

# *ANALISI DI BILANCIO*

Caso  
Dicart Group S.p.A.

CRESCITA E REDDITIVITÀ  
NETTA

A cura di Francesco Dainelli

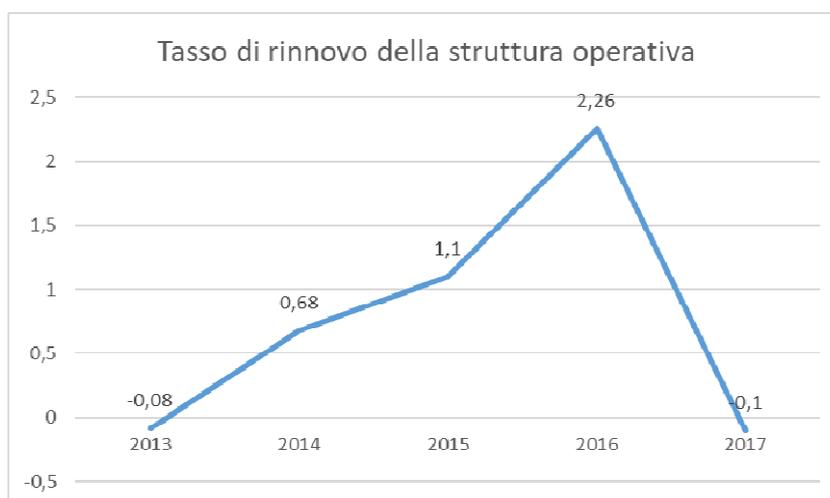


## 1. CRESCITA

La variabile alla quale tradizionalmente si guarda per giudicare la vitalità di un'impresa è il fatturato. Il fatturato di Dicart è cresciuto a un tasso medio annuo del 13,41%. Tale crescita è superiore rispetto alla media di settore e seconda solo a quella di Lorenzi S.r.l. e il balzo è da ascrivere agli anni 2015-2016. La quota di mercato di Dicart, tuttavia, dopo una crescita nel biennio anzidetto, torna a livelli più o meno del 2013. Ciò fa segnare una sostanziale stabilità del vantaggio competitivo di Dicart in un mercato in grande crescita.

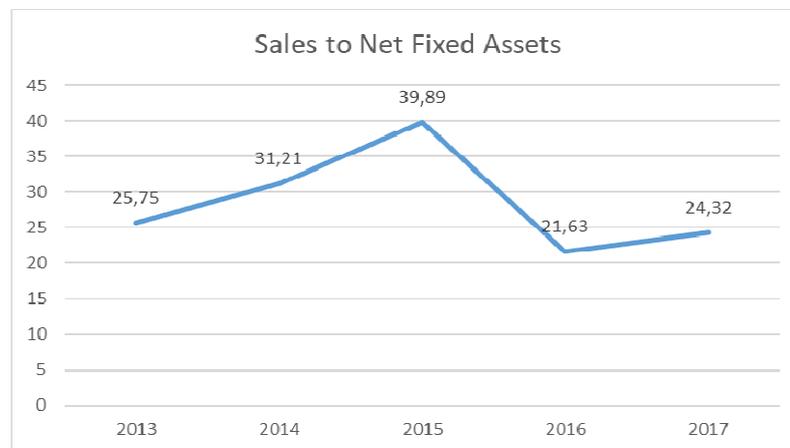
Ricavi delle vendite	2017	2016	2015	2014	2013	CAGR (2013-2017)
<i>Somma</i>	<b>67.528</b>	<b>55.348</b>	<b>46.171</b>	<b>42.844</b>	<b>35.464</b>	<b>9,31%</b>
<i>Media</i>	<b>13.506</b>	<b>11.070</b>	<b>9.234</b>	<b>8.569</b>	<b>7.093</b>	<b>9,31%</b>
<b>RENZO BIANCHINI - S.R.L.</b>	7.634	6.826	6.843	7.148	6.534	<b>0,88%</b>
<b>CANTINI LORANO S.R.L.</b>	13.926	10.784	9.151	9.988	8.302	<b>5,37%</b>
<b>LORENZI S.R.L.</b>	29.852	22.971	17.346	13.911	10.532	<b>16,88%</b>
<b>LAS - S.R.L.</b>	6.755	5.657	5.302	6.149	5.241	<b>1,54%</b>
<b>DICART GROUP S.P.A.</b>	<b>9.361</b>	<b>9.110</b>	<b>7.529</b>	<b>5.648</b>	<b>4.855</b>	<b>13,41%</b>
<b>quota di mercato DICART</b>	<b>13,9%</b>	<b>16,5%</b>	<b>16,3%</b>	<b>13,2%</b>	<b>13,7%</b>	<b>3,75%</b>

A trainare la crescita di Dicart è il mercato *in primis* ma anche, probabilmente, gli investimenti realizzati proprio negli anni centrali (da ricordare, infatti, la scelta della società di spendere i costi di ricerca e sviluppo, particolarmente importanti per realizzare il suo piano strategico). Soprattutto nel 2016 gli investimenti si configurano come di sviluppo industriale e non di mero mantenimento, come nell'anno antecedente.



La struttura operativa di Dicart appare più produttiva fino al 2015, per effetto degli scarsi investimenti di rinnovo. Da lì in avanti la produttività diminuisce perché, per realizzare la propria *value proposition*, Dicart ha bisogno di investire in attrezzature e tali investimenti comprimono l'indice SNFA. Tutto sta nel vedere se, in futuro, questo nuovo apparato produttivo può lavorare volumi di attività superiori a quello odierno, ottimizzandone l'efficienza. Certo, se alziamo lo sguardo ai concorrenti, osserviamo strutture molto leggere, sfruttate meglio di Dicart, eccezion fatta per la Renzo Bianchini. Se apparentemente questo risultato è negativo per Dicart, forse può essere letto anche in luce positiva: la ricerca di modelli di business che internalizzano fasi tecnologiche di produzione delle pelletterie (leggi maggiori inve-

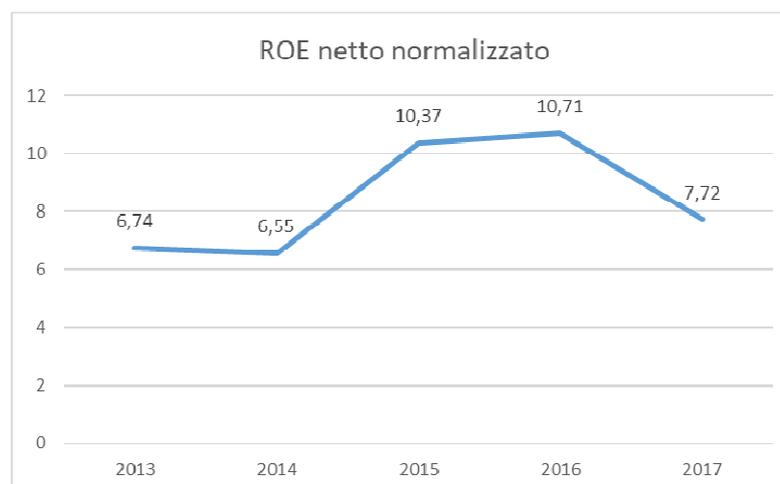
stimenti) sembra sia una mossa non fatta dai competitor, che anzi tendono a ipersfruttare il loro apparato strutturale.



SNFA	2017	2016	2015	2014	2013	CAGR (2013-2017)
<i>Media</i>	<b>74,61</b>	<b>51,70</b>	<b>26,03</b>	<b>36,56</b>	<b>25,38</b>	<b>24,07%</b>
<b>CANTINI LORANO S.R.L.</b>	122,74	78,13	68,49	108,55	64,77	<b>13,64%</b>
<b>LORENZI S.R.L.</b>	50,52	35,47	27,02	28,68	28,34	<b>12,26%</b>
<b>RENZO BIANCHINI - S.R.L.</b>	6,43	5,79	5,64	5,72	5,02	<b>5,08%</b>
<b>LAS - S.R.L.</b>	118,73	87,40	2,97	3,27	3,39	<b>103,64%</b>

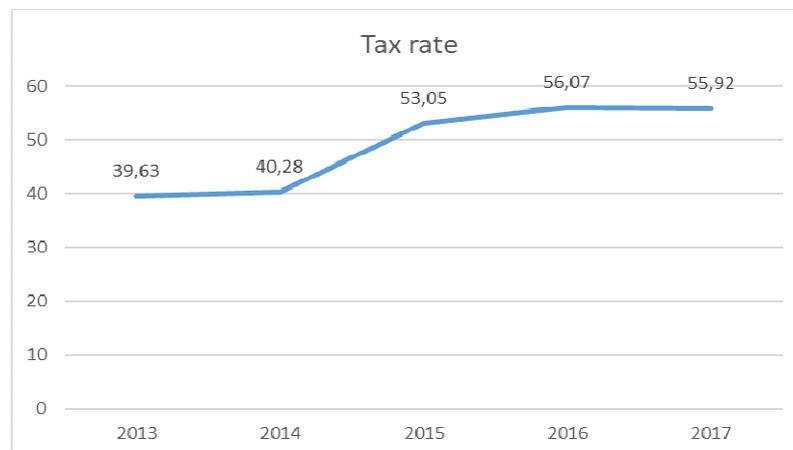
## 2. REDDITIVITÀ NETTA

La redditività normalizzata del capitale di rischio si è stabilizzata sopra la soglia del 10% nel biennio 2015-2016, per poi tornare nel 2017 a valori poco superiori di quelli di 5 anni prima.

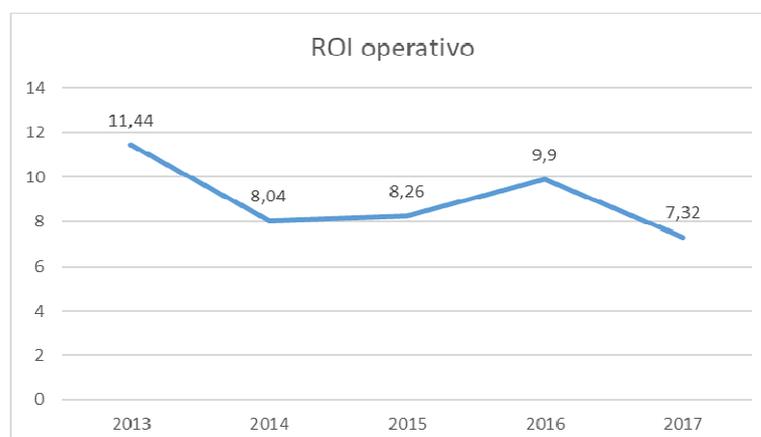
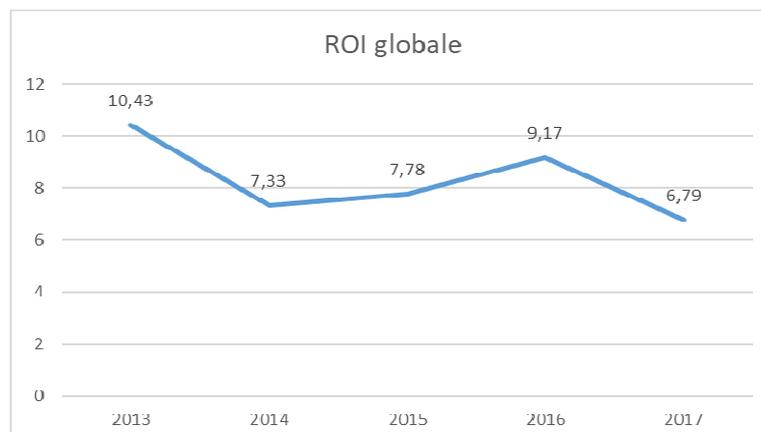


Un primo fattore che spiega le dinamiche complessive del 2015-2016 è il livello di tassazione, che diminuisce significativamente, stabilizzandosi intorno al 45% dopo il 2014 (il *tax rate* esprime la quota di utile netto di spettanza della compagine sociale dopo il prelievo fi-

scale, ossia rappresenta l'inverso della percentuale di tassazione diretta in capo all'azienda). L'alleggerimento della pressione fiscale, in conclusione, avvantaggia gli utili netti nell'ultimo triennio.



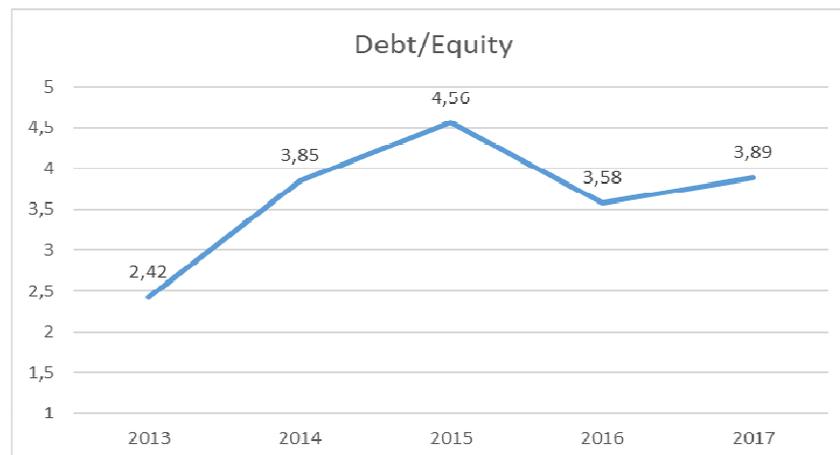
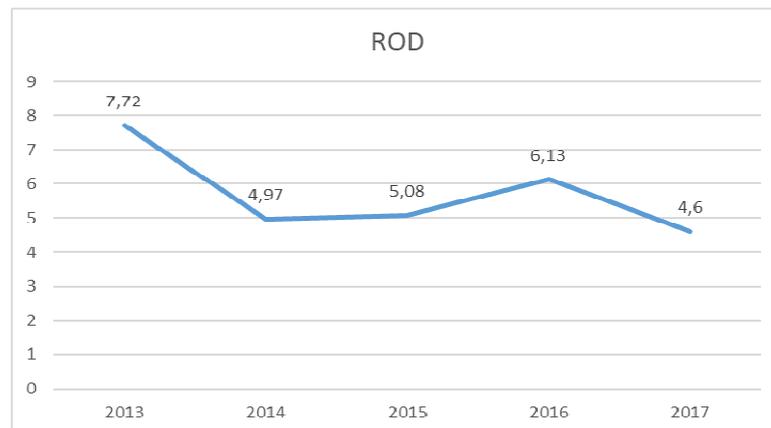
Guardando alla leva più importante del ROE, l'ascesa della redditività globale dei capitali fino al 2016 faceva ben sperare ed è stato questo il motivo della crescita della redditività netta. Purtroppo, il 2017 ne segna un crollo preoccupante, abbattendo conseguentemente i risultati netti. E di tale calo è tutta colpa della redditività dei capitali operativi, che nel 2017 appunto si riduce marcatamente.



Stando così le cose il ROE del 2017 sarebbe dovuto crollare, invece che far registrare una diminuzione non troppo marcata. A spiegarne il motivo è la gestione finanziaria passiva, la quale frena la discesa del ROE 2017 grazie a due leve:

1. il costo della provvista finanziaria scende in misura importante, sotto il 5% omni-comprendivo, contribuendo a non far precipitare lo *spread* fra ROI e ROD.
2. l'uso crescente del debito, il cui effetto di leva finanziaria viene esercitato in misura più massiccia.

Nel 2017, in conclusione, la leva finanziaria esercita un effetto benefico sulla redditività netta.



Se la redditività netta non crolla, come abbiamo detto, è grazie alla “droga” del debito, preso a minor costo. In questo fatto, tuttavia, vi sono rischi. Primo su tutti il costo della provvista di denaro, che potrebbe salire, mettendo in forte crisi l’azienda. Inoltre, l’aumento del debito abbinato a una riduzione della redditività operativa fa sicuramente schizzare in alto il rischio finanziario. Se il rischio sale, non è detto che l’incremento della redditività netta significhi necessariamente maggior valore per il soggetto economico. Se l’incremento di rischio è maggiore rispetto all’incremento di redditività, la gestione, pur guadagnando di più, in realtà produce un danno, distruggendo valore per i soci.