in decremento; aumenta invece nel 2015 e nel 2016: nel 2015 l'ebitda che residua dalla copertura del capex è in grado di finanziare (teoricamente) oltre il 70% dell'incremento del circolante; nel 2016 il basso volume del capex lascia disponibile per il finanziamento dell'incremento di circolante una gran parte di ebitda.

L'indebitamento finanziario sale di circa 200 milioni fra 2012 e 2015, per scendere leggermente nel 2016; l'indebitamento commerciale segue un percorso di crescita abbastanza lineare e aumenta di circa 190 milioni nel corso del periodo.

Il PN è sostanzialmente stazionario, ma nel 2016 finanzia comunque il 39% circa dell'attivo.

Tab 9 - Parametri società cooperative: medie (valori in € e in %)					
TUTTE	2012	2013	2014	2015	2016
VP	5.089.439.201	5.232.772.452	5.284.246.817	5.612.577.383	5.753.233.150
Indice del VP	100	102,8	103,8	110,3	113,0
AMMORT & SVALUT	135.182.066	138.903.844	145.925.195	151.172.127	155.606.859
RIS OP	99.423.005	106.262.547	79.644.193	107.017.644	117.767.885
EBITDA	234.605.071	245.166.391	225.569.388	258.189.771	273.374.744
IMMOBILIZZAZIONI	3.868.286.446	4.000.895.769	4.044.466.880	4.085.235.755	4.038.970.277
VARIAZ IMMOBILIZZ		132.609.323	43.571.111	40.768.875	-46.265.478
CAPEX		271.513.167	189.496.306	191.941.002	109.341.381
CIRCOLANTE	4.146.479.838	4.130.807.051	4.073.325.368	4.164.530.701	4.185.818.332
VARIAZ CIRCOLANTE		-15.672.787	-57.481.683	91.205.333	21.287.631
PATRIMONIO NETTO	3.171.418.726	3.225.917.088	3.211.569.546	3.222.788.319	3.209.893.766
VARIAZ PATR NETTO		54.498.362	-14.347.542	11.218.773	-12.894.553
DEBITI FINANZIARI	2.036.589.998	2.136.210.832	2.196.978.078	2.248.335.234	2.221.168.860
VARIAZ DEBT FINANZ		99.620.834	60.767.246	51.357.156	-27.166.374
DEBITI COMMERCIALI	1.065.747.375	1.148.714.391	1.159.405.048	1.196.872.324	1.256.662.117
VARIAZ DEBT COMMERC		82.967.016	10.690.657	37.467.276	59.789.793
Ebitda/VP %	4,6	4,7	4,3	4,6	4,8
Capex/VP %		5,2	3,6	3,4	1,9
Ebitda/Capex %		90	119	135	250
Ebitda residuo/Variaz Circolante %		168	-63	73	771
Variaz PN / Variaz Immobilizz %		41	-33	28	28

La tabella 10 mostra che il VP delle piccole cooperative sale del 9,5% nel corso del periodo.

Il Ris Op costituisce quasi il 40% dell'intero ebitda del quinquennio.

A sua volta, l'ebitda si attesta attorno all'1,5% del VP (la percentuale più bassa tra tutti i cluster).

Il capex oscilla fra l'1,5% e il 2,5% del VP, rendendo evidente quanta maggiore difficoltà ad investire abbiano le piccole cooperative.

Nonostante la più limitata propensione all'investimento di questo cluster, l'ebitda è pressoché sempre insufficiente a finanziare (almeno in linea teorica) il capex.

Il circolante registra una costante, anche se limitata, crescita, che ovviamente l'ebitda non è in grado di sostenere. L'indebitamento finanziario cresce fortemente tra 2012 e 2013, per continuare una lenta espansione fino al 2015; solo nel 2016 registra una flessione.

Il PN cresce solo del 6% nel periodo; comunque nel 2016 finanzia circa il 35% dell'attivo.

Tab 10 - Parametri società cooperative: piccole (valori in € e in %)					
TUTTE	2012	2013	2014	2015	2016
VP	3.077.622.983	3.145.105.323	3.177.956.127	3.338.592.675	3.369.036.052
Indice del VP	100	102,2	103,3	108,5	109,5
AMMORT & SVALUT	36.740.564	31.908.628	30.980.749	34.803.714	35.894.723
RIS OP	24.722.367	26.309.900	20.044.623	22.951.190	12.138.783
EBITDA	61.462.931	58.218.528	51.025.372	57.754.904	48.033.506
IMMOBILIZZAZIONI	1.935.143.824	1.975.321.142	2.001.928.119	2.023.779.420	2.074.508.623
VARIAZ IMMOBILIZZ		40.177.318	26.606.977	21.851.301	50.729.203
CAPEX		72.085.946	57.587.726	56.655.015	86.623.926
CIRCOLANTE	2.725.616.746	2.730.056.951	2.738.790.788	2.769.016.196	2.802.302.608
VARIAZ CIRCOLANTE		4.440.205	8.733.837	30.225.408	33.286.412
PATRIMONIO NETTO	1.612.915.442	1.635.216.688	1.623.321.928	1.663.751.118	1.703.986.483
VARIAZ PATR NETTO		22.301.246	-11.894.760	40.429.190	40.235.365
DEBITI FINANZIARI	1.026.597.907	1.449.887.557	1.447.112.806	1.471.224.007	1.401.714.319
VARIAZ DEBT FINANZ		423.289.650	-2.774.751	24.111.201	-69.509.688
DEBITI COMMERCIALI	393.648.109	602.305.692	603.600.119	602.289.540	584.011.391
VARIAZ DEBT COMMERC		208.657.583	1.294.427	-1.310.579	-18.278.149
Ebitda/VP %	2,0	1,9	1,6	1,7	1,4
Capex/VP %		2,3	1,8	1,7	2,6
Ebitda/Capex %		81	89	102	55
Ebitda residuo/Variar Circolante %		-312	-75	4	-116
Variar PN / Variar Immobilizz %		56	-45	185	79

## Capex e autofinanziamento nelle società di capitali

Il VP dell'insieme delle 88 mila società di capitali monitorate cresce solo del 4% fra il 2012 e il 2016 (tabella 11). Il risultato operativo costituisce poco meno della metà dell'intero ebitda del periodo. Per di più l'ebitda migliora costantemente nel periodo, passando dal 7,2% all'8,5% del VP.

L'ebitda copre sempre ampiamente il capex. La quota di ebitda che rimane dopo il (teorico) finanziamento del capex copre, a sua volta, anche l'incremento del circolante.

La variazione dei debiti finanziari e dei debiti commerciali è minima, mentre il PN è aumentato di 136 MLD, il 18% in più rispetto al 2012. Il PN finanzia circa il 37% dell'attivo

Parametri	2012	2013	2014	2015	2016
VP	1.810.785.895	1.809.951.665	1.826.809.143	1.863.521.688	1.886.053.906
Indice del VP	100	99,95	100,9	102,9	104,2
AMMORT & SVALUT	74.633.564	74.261.436	73.616.713	74.255.164	75.275.125
RIS OP	55.809.759	55.809.759	62.847.909	74.607.003	85.273.804
EBITDA	130.443.323	130.071.194	136.464.622	148.862.168	160.548.929
IMMOBILIZZAZIONI	1.094.502.936	1.112.645.926	1.136.387.903	1.156.190.849	1.201.279.184
VARIAZ IMMOBILIZZ		18.142.989	23.741.977	19.802.946	45.088.335
CAPEX		92.404.425	97.358.690	94.058.110	120.363.460
CIRCOLANTE	1.063.081.880	1.084.940.608	1.112.359.013	1.125.133.309	1.144.917.532
VARIAZ CIRCOLANTE		21.858.728	27.418.405	12.774.297	19.784.223
PATRIMONIO NETTO	738.581.763	761.276.933	796.965.814	830.261.659	874.654.219
VARIAZ PATR NETTO		22.695.170	35.688.881	33.295.845	44.392.560
DEBITI FINANZIARI	519.936.658	519.682.907	517.459.162	530.169.454	515.286.774
VARIAZ DEBT FINANZ		-253.751	-2.223.745	12.710.293	-14.882.681
DEBITI COMMERCIALI	306.700.062	308.770.304	304.793.913	303.424.795	310.592.945
VARIAZ DEBT COMMERC		2.070.242	-3.976.392	-1.369.117	7.168.149
Ebitda/VP %	7,2	7,2	7,5	8,0	8,5
Capex/VP %		5,1	5,3	5,0	6,4
Ebitda/Capex %		141	140	158	133
Ebitda residuo/ Variaz Circolante %		172	143	429	203
Variaz PN / Variaz Immobilizz %		125	150	168	98

Il cluster delle grandissime società di capitali, include soggetti maxi, come per esempio le società del gruppo ENI.

La tabella 12 mostra come la dinamica del VP risulti però negativa: in sostanza è il cluster delle grandissime a frenare la dinamica del giro d'affari dell'intero settore delle società di capitali.

Il risultato operativo rappresenta circa il 40% dell'intero ebitda del periodo.

L'ebitda, in rapporto al VP, cresce costantemente, dal 6,8% all'8,4%.

Anche il Capex sale decisamente sul VP, dal 4,7% all'8%; la spesa per investimenti nel periodo è di circa 196 miliardi di euro.

L'ebitda riesce sempre a finanziare il capex, anche se la sua copertura scende dal 146% nel 2013 al 106% nel 2016.

Nei 2 anni (2013 e 2014) nei quali il circolante aumenta, il suo incremento è comunque ampiamente coperto (in teoria) dalla quota di ebitda che residua dalla copertura del capex.

Tab 12 - Parametri società di capitali: grandissime (€3 e %)					
Parametri	2012	2013	2014	2015	2016
VP	798.900.954	785.559.609	781.899.814	773.935.993	767.070.876
<i>Indice del VP</i>	<i>100</i>	<i>98,3</i>	<i>97,9</i>	<i>96,9</i>	<i>96,0</i>
AMMORT & SVALUT	35.096.817	34.068.413	33.787.359	32.543.567	34.665.998
RIS OP	19.419.181	19.419.181	20.028.323	26.082.910	30.107.035
EBITDA	54.515.998	53.487.594	53.815.682	58.626.476	64.773.032
IMMOBILIZZAZIONI	513.227.198	515.807.195	527.768.509	547.743.171	574.269.221
VARIAZ IMMOBILIZZ		2.579.997	11.961.314	19.974.661	26.526.050
CAPEX		36.648.410	45.748.674	52.518.228	61.192.048
CIRCOLANTE	391.112.019	395.415.019	407.266.508	397.747.727	397.078.392
VARIAZ CIRCOLANTE		4.302.999	11.851.489	-9.518.780	-669.335
PATRIMONIO NETTO	281.558.917	284.764.883	298.306.201	309.640.200	331.986.998
VARIAZ PATR NETTO		3.205.965	13.541.319	11.333.998	22.346.798
DEBITI FINANZIARI	207.122.284	206.444.196	209.372.316	218.777.953	211.528.904
VARIAZ DEBT FINANZ		-678.088	2.928.120	9.405.637	-7.249.048
DEBITI COMMERCIALI	109.862.142	110.716.716	110.515.387	106.170.146	114.257.924
VARIAZ DEBT COMMERC		854.575	-201.329	-4.345.242	8.087.778
<i>Ebitda/VP %</i>	<i>6,8</i>	<i>6,8</i>	<i>6,9</i>	<i>7,6</i>	<i>8,4</i>
<i>Capex/VP %</i>		<i>4,7</i>	<i>5,9</i>	<i>6,8</i>	<i>8,0</i>
<i>Ebitda/Capex %</i>		<i>146</i>	<i>118</i>	<i>112</i>	<i>106</i>
<i>Ebitda residuo/ Variaz Circolante %</i>		<i>391</i>	<i>68</i>	<i>-64</i>	<i>-535</i>
<i>Variaz PN / Variaz Immobilizz %</i>		<i>124</i>	<i>113</i>	<i>57</i>	<i>84</i>

Minima la variazione dei debiti di natura finanziaria e commerciale.

Il PN sale del 18% rispetto al 2012 e nel 2016 finanzia circa il 34% dell'attivo.

La tabella 13 mostra le performance delle grandi aziende: specie a partire dal 201 esse mettono a segno una consistente crescita del VP (più 11,2% rispetto al 2012).

In questo cluster quasi il 50% dell'ebitda è costituito dal risultato operativo. L'ebitda, in rapporto al VP, cresce dal 7,5% nel 2012 all'8,6% nel 2016.

Il capex scende sotto il 5% del VP solo nel 2015, ma rimbalza poi al 6,6% nel 2016.

L'ebitda si mostra sempre ampiamente in grado di finanziare (teoricamente) il capex in tutti gli anni.

Fino al 2015, la quota di ebitda che residua dopo la copertura del capex copre ampiamente anche l'incremento del circolante; solo nel 2016 un più consistente incremento del capex e del circolante, fanno sì che il residuo ebitda non sia sufficiente: questo spiega, forse, un più marcato incremento, nel 2016, dei debiti finanziari e dei debiti commerciali.

Il PN sale del 20% tra il 2012 e il 2016 e nel 2016 finanzia il 42% circa dell'attivo.

Tab 13 - Parametri società di capitali: grandi (€3 e %)					
Parametri	2012	2013	2014	2015	2016
VP	398.827.199	402.730.727	409.233.158	427.752.747	443.593.726
<i>Indice del VP</i>	100	101,0	102,6	107,3	111,2
AMMORT & SVALUT	16.560.321	17.025.726	16.521.492	17.968.511	16.983.581
RIS OP	13.419.870	13.419.870	15.954.141	18.058.394	21.289.101
EBITDA	29.980.191	30.445.596	32.475.633	36.026.904	38.272.682
IMMOBILIZZAZIONI	247.048.668	253.027.289	260.437.565	261.474.110	273.636.366
VARIAZ IMMOBILIZZ		5.978.621	7.410.276	1.036.544	12.162.256
CAPEX		23.004.347	23.931.768	19.005.055	29.145.837
CIRCOLANTE	244.256.902	246.230.393	253.003.776	267.842.740	280.772.691
VARIAZ CIRCOLANTE		1.973.490	6.773.384	14.838.964	12.929.950
PATRIMONIO NETTO	193.707.969	199.392.951	209.114.195	218.568.787	231.853.701
VARIAZ PATR NETTO		5.684.982	9.721.244	9.454.592	13.284.914
DEBITI FINANZIARI	113.144.085	113.140.916	114.488.666	117.067.924	121.951.018
VARIAZ DEBT FINANZ		-3.168	1.347.749	2.579.259	4.883.094
DEBITI COMMERCIALI	71.395.138	70.845.384	70.988.457	71.979.348	74.725.640
VARIAZ DEBT COMMERC		-549.754	143.073	990.891	2.746.292
<i>Ebitda/VP %</i>	7,5	7,6	7,9	8,4	8,6
<i>Capex/VP %</i>		5,7	5,8	4,4	6,6
<i>Ebitda/Capex %</i>		132	136	190	131
<i>Ebitda residuo/ Variaz Circolante %</i>		377	126	115	71
<i>Vari az PN / Vari az Immobilizz %</i>		95	131	912	109

La dinamica del VP delle medie è più piatta di quella delle grandi (tabella 14); tuttavia tra il 2012 e il 2016 la crescita, in questo cluster, è di circa il 9%.

Il Ris Op costituisce oltre il 50% dell'ebitda del periodo.

Anche in questo cluster dimensionale l'ebitda cresce costantemente in rapporto al VP, di oltre un punto nel periodo: dal 7,4% nel 2012 all'8,7% nel 2016.

Il Capex rappresenta circa il 5% del VP, e solo nel 2014 scende sensibilmente sotto tale percentuale (3,4% del VP, per effetto di un rilevante calo della spesa in immobilizzazioni) per rimbalzare al 5,4% del VP nel 2016.

L'ebitda si mostra in grado di finanziare (in teoria) abbondantemente il capex in ciascun esercizio, così come la parte di ebitda che residua dopo il finanziamento del capex è in grado di finanziare abbondantemente l'incremento di circolante.

Debiti finanziari e commerciali mostrano variazioni assai contenute nel tempo.

Il PN sale del 19% fra 2012 e 2016 e nel 2016 finanzia circa il 37% dell'attivo.

Tab 14 - Parametri società di capitali: medie (€3 e %)					
Parametri	2012	2013	2014	2015	2016
VP	358.958.760	360.784.293	370.586.328	384.534.682	391.667.508
Indice del VP	100	100,5	103,2	107,1	109,1
AMMORT & SVALUT	13.853.030	13.815.242	13.721.765	13.945.507	13.838.743
RIS OP	12.832.385	12.832.385	15.703.820	17.725.814	20.140.820
EBITDA	26.685.415	26.647.627	29.425.585	31.671.321	33.979.563
IMMOBILIZZAZIONI	174.955.527	179.412.898	183.304.067	182.331.642	189.801.532
VARIAZ IMMOBILIZZ		4.457.372	3.891.169	-972.425	7.469.889
CAPEX		18.272.614	17.612.933	12.973.082	21.308.633
CIRCOLANTE	235.636.692	243.043.152	251.353.610	251.695.794	261.129.104
VARIAZ CIRCOLANTE		7.406.460	8.310.458	342.185	9.433.309
PATRIMONIO NETTO	141.800.533	148.788.666	157.109.123	163.636.293	168.793.802
VARIAZ PATR NETTO		6.988.133	8.320.457	6.527.170	5.157.509
DEBITI FINANZIARI	101.857.230	102.473.076	102.121.917	104.527.465	103.725.932
VARIAZ DEBT FINANZ		615.846	-351.159	2.405.548	-801.533
DEBITI COMMERCIALI	71.866.455	72.453.358	72.463.735	72.756.127	73.627.073
VARIAZ DEBT COMMERC		586.903	10.377	292.392	870.946
Ebitda/VP %	7,4	7,4	7,9	8,2	8,7
Capex/VP %		5,1	4,8	3,4	5,4
Ebitda/Capex %		146	167	244	159
Ebitda residuo/Variaz Circolante %		113	142	5.464	134
Variaz PN / Variaz Immobilizz %		157	214	-671	69

La crescita delle piccole (**tabella 15**) è molto simile a quella delle grandi: 11,7% di incremento del VP nel periodo.

Il risultato operativo concorre per ben oltre il 50% a formare l'ebitda del periodo.

A sua volta, l'ebitda, in rapporto al VP, tende a migliorare fino a collocarsi sopra l'8%.

Il Capex tende a diminuire nettamente sia a valori assoluti (nel 2016 è poco più della metà di quello del 2012) che in percentuale sul VP: dal 5,6% al 3,1%.

L'ebitda è sempre nettamente superiore al capex e la parte di ebitda che residua, coperti (in teoria) gli investimenti incrementali di capitale fisso, finanzia anche più che abbondantemente le variazioni di circolante (che nel 2016, oltretutto, diminuisce).

Nel periodo è significativa la riduzione dell'indebitamento finanziario e nell'insieme, anche dei debiti commerciali.

Il PN cresce del 17% nel periodo e nel 2016 finanzia il 38% circa dell'attivo.

Tab 15 - Parametri società di capitali: piccole (€3 e %)					
Parametri	2012	2013	2014	2015	2016
VP	254.098.982	260.877.036	265.089.843	277.298.266	283.721.797
Indice del VP	100	102,7	104,3	109,1	111,7
AMMORT & SVALUT	9.123.396	9.352.054	9.586.098	9.797.580	9.786.803
RIS OP	10.138.323	10.138.323	11.161.625	12.739.886	13.736.848
EBITDA	19.261.719	19.490.377	20.747.723	22.537.466	23.523.651
IMMOBILIZZAZIONI	159.271.544	164.398.544	164.877.761	164.641.926	163.572.065
VARIAZ IMMOBILIZZ		5.126.999	479.218	-235.835	-1.069.861
CAPEX		14.479.054	10.065.316	9.561.745	8.716.942
CIRCOLANTE	192.076.266	200.252.045	200.735.119	207.847.047	205.937.345
VARIAZ CIRCOLANTE		8.175.779	483.074	7.111.928	-1.909.702
PATRIMONIO NETTO	121.514.343	128.330.433	132.436.295	138.416.379	142.019.718
VARIAZ PATR NETTO		6.816.090	4.105.861	5.980.084	3.603.339
DEBITI FINANZIARI	97.813.060	97.624.719	91.476.263	89.796.112	78.080.919
VARIAZ DEBT FINANZ		-188.341	-6.148.456	-1.680.151	-11.715.193
DEBITI COMMERCIALI	53.576.328	54.754.847	50.826.333	52.519.175	47.982.308
VARIAZ DEBT COMMERC		1.178.519	-3.928.513	1.692.842	-4.536.867
Ebitda/VP %	7,6	7,5	7,8	8,1	8,3
Capex/VP %		5,6	3,8	3,4	3,1
Ebitda/Capex %		135	206	236	270
Ebitda residuo/Variaz Circolante %		61	2.211	182	
Variaz PN / Variaz Immobilizz %		133	857	-2.536	-337