

3.

La performance delle imprese attraverso i dati di bilancio

Obiettivo di questo studio è valutare la performance economico-finanziaria delle imprese¹ di Milano e compararla con quella delle altre imprese lombarde², fotografando la loro situazione reddituale e finanziaria per il triennio 2010-2012³, tramite l'analisi dei dati di bilancio. In continuità con i precedenti rapporti, lo studio valuterà le dinamiche afferenti ai tre principali comparti dell'economia milanese: manifattura, commercio e servizi, che complessivamente contribuiscono a generare il 96,3%⁴ del valore aggiunto prodotto a Milano. Per questa analisi sono stati utilizzati alcuni indici di redditività e produttività. Inoltre si è scelto quest'anno di aggiungere un affondo su due segmenti sottostanti (d'ora in avanti 'divisioni'): mecatronica e agroalimentare. Il primo costituisce infatti un'eccellenza per l'economia milanese ed è uno dei settori maggiormente competitivi sui mercati internazionali; mentre l'agroalimentare è stato scelto in virtù del crescente interesse che il tema della nutrizione sta riscuotendo in attesa dell'Expo.

Note

¹ Lo studio riguarda solamente le società di capitali, in quanto sono le uniche per le quali, vigendo l'obbligo di deposito dei bilanci, vi è piena reperibilità dei dati necessari.

² In quest'analisi abbiamo scelto di considerare la Lombardia al netto di Milano; quando parleremo di Lombardia, si intenderanno quindi tutte le imprese del campione che hanno sede in una provincia lombarda che non sia quella milanese.

³ Il 2012 costituisce il dato più aggiornato: il ritardo nella disponibilità dei bilanci è riconducibile a quanto prescritto dall'articolo 2364 del codice civile che prevede la convocazione assembleare per l'approvazione del bilancio entro 120 giorni dalla chiusura dell'esercizio sociale, con possibilità di proroga fino a 180 giorni nel caso di società tenute alla redazione del bilancio consolidato e «quando lo richiedono particolari esigenze relative alla struttura e all'oggetto della società».

⁴ Prometeia, *Scenari per le economie locali*, febbraio 2014.

La fonte utilizzata è la banca dati AIDA⁵, da cui sono stati estratti due campioni chiusi⁶ (quello utilizzato per l'analisi dei macrosettori è composto da 117.837 società di capitali, mentre quello per le divisioni da 11.272). La scelta del campione chiuso è stata fatta per limitare il rischio di distorsioni derivanti dalla variazione del numero di imprese al variare dell'anno di riferimento e per la scelta dell'orizzonte temporale si è deciso di non andare oltre il triennio (2010-2012), in quanto un ulteriore allungamento della serie storica avrebbe inevitabilmente prodotto una riduzione sostanziale del numero di imprese, provocando una probabile *self-selection* delle aziende presenti nel database lungo tutta la serie storica.

Nella tabella 1 è riportato il peso del campione utilizzato (per settori e divisioni), rispetto al totale della popolazione di riferimento composto dall'universo delle società di capitali presente in AIDA per il triennio considerato. All'interno del campione studiato, mentre la divisione della mecatronica risulta corposa, l'agroalimentare è composto da un numero di imprese inferiore, ma comunque sufficiente per considerarlo staticamente rappresentativo dell'universo di riferimento.

TABELLA 1 - Numerosità campionaria in termini assoluti e percentuali (anno 2012)

Fonte: elaborazione Servizio studi Camera di Commercio di Milano su dati AIDA e Infocamere

Settori	Milano			Lombardia		
	Campione	Società di capitali	Pesi %	Campione	Società di capitali	Pesi %
Manifattura	8.397	14.664	57	17.365	38.357	45
Commercio	10.499	20.837	50	12.667	40.519	31
Servizi	35.084	60.645	58	33.825	109.699	31
Agroalimentare	525	2.598	20	1.352	6.326	21
Mecatronica	3.762	4.424	85	5.633	9.860	57

In questo studio si è deciso di utilizzare la mediana a causa della forte eterogeneità delle imprese raccolte nel campione, perché altri stimatori avrebbero rischiato di non essere sufficientemente 'robusti'⁷. La mediana, generalmente considerata uno stimatore meno efficiente⁸, in questo tipo di analisi consente infatti di limitare gli effetti distorsivi della media, derivanti dalla forte variabilità campionaria.

⁵ Banca dati sviluppata dalla società Bureau Van Dijk, che contiene i bilanci delle società italiane per le quali è previsto l'obbligo di depositarli.

⁶ Per ogni anno vengono considerate le stesse imprese, quindi la numerosità campionaria rimane costante nei tre anni.

⁷ La proprietà di 'robustezza' è fondamentale per uno stimatore quando i dati sono molto eterogenei e non sono distribuiti normalmente e quando gli *outliers* distorcono la statistica.

⁸ La mediana è meno efficiente della media perché ha varianza maggiore.

3. La performance delle imprese attraverso i dati di bilancio

L'importanza dell'uso di questo strumento può essere apprezzata attraverso lo studio della concentrazione di settore, cui ci riferiamo quando la produzione di un particolare mercato è nelle mani di poche grandi imprese.

ANALISI DEI MACROSETTORI

Prima di procedere con l'analisi dei singoli macrosettori, è importante fornire un quadro del grado di concentrazione degli stessi nella provincia di Milano e nelle altre province della Lombardia.

Il grafico 1 confronta i ricavi delle prime 100 imprese⁹ rispetto al totale di quelli prodotti dall'intero comparto, sia nella provincia di Milano sia nel resto della regione. Questo tipo di confronto ci permette di comprendere, in maniera diretta e intuitiva, il grado di concentrazione dei tre macrosettori. Guardando il grafico 1, infatti, si nota come Milano registri una concentrazione maggiore rispetto alle altre province lombarde: in tutti e tre i macrosettori analizzati, le top 100 producono più del 50% dei ricavi complessivi dell'intero comparto, mentre in Lombardia i ricavi delle prime 100 imprese di ciascun settore risultano sempre inferiori al 50%. Nello specifico, a Milano il settore in cui risulta la più alta concentrazione è quello dei servizi, a riprova della vocazione terziaria dell'economia milanese. Al contrario, nelle altre province le top 100 dei servizi producono circa il 24% dei ricavi complessivi, a vantaggio della maggiore concentrazione che si riscontra nella manifattura, dove si raggiunge il 49%.

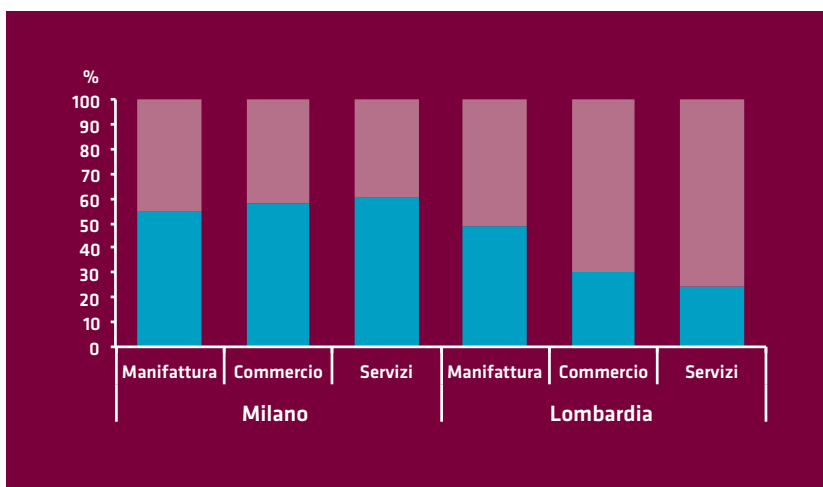


GRAFICO 1
Ricavi dichiarati dalle top 100 e dal totale imprese del settore per area geografica (anno 2012 - valori percentuali)
Fonte: elaborazione Servizio studi Camera di Commercio di Milano su dati AIDA

■ Top 100
■ Totale settore

Questo primo confronto conferma il fatto che, utilizzando quale *proxy* della dinamica di un settore non la numerosità delle imprese (che vedrebbe una netta prevalenza delle micro e piccole imprese), ma il valore dei ricavi da esse prodotti, a Mi-

⁹ Si tratta delle prime 100 imprese presenti nel campione estratto dalla banca dati AIDA, riclassificate in ordine decrescente in base ai ricavi dichiarati nel 2012, che d'ora in avanti chiameremo 'top 100'.

lano poche grandi imprese influenzano in modo determinante la performance di un intero settore. Per questo motivo si ricorda che nelle analisi svolte in questo capitolo si è scelto di utilizzare come stimatore la mediana e non la media che, applicata in questa fattispecie, a nostro avviso, avrebbe distorto i dati, stimando presumibilmente valori troppo ottimistici rispetto alla situazione reale. La media risulta infatti più alta della mediana perché i valori dei ricavi delle grandi imprese pesano in modo particolare sulla media campionaria.

MANIFATTURA

Sebbene il territorio milanese a partire dagli anni settanta abbia iniziato un lento processo di deindustrializzazione (il peso percentuale del settore in termini di imprese è passato dal 27% nel 1981 al 10,5% del 2012), il manifatturiero rappresenta ancora oggi un settore trainante non solo per la provincia di Milano (dove contribuisce al 20% del PIL), ma anche per tutta Lombardia. L'evoluzione del settore tra il 2010 e il 2012 è sintetizzata nelle tabelle 2 e 3, tramite alcune delle principali voci di bilancio (le prime tre derivano dal conto economico e le ultime due dallo stato patrimoniale). Come prima cosa si può notare come tutte le variabili siano in crescita tra il 2010 e il 2011 (sia a Milano sia nel resto della Lombardia), ma subiscono una variazione negativa nel 2012. In particolare, osservando l'EBITDA¹⁰, la variazione negativa del 2012 (-17,3% per la Lombardia e -13,4% per Milano) annulla la crescita dell'anno precedente. Questi risultati sono coerenti con la leggera ripresa che ha caratterizzato il biennio 2010/2011 e il successivo riacuirsi della crisi nel 2012. Per quanto riguarda invece il valore aggiunto, la variazione tra il 2010 e il 2012 è

TABELLA 2 - Principali indicatori di bilancio della manifattura in provincia di Milano (anni 2010-2012 – valori assoluti e percentuali)

Fonte: elaborazione Servizio studi Camera di Commercio di Milano su dati AIDA

Indicatori di bilancio	Valori assoluti			Variazioni %	
	2010	2011	2012	2011/2010	2012/2011
Ricavi	1.323.131	1.446.180	1.368.161	9,3	-5,4
EBITDA	87.613	98.405	85.209	12,3	-13,4
Valore aggiunto	387.673	423.214	401.446	9,2	-5,1
Attività	1.413.934	1.498.085	1.486.320	6,0	-0,8
PN	260.686	277.567	286.141	6,5	3,1

¹⁰ Acronimo di *Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*, l'EBITDA è un margine reddituale che misura l'utile prima degli interessi, delle imposte, delle tasse, delle componenti straordinarie, delle svalutazioni e degli ammortamenti. Corrisponde sostanzialmente al margine operativo lordo (MOL) italiano e può considerarsi una *proxy* del reale risultato del business aziendale.

3. La performance delle imprese attraverso i dati di bilancio

TABELLA 3 - Principali indicatori di bilancio della manifattura in Lombardia (anni 2010-2012 – valori assoluti e percentuali)

Fonte: elaborazione Servizio studi Camera di Commercio di Milano su dati AIDA

Indicatori di bilancio	Valori assoluti			Variazioni %	
	2010	2011	2012	2011/2010	2012/2011
Ricavi	1.199.161	1.318.462	1.248.407	10,0	-5,3
EBITDA	71.094	78.448	64.885	10,3	-17,3
Valore aggiunto	346.597	370.207	346.946	6,8	-6,3
Attività	1.312.834	1.390.973	1.369.657	6,0	-1,5
PN	245.598	258.222	256.667	5,1	-0,6

positiva nella provincia milanese (+4%), mentre approssimativamente uguale a zero per il resto della Lombardia. I ricavi sono leggermente inferiori per Milano, ma mostrano una dinamica simile anche in Lombardia (+9,3% a Milano e +10% in Lombardia nel 2011, diminuendo l'anno seguente di circa il 5% in entrambi i territori). Le variabili di stato patrimoniale (le attività e il patrimonio netto) sono cresciute in media del 5-6% nel 2011 e variate leggermente nel 2012 come pure il patrimonio netto (PN) delle imprese milanesi, che continua a crescere anche se a ritmi meno veloci dell'anno precedente. Per quanto riguarda i valori assoluti si può notare come, in tutti e tre gli anni, essi siano maggiori nel Milanese probabilmente per la più intensa concentrazione di grandi imprese.

La nostra riflessione si focalizza ora sui principali indicatori di bilancio che ci consentono di valutare la performance aziendale con maggiore correttezza.

La caduta registrata nel 2012 sia per l'EBITDA sia per i ricavi si è riflessa a sua volta su quasi tutti gli indici di redditività. Infatti, dando un primo sguardo agli indicatori emerge una graduale diminuzione della redditività del capitale: nella provincia di Milano il ROE¹¹ diminuisce di quasi due punti percentuali nell'arco di tre anni, mentre rimane quasi invariato nelle altre province lombarde.

Il capitale rende maggiormente nelle imprese milanesi che in quelle lombarde¹², nonostante a Milano il ROE abbia avuto una caduta più consistente. Rispetto alla variazione del ROS¹³, i dati mostrano una situazione simile nella tabella 4: a Milano è in costante diminuzione, pur assestandosi su livelli superiori rispetto al resto della

¹¹ Acronimo di *Return on Equity*, il ROE è un indice di redditività del capitale proprio, che esprime la percentuale per cui il reddito netto prodotto viene rapportato al capitale proprio.

¹² C. Altomonte, L. Saggiorato, A. Sforza, *Gli investimenti diretti esteri in Lombardia: un'analisi comparativa tra regioni europee*, Camera di Commercio di Milano, aprile 2012, disponibile all'indirizzo internet: www.mi.camcom.it/web/guest/ricerche1.

¹³ Acronimo di *Return on Sales*, il ROS rappresenta il risultato operativo medio per unità di ricavo. Tale rapporto esprime la redditività aziendale in relazione alla capacità remunerativa del flusso dei ricavi.

TABELLA 4 - Principali indicatori di redditività e di gestione finanziaria in Lombardia e in provincia di Milano

(anni 2010-2012 – valori assoluti e percentuali)

Fonte: elaborazione Servizio studi Camera di Commercio di Milano su dati AIDA

Indicatori di bilancio	Milano			Lombardia		
	2010	2011	2012	2010	2011	2012
EBITDA/Vendite (%)	5,7	6,3	5,6	7,8	6,3	7,0
ROA (%)	2,7	3,3	2,6	3,8	3,8	3,2
ROS (%)	3,7	3,5	3,1	3,2	2,3	2,6
ROE (%)	8,1	7,3	6,1	4,9	5,1	4,6
FLEV	1,1	1,1	1,0	1,5	1,4	1,3
Spread	4,9	3,7	3,4	1,1	2,1	1,5

Lombardia, che invece subisce prima una diminuzione di un punto percentuale e poi una lieve crescita che non riesce a compensare la perdita dell'anno precedente.

Per meglio comprendere la misura del contributo della redditività della gestione caratteristica alla formazione del ROE¹⁴, si indagano di seguito le componenti che lo determinano, scomponendolo nella componente di redditività (ROA¹⁵) e in quella prettamente finanziaria (FLEV¹⁶ × spread¹⁷).

Per quanto riguarda Milano, il FLEV diminuisce nei tre anni e nel 2012 ha un crollo più consistente, probabilmente a causa di un contemporaneo aumento del capitale sociale e di una riduzione del livello di indebitamento. Inoltre, la situazione

¹⁴ ROE = ROA + FLEV × spread.

¹⁵ Acronimo di *Return on Assets*, il ROA è un indice di bilancio che misura la redditività relativa al capitale investito o all'attività svolta.

¹⁶ Acronimo di *Financial Leverage* (leva finanziaria), il FLEV è definito come il rapporto tra l'NFO (debiti finanziari al netto delle attività finanziarie) e il capitale sociale e indica in quale misura le imprese si finanziano con capitale esterno rispetto al capitale sociale:

$$\text{FLEV} = \frac{\text{debiti finanziari} - \text{attività finanziarie}}{\text{capitale sociale}}$$

In generale, quando il FLEV è maggiore di 2 (cioè le imprese prendono a prestito il doppio di quanto possiedono come mezzi propri) significa che la situazione finanziaria è squilibrata e quindi soggetta al rischio di insolvenza a causa dei debiti contratti. Tuttavia, una corretta gestione finanziaria dell'impresa può prevedere l'utilizzo del capitale di debito, purché tale finanziamento confluisca in investimenti dal costo sostenibile e, in letteratura, gli investimenti sono considerati redditizi se lo spread è positivo. In generale ciò significa che la capacità di generare valore attraverso la gestione caratteristica è in grado di coprire il costo dei finanziamenti.

¹⁷ Lo spread è definito come la differenza tra ROA e NBC (*Net Borrowing Cost*, costo del capitale di terzi). Il costo del denaro ottenuto in prestito viene calcolato come segue:

$$\text{NBC} = \frac{\text{interessi passivi} - \text{interessi attivi}}{\text{debiti finanziari netti}}$$

3. La performance delle imprese attraverso i dati di bilancio

finanziaria non è a rischio insolvenza poiché nell'arco temporale considerato in entrambe le zone la leva finanziaria è vicina a 1, un valore considerato generalmente equilibrato. Allo stesso tempo, lo spread crolla nel 2011 per poi continuare a diminuire l'anno successivo con un'intensità minore. Questo significa che il costo dell'indebitamento è aumentato in questi tre anni senza che ci sia stato un corrispettivo aumento del ROA, ovvero dell'economicità della gestione caratteristica. L'ipotesi più plausibile è che le imprese in questi anni non abbiano attivato nuovi finanziamenti per la realizzazione di investimenti e quindi che abbiano potenzialmente perso nuove opportunità di sviluppo e/o di investimento. Un simile discorso può essere affrontato anche per la Lombardia poiché la regione nel suo complesso mostra un comportamento simile negli indici, eccezion fatta per lo spread che nel biennio 2010-2011 è aumentato in modo rilevante rispetto agli altri indici, passando da 1,1 a 2,1. Questo significa che il costo del finanziamento esterno è diminuito più velocemente di quanto sia diminuito il ROA.

COMMERCIO

Come è noto, il 2012 è stato caratterizzato da un'ulteriore forte diminuzione dei consumi delle famiglie (-2,8%)¹⁸, che si è inevitabilmente ripercossa sul calo dei ricavi di tutte le imprese del comparto, in particolare sul volume di vendite registrato dal commercio al dettaglio (come si può evincere dai dati di bilancio sintetizzati nelle tabelle 5 e 6).

I ricavi delle vendite sono più alti per la Lombardia rispetto a quelli di Milano in tutta la serie storica, mentre vedremo che la situazione finanziaria della regione al netto di Milano risulta essere più squilibrata e quindi a rischio insolvenza. Dopo un'iniziale ripresa tra il 2010 e il 2011 in cui si rileva un aumento dei ricavi pari all'8,3% a Milano e al 9% in Lombardia, nel 2012 si riscontra una caduta poco mag-

TABELLA 5 - Principali indicatori di bilancio del commercio in provincia di Milano (anni 2010-2012 - valori assoluti e percentuali)

Fonte: elaborazione Servizio studi Camera di Commercio di Milano su dati AIDA

Indicatori di bilancio	Valori assoluti			Variazioni %	
	2010	2011	2012	2011/2010	2012/2011
Ricavi	822.108	890.038	836.221	8,3	-6,1
EBITDA	37.471	40.281	31.491	7,5	-21,8
Valore aggiunto	130.121	139.297	129.678	7,1	-6,9
Attività	716.627	762.243	760.550	6,4	-0,2
PN	107.638	117.589	120.395	9,2	2,4

¹⁸ Dato di fonte ISTAT.

TABELLA 6 - Principali indicatori di bilancio del commercio in Lombardia (anni 2010-2012 – valori assoluti e percentuali)

Fonte: elaborazione Servizio studi Camera di Commercio di Milano su dati AIDA

Indicatori di bilancio	Valori assoluti			Variazioni %	
	2010	2011	2012	2011/2010	2012/2011
Ricavi	858.314	935.716	884.551	9,0	-5,5
EBITDA	42.488	45.801	36.518	7,8	-20,3
Valore aggiunto	125.817	137.729	127.824	9,5	-7,2
Attività	717.698	772.648	768.501	7,7	-0,5
PN	105.248	113.723	116.137	8,1	2,1

giore del 5% in entrambi i territori considerati. Oltre al calo per questa voce di bilancio, a subire il maggiore decremento è l'EBITDA, con una contrazione superiore al 20% in tutta la regione, probabilmente a causa di un aumento dei costi. Il valore aggiunto segue un trend simile ai ricavi. Se invece si considerano le variabili di stato patrimoniale, si può osservare che le attività restano quasi completamente immobili nell'ultimo anno, mentre nel biennio precedente hanno mostrato un aumento tra il 6% e l'8%. L'unica variabile che cresce costantemente nei tre anni è il patrimonio netto, nonostante a cavallo degli ultimi due anni la crescita rallenti di 7 punti nella provincia di Milano e di 6 nelle altre province lombarde. Inoltre, dando uno sguardo ai valori assoluti si può notare che le variabili di stato patrimoniale¹⁹ sono simili nel Milanese e nel resto della Lombardia.

Come per la manifattura, gli indicatori di bilancio mostrano una situazione in peggioramento tra il 2010 e il 2012, da tutti i punti di vista. Il ROA subisce un drastico calo in Lombardia tra 2011 e 2012, passando da 2,9% a 2,0%; leggermente meglio la provincia di Milano: seppure continua la variazione di segno negativo, il calo è leggermente minore rispetto alle altre province. In tutti e tre gli anni considerati, a Milano il ROS è più basso di quanto viene considerato adeguato per il settore commerciale (ovvero tra i 3 e i 4 punti percentuali)²⁰, mentre in Lombardia a eccezione dell'ultimo anno risulta coerente.

Nel 2012, a Milano il ROE raggiunge valori significativi (cioè superiori all'8%), mentre in Lombardia nello stesso anno si assesta su un livello più basso, pari al 5,8%. Anche per il settore commerciale è interessante scomporre il ROE nella redditività operativa e nella redditività finanziaria, in modo da capire quale componente generi effettivamente valore. Nella provincia milanese la combinazione FLEV-spread nell'ultimo biennio mostra una situazione positiva in quanto vi è una riduzione del FLEV e un aumento dello spread: ciò significa che, anche se le imprese sfruttano in

¹⁹ Attività e patrimonio netto.

²⁰ Si veda a questo proposito la *Guida ai servizi finanziari* della Camera di Commercio di Torino.

3. La performance delle imprese attraverso i dati di bilancio

TABELLA 7 - Principali indicatori di redditività e di gestione finanziaria in Lombardia e in provincia di Milano

(anni 2010-2012 - valori assoluti e percentuali)

Fonte: elaborazione Servizio studi Camera di Commercio di Milano su dati AIDA

Indicatori di bilancio	Milano			Lombardia		
	2010	2011	2012	2010	2011	2012
EBITDA/Vendite (%)	4,5	4,4	4,2	4,8	4,6	3,8
ROA (%)	3,9	3,7	3,5	3,0	2,9	2,0
ROS (%)	2,6	2,5	2,3	4,4	3,9	2,7
ROE (%)	10,1	7,9	8,3	7,8	7,6	5,8
FLEV	2,0	1,8	1,8	3,1	3,3	3,1
Spread	3,1	2,3	2,7	1,1	1,1	1,0

misura minore la leva finanziaria²¹, la redditività supera il costo del capitale di terzi in quanto lo spread non solo è positivo, ma è anche in crescita (da 2,3 a 2,7 tra il 2011 e il 2012). Purtroppo non si può dire lo stesso per le altre province lombarde che non solo hanno uno spread più basso e un FLEV più alto rispetto a Milano negli ultimi tre anni, ma nell'ultimo biennio hanno anche visto una decrescita per entrambe le variabili (il FLEV è passato da 3,3 a 3,1 e lo spread da 1,1 a 1). Questo problema strutturale indica una situazione finanziaria squilibrata e a rischio insolvenza, perché l'alto livello di FLEV e la diminuzione dello spread indicano un eccesso di indebitamento con le conseguenti difficoltà nel garantire un'adeguata copertura. Si può quindi concludere che nel 2012 le imprese della provincia di Milano, nonostante abbiano realizzato fatturati leggermente inferiori rispetto al resto della Lombardia, possono contare su una migliore situazione contabile; nelle altre province lombarde infatti è stato forte il crollo dei ricavi e della redditività.

SERVIZI

A seguito del lungo processo di deindustrializzazione avvenuto nel territorio milanese negli ultimi quarant'anni, il settore dei servizi²² ha visto crescere il proprio peso complessivo, tanto da raggiungere oggi il 48,6%²³ delle imprese milanesi; questa terziarizzazione dell'economia si è riverberata, seppure in misura minore, anche nel resto della regione (le imprese dei servizi lombarde, al netto di Milano, costituiscono il 35% del totale). Nonostante ciò, livelli di ricavi e produttività rimangono ancora inferiori rispetto alla manifattura e al commercio.

²¹ Utilizzano meno capitale di debito (o capitalizzano in misura maggiore).

²² Il campione analizzato comprende sia i servizi alle imprese sia quelli alle persone.

²³ Fonte: Infocamere.

La nostra analisi ha riscontrato un andamento dei ricavi simile a quello dei due macrosettori già esaminati, registrando una crescita nel 2011 e una decrescita nel 2012. Nei tre anni considerati, i ricavi sono più alti per la provincia milanese, mentre l'EBITDA risulta leggermente maggiore in Lombardia; inoltre, osservando l'ammontare del valore aggiunto, si nota come il livello registrato sia più basso nelle province lombarde di circa 8.000 euro per ogni anno considerato. Analogamente a quanto appena descritto, anche queste variabili di conto economico evidenziano un aumento nel 2011 e una caduta nel 2012, specialmente per l'EBITDA che crolla del 18,8% a Milano e del 15% nel resto della regione. Per quanto riguarda le due variabili dello stato patrimoniale si osserva una variazione positiva sia per la Lombardia sia per Milano, soprattutto per quanto riguarda l'aumento del patrimonio netto che, comunque, subisce un rallentamento nella crescita tra il 2011 e il 2012, specialmente nelle imprese milanesi (incremento dell'11,5% nel 2011 e del 5,5% nel 2012).

TABELLA 8 - Principali indicatori di bilancio dei servizi in provincia di Milano (anni 2010-2012 – valori assoluti e percentuali)

Fonte: elaborazione Servizio studi Camera di Commercio di Milano su dati AIDA

Indicatori di bilancio	Valori assoluti			Variazioni %	
	2010	2011	2012	2011/2010	2012/2011
Ricavi	166.806	181.245	172.843	8,7	-4,6
EBITDA	21.614	23.996	19.492	11,0	-18,8
Valore aggiunto	47.316	52.763	47.623	11,5	-9,7
Attività	592.489	630.666	640.192	6,4	1,5
PN	89.786	100.110	105.602	11,5	5,5

TABELLA 9 - Principali indicatori di bilancio dei servizi in Lombardia (anni 2010-2012 – valori assoluti e percentuali)

Fonte: elaborazione Servizio studi Camera di Commercio di Milano su dati AIDA

Indicatori di bilancio	Valori assoluti			Variazioni %	
	2010	2011	2012	2011/2010	2012/2011
Ricavi	122.792	132.621	125.475	8,0	-5,4
EBITDA	22.333	24.008	20.410	7,5	-15,0
Valore aggiunto	39.945	43.762	39.179	9,6	-10,5
Attività	576.407	603.817	606.690	4,8	0,5
PN	82.422	88.737	93.094	7,7	4,9

3. La performance delle imprese attraverso i dati di bilancio

TABELLA 10 - Principali indicatori di redditività e di gestione finanziaria in Lombardia e in provincia di Milano

(anni 2010-2012 – valori assoluti e percentuali)

Fonte: elaborazione Servizio studi Camera di Commercio di Milano su dati AIDA

Indicatori di bilancio	Milano			Lombardia		
	2010	2011	2012	2010	2011	2012
EBITDA/Vendite (%)	12,9	12,5	11,2	7,8	6,3	7,0
ROA (%)	1,8	1,7	1,1	3,2	2,3	2,6
ROS (%)	4,8	4,6	3,7	3,8	3,8	3,2
ROE (%)	3,8	4,0	2,9	4,9	5,1	4,6
FLEV	0,9	0,8	0,8	2,4	2,3	2,2
Spread	2,3	2,8	2,2	0,7	1,3	0,9

Nell'analizzare i principali indicatori di bilancio presenti in tabella 10, si evidenzia in primo luogo come in tutti e tre gli anni considerati il rapporto EBITDA/vendite abbia registrato un valore assoluto più alto a Milano rispetto al resto della Lombardia, pur rilevando una costante diminuzione del suo valore, probabilmente dovuta all'erosione dei ricavi delle vendite. Diversamente, il ROA mostra valori più bassi nell'aggregazione del campione milanese e diminuisce di 0,6 punti nel 2012, mentre ha un andamento altalenante per quanto riguarda il resto della Lombardia: diminuisce nel 2011 di quasi un punto e ha una leggera ripresa nel 2012, assestandosi sul 2,6% senza recuperare del tutto la perdita dell'anno precedente. Nei tre anni considerati il ROS diminuisce in tutta la Lombardia, compresa la provincia milanese, che tuttavia si assesta su un livello più alto di 0,5 punti. Ciò significa che la redditività aziendale in relazione alla capacità remunerativa del flusso dei ricavi è leggermente maggiore a Milano.

Nei servizi il valore del ROE è sostanzialmente più basso rispetto agli altri due settori studiati, in modo particolare nel Milanese. Tuttavia non bisogna lasciarsi fuorviare dal fatto che a Milano il ROE e le sue componenti abbiano valori inferiori rispetto a quelli delle altre province lombarde (il ROA e, in particolare, la leva finanziaria). Analizzando le sue componenti si osserva infatti che ci troviamo di fronte a una struttura finanziaria molto ben equilibrata: il FLEV basso (intorno allo 0,8) indica una situazione non a rischio e gli investimenti rendono più del costo del capitale di terzi poiché lo spread è positivo (maggiore di 2). Lo stesso purtroppo non si può dire per il resto della Lombardia, dove la struttura finanziaria è squilibrata poiché il FLEV è alto (maggiore di 2) in tutti e tre gli anni e il livello di indebitamento non si traduce in un buon rendimento degli investimenti, poiché lo spread non raggiunge mai l'unità (a eccezione del 2011).

LA PRODUTTIVITÀ NEI TRE MACROSETTORI

«Valore aggiunto su numero di dipendenti moltiplicato per mille» è la definizione statistica di produttività del lavoro²⁴ che consideriamo come la *proxy* che meglio consente di comprendere la capacità di un sistema produttivo di generare ricchezza²⁵. Dando uno sguardo all'Italia, nel 2009 la produttività del lavoro è diminuita del 3,9%, mentre nell'anno successivo è aumentata del 3,7%, in conseguenza di una breve ripresa dell'economia²⁶.

L'Italia fatica a tenere il passo con i Paesi EU15, considerando che i livelli di produttività delle PMI italiane sono maggiori solamente a quelli del Portogallo e della Grecia. Anche all'interno del Paese, le diverse regioni mostrano una forte eterogeneità nei livelli di produttività, con profonde differenze tra Nord, Centro-Sud e Lombardia, che risulta la regione più produttiva d'Italia.

È di grande interesse, quindi, provare a capire come si pone la provincia di Milano rispetto alle altre province lombarde, analizzando anche il ruolo svolto dalle top 100 cui abbiamo accennato all'inizio di questo capitolo.

Da una prima analisi dei dati²⁷ riportati nelle tabelle 11 e 12 si nota subito una forte differenza nella variazione dei dati relativi ai primi due anni rispetto alla caduta di produttività registrata nel 2012. Questa variabilità riscontrata nei tre anni è in prevalenza imputabile alla diminuzione del valore aggiunto, considerato che il numero di addetti è variato meno dell'1% in tutti e tre i settori analizzati.

Guardando i valori assoluti, si può notare come il settore del commercio, in tutti e tre gli anni esaminati, abbia livelli di produttività leggermente più alti (raggiungendo il picco di 61 nel 2011). Questo risultato può essere influenzato da una possibile distorsione generata sia dalla classificazione nei codici Ateco riferiti al commercio di alcune imprese manifatturiere ad alto valore aggiunto (si tratta di grandi player che commercializzano direttamente pur essendo anche grossi produttori) sia dalla presenza di grandi catene di distribuzione.

Il settore con la produttività più bassa risulta essere invece quello dei servizi, nonostante tale segmento sia uno dei driver fondamentali per l'economia milanese. A questo proposito, condividiamo quanto sostenuto da Sapir²⁸, circa il fatto che la bassa produttività sia un problema strutturale dell'Europa e che sarà possibile risolvere l'economia solo nel momento in cui si renderà più efficiente il settore dei servizi. Se si osservano i dati relativi alle top 100, quello che si evince è in linea con le aspettative: imprese più grandi hanno produttività maggiore. In particolare, è interessante osservare come nel 2012 le top 100 abbiano una produttività quasi dop-

²⁴ Per un approfondimento si veda A. Birolo, «Di cosa parliamo quando parliamo di produttività?», in *Impresa & Stato*, Bruno Mondadori, Milano 2012, n. 96, pp. 48-63.

²⁵ Bisogna comunque tener conto che non esiste una misura perfetta per questa variabile e che quindi la misurazione non è mai priva di errore.

²⁶ Fonte: ISTAT.

²⁷ Segnaliamo che il campione utilizzato per l'analisi della produttività ha una consistenza numerica inferiore rispetto a quello cui ci riferiamo nel resto dello studio, a causa della carenza dei dati relativi al numero di addetti all'interno della base dati. Si rende quindi necessario sottolineare che il campione non è più costruito in modo casuale, ma è composto dalle società per le quali la variabile 'numero di dipendenti' è risultata valorizzata in tutti e tre gli anni oggetto dell'analisi (le imprese escluse in quest'analisi sono state il 49,5% per la manifattura, il 43,5% per il commercio e il 18% per i servizi).

²⁸ A. Sapir (a cura di), *An agenda for a growing Europe. Making the EU Economic System Deliver*, Oxford University Press, Oxford 2003.

3. La performance delle imprese attraverso i dati di bilancio

TABELLA 11 - Indice di produttività delle prime top 100 e del totale imprese per settore in provincia di Milano

(anni 2010-2012 – valori percentuali)

Fonte: elaborazione Servizio studi Camera di Commercio di Milano su dati AIDA

	Totale settore					Top 100				
	Valori assoluti			Variazioni %		Valori assoluti			Variazioni %	
	2010	2011	2012	2011/2010	2012/2011	2010	2011	2012	2011/2010	2012/2011
Manifattura	53,5	57,3	52,2	7,1%	-9,0%	128,1	121,7	98,6	-5,1%	-19,0%
Commercio	59,3	61,0	55,5	2,9%	-9,1%	125,9	131,2	105,0	4,2%	-20,0%
Servizi	53,4	56,0	52,3	4,8%	-6,6%	103,1	99,1	98,6	-3,9%	-0,6%

TABELLA 12 - Indice di produttività delle prime top 100 e del totale imprese per settore in Lombardia

(anni 2010-2012 – valori percentuali)

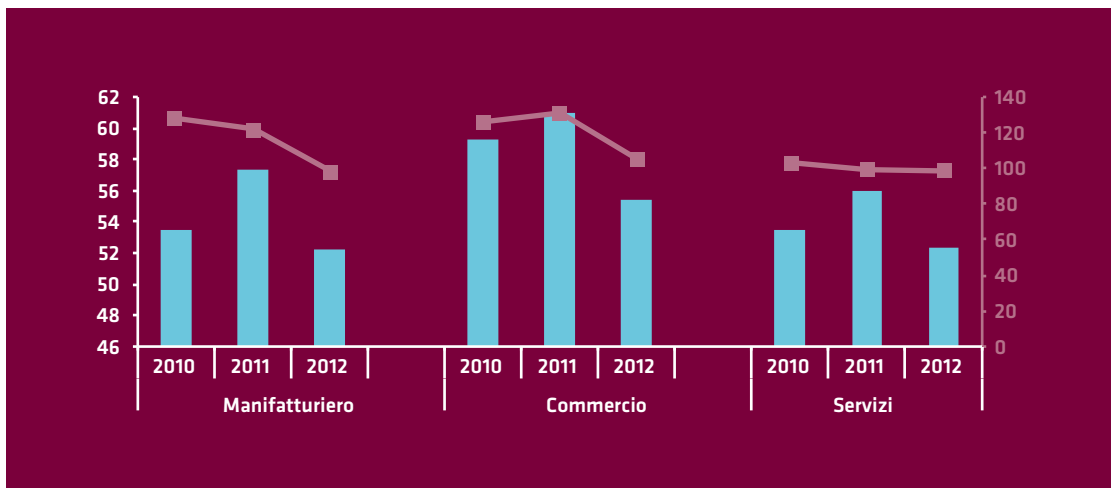
Fonte: elaborazione Servizio studi Camera di Commercio di Milano su dati AIDA

	Totale settore					Top 100				
	Valori assoluti			Variazioni %		Valori assoluti			Variazioni %	
	2010	2011	2012	2011/2010	2012/2011	2010	2011	2012	2011/2010	2012/2011
Manifattura	47,3	50,3	48,1	6,3%	-4,3%	93,7	96,0	94,8	2,4%	-1,2%
Commercio	53,5	54,9	49,4	2,5%	-10,0%	86,5	102,6	84,6	18,6%	-17,6%
Servizi	38,7	40,2	38,5	3,9%	-4,2%	81,2	91,5	90,0	12,7%	-1,6%

pia rispetto alla mediana di settore, anche se nello stesso anno vi è una decrescita di circa il 20% sia nella manifattura sia nel commercio. Rimangono invece quasi invariati i servizi, poiché il valore aggiunto e il numero degli addetti sono aumentati approssimativamente in egual misura.

In Lombardia si può osservare un pattern simile a quello milanese, ovvero il commercio è il settore che registra i più alti livelli di produttività, seguito dalla manifattura e infine dai servizi. Per tutti e tre i settori però, la Lombardia registra una produttività più bassa rispetto all'area milanese, probabilmente per il minore livello di valore aggiunto prodotto, come era già emerso nei dati riportati nelle pagine precedenti. Lo stesso discorso vale per le top 100: sono più produttive rispetto al settore preso per intero, ma comunque meno rispetto alle top milanesi.

È nel settore dei servizi che la differenza Milano-Lombardia si fa più marcata: nel 2012 il valore della produttività a Milano è pari a 52,3 mentre nel resto della Lombardia è uguale a 38,5, a testimonianza del fatto che il *core* del sistema imprenditoriale milanese è nei servizi. La predilezione che il resto della regione ha per la manifattura è testimoniata dal fatto che, nel 2012, la Lombardia riesce a contenere meglio la recessione nella manifattura, che riporta solamente una lieve diminuzione di produttività pari al 4,3%.



ANALISI PER DIVISIONE

Come promesso, la nostra analisi si addentra ora in due specifiche divisioni: meccatronica e agroalimentare. Partiamo dal tracciarne i confini, cosa nient' affatto semplice per la meccatronica²⁹, considerato il fatto che è proprio lo sconfinamento di meccanica, elettronica e informatica a caratterizzare un prodotto come 'meccatronico'. Le tre componenti sono talmente incorporate tra loro (a livello sia di prodotto sia di processo) che non è più possibile distinguerne il singolo contributo. Possiamo rendere l'esempio di un prodotto 'meccatronico' se descriviamo una macchina il cui controllo viene gestito da una componente elettronica integrata nell'oggetto stesso, che abbia la capacità di adattarsi alle situazioni esterne facendo ricorso a tecnologie legate alla programmazione.

Nell'agroalimentare comprendiamo invece tutte quelle imprese che vanno dalla produzione alla lavorazione di prodotti alimentari, ovvero dall'agricoltura alle industrie per la trasformazione alimentare. Nel nostro campione, come si può vedere dai codici Ateco in tabella 13, è stata invece esclusa la distribuzione alimentare al fine di evitare possibili distorsioni statistiche derivanti dal peso che le grandi catene di distribuzione avrebbero assunto rispetto all'intera divisione. Sottolineiamo come la fisionomia del settore agroalimentare si sia profondamente modificata negli ultimi trent'anni, grazie ai cambiamenti tecnologici e organizzativi che hanno interessato l'intero sistema. A farne le spese è stato il settore agricolo in senso stretto, che detiene una posizione marginale, contro l'elevato livello di concentrazione guadagnato dal settore industriale.

Il campione di imprese ottenuto per le divisioni è ovviamente più piccolo rispetto a quello esaminato per i tre macrosettori³⁰. La scarsa numerosità è tale da non consentire di effettuare stime di produttività, come è stato invece realizzato nelle

GRAFICO 2
Produttività nei diversi settori delle top 100 e del totale imprese secondo l'andamento dei ricavi in provincia di Milano (anno 2012 - valori assoluti)

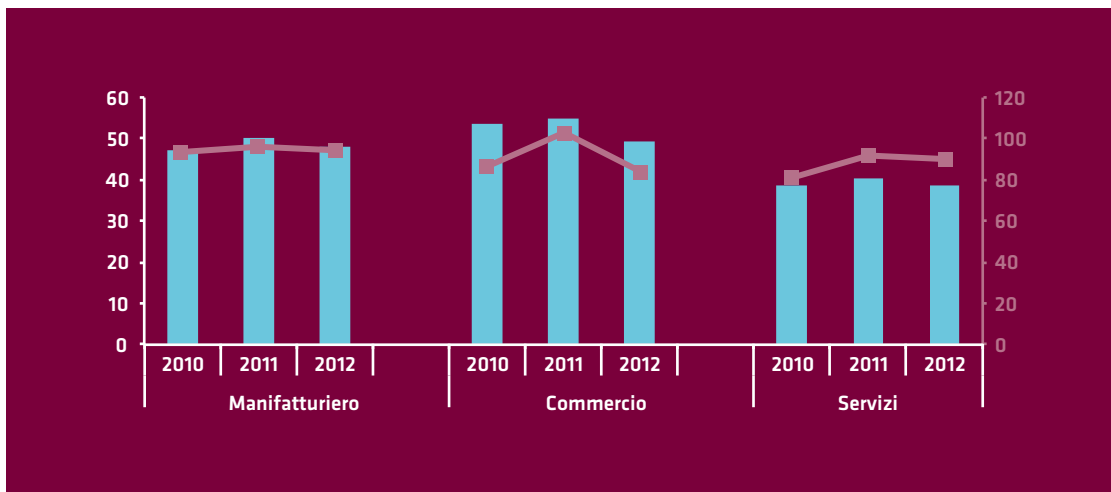
Fonte: elaborazione Servizio studi Camera di Commercio di Milano su dati AIDA

■ Totale imprese
 ■ Top 100

²⁹ Per le definizioni si veda la ricerca a cura di Dario Musolino e Paola Zito (Gruppo CLAS Università Bocconi), *La competitività nell'eccellenza*, luglio 2009, reperibile all'indirizzo internet: www.mi.camcom.it/web/guest/archivio-ricerche#2009.

³⁰ Si rimanda alla tabella 1 per la numerosità campionaria.

3. La performance delle imprese attraverso i dati di bilancio



pagine precedenti per i tre macrosettori, ma è sufficiente per analizzare il peso che rivestono all'interno del settore nel suo complesso le imprese cosiddette 'top', in questo caso 50 anziché 100 imprese, selezionate riclassificando in ordine decrescente l'intero campione, in base ai dati dei ricavi dichiarati nel 2012.

Guardando alle due divisioni nel complesso (grafico 4), ci accorgiamo che è proprio a Milano che si concentrano i ricavi maggiori delle top 50 e ciò è dovuto alla maggior presenza sul territorio milanese di grandi imprese. Questione che è ancora più marcata per l'agroalimentare: le top 50 costituiscono quasi il 90% del totale dei ricavi del 2012. Questo dato non è del tutto sorprendente poiché buona parte delle

GRAFICO 3
Produttività nei diversi settori delle top 100 e del totale imprese secondo l'andamento dei ricavi in Lombardia

(anno 2012 - valori assoluti)

Fonte: elaborazione Servizio studi Camera di Commercio di Milano su dati AIDA

■ Totale imprese
■ Top 100

TABELLA 13 - Codici Ateco identificativi della meccatronica e del settore dell'agroalimentare

Meccatronica	
26	Fabbricazione di computer e prodotti di elettronica e ottica; apparecchi elettromedicali, apparecchi di misurazione e di orologi
27	Fabbricazione di apparecchiature elettriche e apparecchiature per uso domestico non elettriche
28	Fabbricazione di macchinari e apparecchiature
29	Fabbricazione di autoveicoli, rimorchi e semirimorchi
Agroalimentare	
01	Coltivazioni agricole e produzione di prodotti animali, caccia e servizi connessi
03	Pesca e acquacoltura
10	Industrie alimentari
11	Industria delle bevande

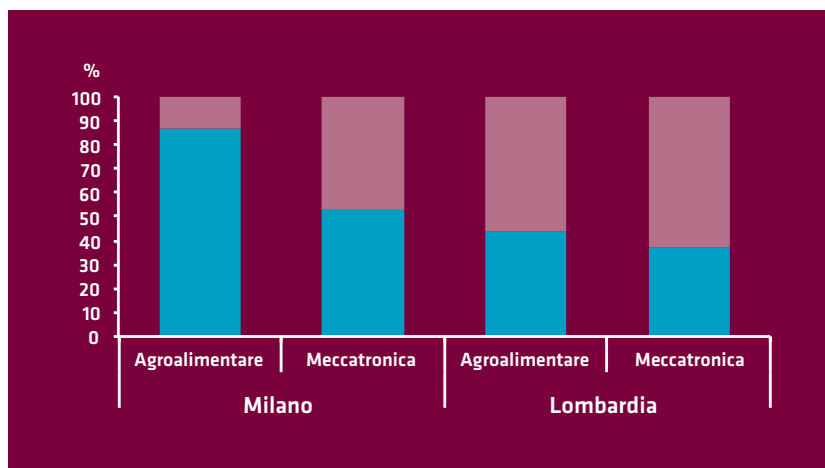


GRAFICO 4
Ricavi delle top 50 e del totale
imprese per settore e area
geografica (anno 2012 – valori percentuali)

Fonte: elaborazione Servizio studi Camera di Commercio di Milano su dati AIDA

■ Top 50
 ■ Totale settore

industrie agroalimentari comprese nel campione analizzato sono imprese multinazionali, caratterizzate da ricavi molto alti rispetto alla media. Scarsa è invece la presenza di aziende agricole, in quanto poche sono ancora oggi quelle che hanno assunto la forma giuridica di società di capitali. In Lombardia invece le top 50 dell'agroalimentare detengono il 46% dei ricavi, mentre quelle della meccatronica quasi il 40%³¹.

Meccatronica

A conferma di quanto la meccatronica sia effettivamente rilevante per il sistema economico milanese, notiamo che, nell'intero triennio considerato, i ricavi prodotti nella provincia sono maggiori in valore assoluto rispetto al resto della Lombardia, a eccezione del 2011 (tabelle 14 e 15). Analizzando invece le variazioni percentuali registrate di anno in anno, nel 2011 si può notare una crescita maggiore per la Lombardia (quasi il 13%), mentre i dati 2012 confermano che il rallentamento economico registrato in tutto il sistema Paese ha colpito anche questo settore seppure con un'intensità leggermente minore rispetto a quanto registrato nella manifattura nel suo complesso, considerato che i ricavi hanno subito una contrazione del 3,6% per Milano e del 4,8% per il resto della regione.

Analizzando l'andamento dell'EBITDA salta subito all'occhio la variazione negativa pari al 18,4% registrata nel 2012 per la provincia milanese e pari al -7,9% nel resto della Lombardia. Nonostante sia ricorrente in tutta l'analisi la presenza di dati particolarmente negativi in corrispondenza del 2012, anno in cui si è registrato un acuirsi della fase recessiva, il fatto che per la Lombardia l'EBITDA cali di così poco costituisce un *outlier* rispetto alle altre variazioni.

Le variabili dello stato patrimoniale indicano che le imprese della provincia di Milano risultano essere in valore assoluto maggiormente capitalizzate rispetto al campione lombardo, caratteristica confermata dal dato relativo al totale dell'attivo. Le

³¹ Anche in questo caso abbiamo scelto di utilizzare la mediana perché, considerato il grado di concentrazione appena descritto, se utilizzassimo la media la stima ne risulterebbe distorta.

3. La performance delle imprese attraverso i dati di bilancio

TABELLA 14 - Principali indicatori di bilancio della meccatronica in provincia di Milano (anni 2010-2012 – valori assoluti e percentuali)

Fonte: elaborazione Servizio studi Camera di Commercio di Milano su dati AIDA

Indicatori di bilancio	Valori assoluti			Variazioni %	
	2010	2011	2012	2011/2010	2012/2011
Ricavi	1.294.975	1.427.528	1.376.894	10,2	-3,6
EBITDA	78.257	91.253	74.451	16,6	-18,4
Valore aggiunto	382.784	408.740	394.159	6,8	-3,6
Attività	1.438.317	1.526.561	1.524.868	6,1	-0,1
PN	285.090	297.250	298.157	4,3	0,3

TABELLA 15 - Principali indicatori di bilancio della meccatronica in Lombardia (anni 2010-2012 – valori assoluti e percentuali)

Fonte: elaborazione Servizio studi Camera di Commercio di Milano su dati AIDA

Indicatori di bilancio	Valori assoluti			Variazioni %	
	2010	2011	2012	2011/2010	2012/2011
Ricavi	1.267.325	1.431.655	1.362.328	13,0	-4,8
EBITDA	84.148	94.257	86.774	12,0	-7,9
Valore aggiunto	365.316	405.005	386.976	10,9	-4,5
Attività	1.308.726	1.399.340	1.380.411	6,9	-1,4
PN	237.082	259.750	277.525	9,6	6,8

variazioni a cavallo degli anni considerati sono simili, tuttavia il patrimonio netto cresce più velocemente in Lombardia (9,6% nel 2011 e 6,8% nel 2012), segnalando un aumento della solidità aziendale.

Gli indicatori di redditività riportati nella tabella 16 ci consentono un'analisi più dettagliata della performance della divisione. Per quanto riguarda il rapporto EBITDA/ vendite, i dati evidenziano una dinamica decrescente per l'intero periodo in tutta la Lombardia, compresa Milano, anche se il valore registrato per la provincia milanese risulta decisamente più basso. Nettamente meno performante risulta essere l'andamento del ROS che, per quanto a livello lombardo registri valori mediani più alti, per entrambi i territori si attesta su valori piuttosto bassi, con un forte peg-

TABELLA 16 - Principali indicatori di redditività e di gestione finanziaria in Lombardia e in provincia di Milano

(anni 2010-2012 - valori assoluti e percentuali)

Fonte: elaborazione Servizio studi Camera di Commercio di Milano su dati AIDA

Indicatori di bilancio	Milano			Lombardia		
	2010	2011	2012	2010	2011	2012
EBITDA/Vendite (%)	6,8	6,8	6,1	8,6	8,2	8,0
ROA (%)	3,4	3,3	2,5	4,1	4,2	3,8
ROS (%)	3,8	4,1	3,0	4,4	4,4	4,1
ROE (%)	11,9	9,6	8,9	7,0	5,9	5,9
FLEV	1,6	1,2	1,2	1,5	1,4	1,6
Spread	5,3	5,4	5,5	2,0	1,2	1,3

gioramento per l'area milanese nel 2012, quando scende al 3,0% rispetto al 4,1% registrato l'anno precedente. Questo significa che la redditività aziendale in relazione alla capacità remunerativa del flusso dei ricavi subisce un maggiore contraccolpo nella zona milanese, assestandosi nel 2012 su un valore di quasi 2 punti più basso rispetto alle altre province lombarde. Il ROE per Milano diminuisce nei tre anni fino a raggiungere l'8,9%, mentre nelle altre province lombarde si attesta nel 2012 a quasi il 6%. La leva finanziaria diminuisce a Milano nel 2011 per poi assestarsi nel 2012 su un livello pari a 1,2. Contemporaneamente lo spread, che è positivo e di buona intensità, segue lo stesso andamento: ciò significa che il leggero disinvestimento tra il 2011 e il 2012 si è ripercosso negativamente sulla redditività aziendale (il ROA è infatti diminuito di quasi un punto tra 2011 e 2012). Per quanto riguarda il resto della Lombardia, l'incremento del rendimento delle attività risulta essere maggiore dell'aumento di costo del capitale di terzi (il FLEV e lo spread aumentano nel 2012). Questo sfruttamento della leva è positivo per le imprese ed è in linea con lo sviluppo che il settore meccatronico sembra avere in questi ultimi anni nelle province lombarde, poiché i maggiori finanziamenti vanno ad alimentare attività redditizie, aumentando il gap tra ROA e NBC, rendendo quindi più sostenibile la copertura dei costi.

In generale, da una lettura complessiva dei dati emerge che la divisione meccatronica non è stata colpita dalla crisi con la stessa intensità che abbiamo riscontrato nella manifattura in generale. Presumibilmente l'accresciuto grado di innovazione presente nei prodotti realizzati in questo comparto, derivante dall'elevato livello di integrazione raggiunto tra le componenti meccaniche, elettroniche e IT, ha accresciuto la competitività di queste imprese e la loro capacità di penetrazione nei mercati internazionali, elementi che di fatto hanno favorito la loro performance rispetto alle imprese manifatturiere tradizionali, attenuando le ripercussioni derivanti dalla lunga fase di contrazione del mercato interno.

3. La performance delle imprese attraverso i dati di bilancio

Agroalimentare

In letteratura l'agroalimentare viene considerato 'anticiclico', cioè caratterizzato – anche nei momenti di crisi – da una capacità di tenuta maggiore, in termini di ricavi, rispetto ad altri settori produttivi. Tuttavia, le profonde trasformazioni che l'agroalimentare ha subito negli ultimi cinquant'anni (soprattutto dovute al progressivo ridimensionamento del peso delle imprese agricole) hanno in parte affievolito la sua diversa risposta alla crisi. I dati che vedremo evidenzieranno comunque una certa capacità di tenuta: gli effetti della recessione sono infatti più deboli rispetto ad altri settori, anche se la diminuzione dell'EBITDA pari al 9,4% a Milano (che pure è inferiore al calo che troviamo negli altri settori) rappresenta comunque un segnale di allarme.

Come già accennato, l'elevato livello di concentrazione dell'agroalimentare è sicuramente correlato alla presenza di molte imprese multinazionali attive nella provincia di Milano. Tuttavia, nonostante sia rilevante il peso di queste grandi aziende, l'ammontare complessivo dei ricavi prodotti dalle imprese milanesi si attesta, nei tre anni considerati, su livelli più bassi rispetto ai valori registrati a livello regionale.

Guardando la variazione percentuale registrata nel 2011 rispetto al 2010 per tutti e cinque gli indicatori riportati in tabella si può notare come questo sia stato un anno nel complesso positivo: le imprese milanesi hanno registrato una crescita dei ricavi del 13,2% e quelle lombarde del 15,2%. L'EBITDA e il valore aggiunto milanese sono cresciuti rispettivamente del 35% e del 25% sempre nel 2011, mentre in Lombardia i valori si attestano sull'1,5% per l'EBITDA e sul 10% per il valore aggiunto, mostrando una crescita più contenuta. Anche gli indici patrimoniali risultano in aumento nel 2011.

Come risulta dal calo nelle variabili di conto economico, nel 2012 la crescita viene interrotta: per il territorio milanese i ricavi diminuiscono del 2,6% e l'EBITDA di poco più di 9 punti percentuali. Nel resto delle province lombarde l'andamento dei ricavi si mantiene positivo, anche se prossimo allo zero, come pure l'incremento registrato per l'EBITDA, il valore aggiunto prodotto e il totale delle attività. L'unico

TABELLA 17 - Principali indicatori di bilancio dell'agroalimentare in provincia di Milano (anni 2010-2012 – valori assoluti e percentuali)

Fonte: elaborazione Servizio studi Camera di Commercio di Milano su dati AIDA

Indicatori di bilancio	Valori assoluti			Variazioni %	
	2010	2011	2012	2011/2010	2012/2011
Ricavi	473.417	536.118	522.041	13,2	-2,6
EBITDA	31.373	42.330	38.364	34,9	-9,4
Valore aggiunto	135.819	169.176	161.009	24,6	-4,8
Attività	1.348.535	1.467.115	1.510.431	8,8	3,0
PN	255.167	285.861	296.498	12,0	3,7

TABELLA 18 - Principali indicatori di bilancio dell'agroalimentare in Lombardia (anni 2010-2012 - valori assoluti e percentuali)

Fonte: elaborazione Servizio studi Camera di Commercio di Milano su dati AIDA

Indicatori di bilancio	Valori assoluti			Variazioni %	
	2010	2011	2012	2011/2010	2012/2011
Ricavi	726.276	836.551	846.615	15,2	1,2
EBITDA	58.323	59.181	59.271	1,5	0,2
Valore aggiunto	183.809	201.399	202.892	9,6	0,7
Attività	1.928.109	2.090.325	2.095.945	8,4	0,3
PN	273.506	299.065	314.906	9,3	5,3

incremento rilevante continua a registrarsi nella variazione del patrimonio netto, che cresce anche nel 2012 di 5,3 punti percentuali.

Spostando il focus dell'analisi dagli indici patrimoniali agli indici di redditività, si nota come il comparto agroalimentare abbia reagito diversamente alla seconda fase della recessione intervenuta nel 2012, che ha fortemente interessato le dinamiche di tutti i settori analizzati in questo capitolo, seppure con intensità diverse. Relativamente ai principali indicatori di bilancio, vediamo che a Milano la percentuale di EBITDA sulle vendite non varia molto nei tre anni, salvo un aumento nel 2011 a causa di una sua maggiore crescita rispetto ai ricavi. Nel 2012 invece il rapporto ritorna pressappoco al livello del 2010 a causa di un brusco calo dell'EBITDA, pari al 9,4% (tabella 17). Si può notare come nel resto delle province lombarde gli indici siano più bassi: in particolare nel 2012 il rapporto l'EBITDA/vendite è di quasi quattro punti percentuali inferiore a quello di Milano. Anche per quanto riguarda il ROS in tutti e tre gli anni Milano registra valori più alti rispetto alle altre province lombarde. Nella provincia milanese, il ROS assume in tutti e tre gli anni un buon valore, pari circa al 4,5%, che confrontato con i macrosettori analizzati nei paragrafi precedenti ci conferma un andamento positivo. Al contrario, nel resto della Lombardia il ROS ha un livello più basso (circa 3%): nel 2011 diminuisce di circa mezzo punto, mentre nel 2012 si assesta su un livello simile all'anno precedente, pari al 2,9%. Per questo la redditività aziendale in relazione alla capacità remunerativa del flusso dei ricavi è sempre maggiore a Milano rispetto al resto della regione. Il ROE assume valori molto buoni per quanto riguarda la provincia di Milano e, fino al 2011, supera il 10% per poi assestarsi sul 9,5% nel 2012. Anche in questo caso le province lombarde registrano un valore più basso dell'indicatore, però si può notare nel 2012 un incremento lievemente superiore all'unità.

Scomponendo il ROE, però, si può notare come la struttura finanziaria lombarda sia più equilibrata di quella milanese. Infatti, la leva finanziaria aumenta a causa di un incremento di finanziamenti esterni nel 2012 pari al 19%. Se è positivo il fatto che le imprese riescano a ottenere prestiti nonostante la crisi dei mercati finanziari, si nota purtroppo che lo spread diminuisce sia per il calo del ROA sia per

3. La performance delle imprese attraverso i dati di bilancio

TABELLA 19 - Principali indicatori di redditività e di gestione finanziaria in Lombardia e in provincia di Milano

(anni 2010-2012 – valori assoluti e percentuali)

Fonte: elaborazione Servizio studi Camera di Commercio di Milano su dati AIDA

Indicatori di bilancio	Milano			Lombardia		
	2010	2011	2012	2010	2011	2012
EBITDA/Vendite (%)	9,2	9,5	9,3	6,3	5,7	5,6
ROA (%)	6,0	6,2	6,0	3,7	3,2	3,1
ROS (%)	4,8	4,7	4,5	3,6	3,0	2,9
ROE (%)	11,2	12,3	9,5	5,6	4,8	6,1
FLEV	2,9	2,9	3,4	2,6	2,4	2,4
Spread	2,2	2,7	1,5	0,7	0,7	1,3

l'aumento dei costi del capitale di terzi. Di conseguenza, l'incremento dei finanziamenti non si ripercuote in un aumento di redditività da parte delle imprese della divisione e inoltre la gestione finanziaria risulta squilibrata poiché la leva è in crescita e nel 2012 raggiunge e supera il valore di 3.

Guardando gli stessi indicatori nelle altre province lombarde, è evidente come – in valore assoluto – lo spread sia più basso rispetto a Milano (il ROA è più basso di circa 3 punti percentuali in tutti gli anni); se però un investimento continua a rendere più a Milano che nelle altre province lombarde, è anche vero che in Lombardia lo spread è cresciuto nei tre anni, cosa che non si è verificata nella provincia milanese. A differenza di Milano, il FLEV diminuisce nell'arco temporale, anche se i valori rimangono ancora oltre il 2, segnalando la presenza di una struttura finanziaria squilibrata.

CONSIDERAZIONI FINALI

Dopo il 2011, anno di apparente ripresa, Milano e il resto della Lombardia hanno subito il contraccolpo della recessione del 2012, rallentando la crescita in quasi tutte le voci di conto economico. Particolarmente significativo è il decremento del valore aggiunto e dell'EBITDA tra 2011 e 2012, che registrano le maggiori variazioni negative, indipendentemente dalla zona considerata. A differenza della crisi del 2009, questa nuova recessione ha infatti colpito con intensità simile tutte le province lombarde, Milano compresa.

La manifattura si conferma il settore più solido: ha resistito meglio alla crisi, registrando una variazione dell'EBITDA, seppur negativa, di intensità inferiore rispetto ai servizi e al commercio, che hanno perso maggiormente in termini di margine lordo. Le voci di stato patrimoniale mostrano inoltre una situazione aziendale solida, che non è stata intaccata dalla crisi, sebbene siano rallentati il tasso di crescita delle attività e del patrimonio netto.

La provincia milanese mostra una situazione di indebitamento più sostenibile in tutti e tre i settori rispetto al resto della Lombardia e, dal punto di vista della redditività, la manifattura rimane il settore dove un euro investito rende più degli altri, mentre i servizi stanno col tempo raggiungendo la redditività del commercio. Un'altra evidenza interessante è emersa dall'analisi della produttività, che mostra il gap di efficienza tra i servizi e gli altri due comparti, ancora più alto in Lombardia. Tale gap si riduce notevolmente se selezioniamo la produttività delle prime 100 imprese per volume dei ricavi prodotti. In particolare, la produttività delle top 100 risulta doppia rispetto a quella della totalità del settore.

La nostra analisi ha inoltre rilevato che meccatronica e agroalimentare costituiscono due punti di forza dell'economia milanese: il primo ha infatti subito meno pesantemente la crisi del 2012 rispetto al macrosettore di appartenenza, a conferma del ruolo svolto dall'innovazione e dalla conseguente capacità di competizione sui mercati internazionali e di resistenza ai momenti di recessione. La maggiore propensione all'innovazione è supportata anche dai dati relativi alla capitalizzazione che indicano un andamento positivo su tutto il territorio e con un tasso superiore a livello regionale.

L'agroalimentare ha la sua forza nel suo essere tipicamente anticiclico: è l'unico infatti dove abbiamo riscontrato una leggera crescita dei ricavi nel 2012 per le province lombarde e una variazione negativa più contenuta per Milano.